

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE  
MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE  
SCIENTIFIQUE

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

THESE DE DOCTORAT ES SCIENCES – SCIENCES DE GESTION  
OPTION : FINANCE

**PERTINENCE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT  
COMME MODELE DE FINANCEMENT DES  
ENTREPRISES ALGERIENNES**

**Présentée par l'étudiant :**

**RAHMOUNI Samir**

**Encadrée par :**

**Dr. BERRAG Mohamed**

Professeur à l'Ecole Supérieure  
de Commerce – Koléa.

**Composition du jury :**

<b>Dr AZOUANI Nacer</b>	Professeur	ESC Koléa	Président
<b>Dr BERRAG Mohamed</b>	Professeur	ESC Koléa	Rapporteur
<b>Dr DARGHOUM Mahfoud</b>	Professeur	ESC Koléa	Membre
<b>Dr KHOURI Nabil</b>	Maître de conférence -A-	Université d'Alger	Membre
<b>Dr BENAMOR Khaled</b>	Maître de conférence -A-	Université de Boumerdes	Membre
<b>Dr GUERACH Mohamed</b>	Maître de conférence -A-	Université de Blida 2	Membre

**14 février 2018**

---

## **Remerciements**

*Ce travail de recherche n'aurait pas vu le jour sans le soutien et le concours de plusieurs personnes, dont les efforts ne sauraient être estimés à leur juste valeur, et auxquelles je voudrais exprimer ici ma gratitude et leur adresser mes sincères remerciements.*

*Je tiens particulièrement à exprimer ma profonde gratitude à mon directeur de recherche, Prof. BERRAG Mohamed, Professeur à l'Ecole Supérieure de Commerce, qui a marqué de ses empreintes, non seulement le présent travail, mais pratiquement tous mon parcours de recherche.*

*Il me plaît également d'exprimer ma gratitude aux responsables des organismes de capital-investissement dont le soutien et la contribution ont dépassé le simple cadre institutionnel.*



A

*mes parents,  
ma femme et mes enfants.*

## Table des Matières

<b>Table des Matières</b> .....	<b>I</b>
<b>Liste des Tableaux</b> .....	<b>IV</b>
<b>Liste des Figures</b> .....	<b>V</b>
<b>Liste des Annexes</b> .....	<b>VI</b>
<b>Liste des Abréviations</b> .....	<b>VI</b>
<b>Résumé</b> .....	<b>IX</b>
<b>INTRODUCTION GENERALE</b> .....	<b>A</b>
<b>CHAPITRE I: CARACTERISTIQUES DU FINANCEMENT PAR CAPITAL- INVESTISSEMENT</b> .....	<b>1</b>
Section 1 : Financement et systèmes financiers .....	2
Sous-section 1. Définition et rôle du système financier .....	2
1. Définition du système financier .....	2
2. Rôle du système financier .....	3
Sous-section 2. Alternatives de financement des entreprises .....	5
1. Les sources traditionnelles de financement .....	5
2. Le financement direct sur les marchés boursiers .....	7
Sous-section 3. Choix des modes de financement .....	9
1. Le paradigme néoclassique .....	9
2. La théorie de l'arbitrage ( <i>trade-off</i> ) .....	9
3. La théorie hiérarchique ( <i>pecking order</i> ) .....	10
4. La théorie des contrats .....	10
5. La théorie du timing du marché ( <i>market timing</i> ) .....	11
Section 2 : Nature et évolution du capital-investissement .....	11
Sous-section 1. Nature du capital-investissement .....	11
1. Diversité des définitions du capital-investissement .....	11
2. Caractéristiques du capital-investissement .....	13
3. Approches de séparation entre capital-risque et capital-investissement .....	16
4. Capital-investissement et autres formes de finance .....	16
Sous-section 2. Emergence du capital-investissement .....	32
1. Origines de l'activité .....	32
2. Émergence du capital risque aux Etats-Unis d'Amérique .....	33
3. La diffusion du capital-risque en Europe .....	36
4. L'avantage du Royaume-Uni .....	38
5. Le capital-investissement français .....	39
Conclusion du chapitre un .....	40
<b>CHAPITRE II: STRUCTURE ET FONCTIONNEMENT DU CAPITAL- INVESTISSEMENT</b> .....	<b>41</b>
Section 1 : Typologie du capital-investissement .....	42
Sous-section 1. Origine des fonds .....	42
1. Capital-investissement institutionnel .....	42
2. Capital-investissement industriel ( <i>corporate venture capital</i> ) .....	43
3. Capital-investissement informel .....	43
4. Comparaison entre les trois sources de capital-investissement .....	44
Sous-section 2. Nature de l'entreprise cible et capital-investissement .....	45
1. Cycle de vie de l'entreprise .....	45
2. Phases de développement d'une entreprise .....	46
3. Compartiments du marché du capital-investissement .....	47
Section 2 : Métiers du capital-investissement .....	51
Sous-section 1. Cycle de financement des entreprises .....	51

Sous-section 2. Segmentation des métiers de capital-investissement -----	53
1. Le capital-risque stricto sensu-----	53
2. Le capital-développement -----	58
3. Le capital-transmission/reprise -----	59
4. Le capital-retournement-----	63
Sous-section 3. Autres interventions du capital-investissement-----	64
1. Innovations du capital-investissement -----	64
2. Private Investment in Public Equity (PIPE)-----	65
3. Public-to-private -----	66
4. Instruments quasi-fonds propres -----	66
5. Interaction entre les fonds de couverture et le capital-investissement -----	66
Section 3 : Les intervenants sur le marché de capital-investissement -----	66
Sous-section 1. Le fonds de capital-investissement-----	67
1. Structure du Fonds de capital-investissement-----	67
2. Typologie des Fonds de capital-investissement -----	69
3. Structures des organismes de capital-investissement -----	70
Sous-section 2. Les partenaires de la relation de financement -----	72
1. Les sociétés de gestion des fonds de capital-investissement -----	72
2. Les investisseurs -----	75
3. Les entreprises-----	78
Sous-section 3. Les banques et autres agents et conseillers-----	78
Conclusion du chapitre deux -----	81
<b>CHAPITRE III : PRATIQUES DU FINANCEMENT PAR CAPITAL- INVESTISSEMENT -----</b>	<b>82</b>
Section 1 : Processus de financement par capital-investissement-----	83
Sous-section 1. Cycle de vie d'un fonds de capital-investissement -----	83
Sous-section 2. Segmentation du cycle de vie d'un fonds de capital-investissement-----	85
1. Levée des fonds -----	85
2. Investissement-----	87
3. Suivi et pilotage -----	100
4. Sortie-----	103
Section 2 : Instruments et pratiques du capital-investissement-----	112
Sous-section 1. Relation de financement par capital-investissement-----	112
1. Le capital-investissement et la gouvernance d'entreprises -----	112
2. Problèmes d'agence -----	113
3. Mécanismes de gouvernance des conflits d'intérêts -----	121
Sous-section 2. <i>Business plan</i> et <i>due diligence</i> -----	124
1. Le <i>business plan</i> -----	124
2. <i>Due diligences</i> -----	126
Sous-section 3. Package contractuel -----	128
1. Objet du Package contractuel -----	128
2. La <i>term sheet</i> -----	128
3. Le pacte d'actionnaires-----	129
4. Instruments financiers -----	131
Conclusion du chapitre trois-----	136
<b>CHAPITRE IV : L'INVESTISSEMENT EN CAPITAL EN DROIT ALGERIEN</b>	<b>137</b>
Section 1. Encadrement administratif de l'investissement en Algérie -----	138
Sous-section 1. Evolution du cadre législatif de l'investissement -----	138
Sous-section 2. Structures d'encadrement de l'investissement en Algérie -----	140
1. Le conseil National d'Investissement (CNI)-----	140
2. L'agence Nationale de développement de l'investissement (ANDI)-----	141

3. Le guichet unique décentralisé (GUD) -----	144
4. L'agence nationale de soutien à l'emploi des jeunes (ANSEJ) -----	145
5. L'agence nationale de gestion du micro-crédit (ANGEM) -----	146
Section 2. Structures financières de facilitation de l'investissement -----	147
Sous-section 1. Fonds publics de soutien à l'investissement -----	147
1. Fonds d'appui à l'investissement -----	147
2. Le fonds de soutien à l'investissement pour l'emploi -----	148
3. Le Fonds National d'Investissement -----	151
4. Les fonds d'investissement de wilaya -----	153
5. Organismes de garantie des crédits -----	154
Sous-section 2. Le capital-investissement comme instrument de facilitation -----	158
1. La société de capital-investissement (SCI) -----	158
2. La société de gestion de fonds d'investissement (SGF) -----	162
Section 3. Nouvelle loi sur la promotion de l'investissement -----	166
Sous-section 1. Axes et régimes fiscaux de la nouvelle loi sur l'investissement ----	166
1. Axes de la nouvelle loi sur l'investissement -----	166
2. Régimes fiscaux applicables à l'investissement -----	166
Sous-section 2. Dispositions structurantes de l'investissement -----	169
1. Liberté d'investissement -----	170
2. Investissement étranger -----	171
Conclusion du chapitre quatre -----	175
<b>CHAPITRE V : LA PRATIQUE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN ALGERIE</b>	<b>176</b>
-----	-----
Section 1. Le marché de capital-investissement en Algérie -----	177
Sous-section 1. Cartographie des organismes de capital-investissement en Algérie	177
1. Organismes installés en Algérie -----	177
2. Organismes multinationaux -----	188
Sous-section 2. Attractivité du marché algérien -----	192
1. Notion d'attractivité de l'investissement -----	192
2. Appréciation du climat des affaires en Algérie -----	193
3. Attractivité du marché de capital-investissement -----	204
Section 2. Facteurs déterminants de la dynamique du CI en Algérie -----	210
Sous-section 1. Modèle d'investissement des professionnels sur le marché algérien	210
1. Eléments de l'enquête auprès des organismes de capital-investissement -----	210
2. Descriptif de la population -----	216
3. Processus d'investissement -----	223
Sous-section 2. Facteurs de réticence intrinsèques au marché algérien -----	232
1. Les facteurs de réticence vis-à-vis du capital-investissement -----	232
2. Facteurs d'entrave au capital-investissement -----	235
Sous-section 3. Modèle de développement du capital-investissement en Algérie ---	241
1. Un écosystème pour le capital-investissement en Algérie -----	241
2. Facteurs macroéconomiques et institutionnels -----	242
3. Facteurs entrepreneuriaux et culturels -----	243
4. Politiques publiques -----	245
Conclusion du chapitre cinq -----	248
<b>CONCLUSION GENERALE -----</b>	<b>249</b>
<b>Bibliographie -----</b>	<b>257</b>
<b>Liste des Annexes -----</b>	<b>a</b>

## Liste des Tableaux

Numéro	Titre	Page
01	Finance d'entreprise et finance managériale	17
02	différences clés entre trois fonds d'investissement	19
03	Pratiques clés du financement par capital-risque au vue de la Charia	30
04	Capital-risque conventionnel et Capital-risque islamique	31
05	Volume des transactions de capital-investissement aux Etats-Unis d'Amérique	35
06	Les investissements en private equity et venture capital en Europe	37
07	Caractéristiques des catégories de capital-investisseurs	44
08	Caractéristiques des quatre paramètres par stade de développement	48
09	Financement d'amorçage	55
10	Financement de démarrage	66
11	Financement de la première croissance	57
12	Financement de la croissance	59
13	Financement de transmission/reprise	60
14	Financement de retournement	63
15	Processus décisionnel des investisseurs en capital.	88
16	Exemple de critères d'investissement des investisseurs	96
17	Critères d'investissement des capital-investisseurs	98
18	Objectifs divergents entre investisseur et entrepreneur	100
19	Clauses organisant la sortie du capital	105
20	Facteurs de sortie industrielle	120
21	Relations Principal à Agent en capital-investissement	115
22	Les informations du business plan	124
23	Check-list de la due diligence	127
24	Clause de contrôle	130
25	Clause d'organisation du pouvoir des minoritaires	131
26	Evolution du volume de projets APSI	142
27	Bilan des participations du FNI depuis sa création (millions de DA)	152
28	Répartition des fonds de wilaya par organisme de gestion	154
29	Evolution du portefeuille de la CGCI par nature d'investissement	157
30	Activité de participation de la FINALEP	178
31	Activité de participation d'EDI	180
32	Engagements pris par la SOFINANCE	182
33	Liste des fonds régionaux de CI gérés par Africinvest (fin 2016)	183
34	Prises de participation du groupe Africinvest en Algérie	185
35	Investissements ASICOM en Algérie	187
36	Portefeuille Swicorp en Algérie	189
37	Portefeuille ECP en Algérie	190
38	Portefeuille MCP en Algérie	190
39	Classement de l'économie algérienne sur l'échelle Doing Business	195

40	Scores GCI de la région Maghreb (2009-2015)	200
41	Scores élémentaires de la profondeur des marchés financiers (2016)	208
42	Organismes participants à l'enquête	211
43	Critères de sélection ex-ante des capital-investisseurs	213
44	Forme de propriété des organismes interrogés	216
45	Forme de propriété des organismes interrogés	216
46	Notes de pertinence du business plan	224
47	Statistiques de la pertinence des facteurs humains	225
48	Pertinence des facteurs relatifs au marché de l'entreprise	226
49	Pertinence des caractéristiques financière du projet	226

### Liste des Figures

Numéro	Titre	Page
01	Diagramme de flux des capitaux	4
02	Portefeuille institutionnel type	18
03	Total des actifs de la finance islamique (2012)	22
04	Total des actifs des fonds islamiques (2012)	23
05	La gestion des fonds d'investissements islamiques	28
06	Processus d'investissement conforme à la Charia	29
07	Capitaux sous gestion, Marché Américain	35
08	Evolution annuelle de l'activité de Capital-Investissement en Europe	38
09	Cycle de vie des entreprises	45
10	Financement des phases de développement	49
11	Cycle de vie d'entreprise et métiers du capital-investissement	50
12	Cycle de financement des projets innovants	52
13	Principaux montages d'un LBO	62
14	Evolution innovatrice du capital-investissement	65
15	Structure d'un fonds typique de capital-investissement	68
16	Structure de capital d'un fonds à l'étape de création	73
17	Investisseurs en capital-investissement par type (2002-2006)	76
18	Conseillers pour une transaction à effet de levier	79
19	Cycle de vie d'un fonds de capital-investissement	84
20	Levées de fonds mondiales (2000-2012).	87
21	Modèle de Fried & Hisrich	89
22	Règle de filtrage des propositions d'investissement	91
23	Risque durant les phases de développement	102
24	Sorties en montants des sociétés soutenues par capital-risque	107
25	Relations Principal $\leftrightarrow$ Agent en capital-investissement	114
26	Structure de capital et valeur d'entreprise	120
27	Mécanismes de mitigation du risque	121
28	Distribution des participations Africinvest en Maghreb	186
29	Evolution du classement de l'Algérie sur l'échelle Doing Business	196

30	Evolution du classement par critère entre de 2007 à 2016.	196
31	Classement des pays maghrébins entre (2007 & 2016)	197
32	Région MENA selon l'environnement juridique par pays	197
33	Score DTF sur les dix critères de classement Doing Business de 2016	198
34	Evolution du classement de l'Algérie sur le GCI	199
35	Evolutions des positions par vecteur des fondamentaux	201
36	Facteurs problématiques à la conduite des affaires en Algérie	201
37	Score du développement des marchés de capitaux	202
38	Classement relatif des marchés MENA sur la période 2011-2016	207
39	Score de l'indice des quatre marchés en 2016	207
40	Score par facteur des quatre marchés en 2016	208
41	Levée de fonds – MENA vs Afrique subsaharienne	218
42	Secteurs d'activité par niveau de préférence	219
43	Préférence par secteur selon la forme de propriété	220
44	Préférences par taille d'entreprise	220
45	Préférences par stade de développement	221
46	Préférence relative des voies de sortie	227
47	Scores moyen des stratégies de création de valeur	229
48	Mécanismes de gouvernance préférés (fréquences positives)	230
49	Pertinence moyenne des facteurs subjectifs	232
50	Pertinence moyenne des facteurs objectifs	233
51	Score moyen des facteurs d'entrave	235
52	Facteurs macroéconomiques et institutionnels	242
53	Facteurs déterminants de l'industrie du capital-investissement	244

### Liste des Annexes

Numéro	Titre	Page
01	Demande de participation à une enquête de recherche	a
02	Questionnaire de recherche	b-g
03	Résultats du questionnaire	h-j
04	Statistiques des données du questionnaire	k-j

### Liste des Abréviations

AAOIFI	<i>Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions</i>
AFCA	<i>African Venture Capital Association</i>
AFIC	<i>Association Française des Investisseurs en Capital</i>
ANDI	<i>Agence Nationale de Développement de l'Investissement</i>
ANGEM	Agence nationale de gestion du micro-crédit
ANIREF	Agence Nationale d'Intermédiation et de Régulation Foncière
ANSEJ	Agence Nationale de Soutien à l'Emploi de Jeunes
APSI	Agence de promotion, de soutien et de suivi des investissements
ARD	<i>American Research and Development</i>

BAD	Banque Algérienne de Développement
BDL	Banque de Développement Local
BEA	Banque Extérieure d'Algérie
BNA	Banque Nationale Algérienne
BTPH	Bâtiment et travaux publics et hydrauliques
BVCA	<i>British Venture Capital Association</i>
CALPIREF	Comités d'Assistance à la Localisation et à la Promotion des Investissements et de la Régulation du Foncier
CGCI	caisse de garantie du crédit d'investissement
CI	<i>Capital-Investissement</i>
CNEP	Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance
CNES	Conseil National Economique et Social
CNI	<i>Conseil National d'Investissement</i>
COSOB	Commission d'organisation et de surveillance des opérations en bourse
CPA	Crédit Populaire d'Algérie
CRC	Capital-risque conventionnel
CREAD	Centre de recherches économiques appliquées au développement
CRI	Capital-risque islamique
D	<i>Debt</i>
DTF	Distance to Frontier
E	<i>Equity</i>
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EPE	Entreprises Publiques Economiques
EVCA	<i>European Venture Capital Association</i>
FCPR	<i>Fonds Commun de Placement à Risque</i>
FGAR	Fonds de Garantie des Crédits aux PME
FNI	Fonds national d'investissement
FSIE	Fonds de soutien à l'investissement pour l'emploi
GCI	Global Competitiveness Index
GP	General Partner
GUD	<i>Guichet Unique Décentralisé</i>
IBS	Impôt sur les bénéfices des sociétés
IDE	Investissement direct étranger
IOB	Intermédiaire en opérations de bourse
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
IRR	<i>Internal Rate of Return</i>
LBO	Leveraged Buy-Out
LBU	<i>Leveraged Build Up</i>
LMBI	<i>Leveraged Management Buy-In</i>
LMBO	<i>Leveraged Management Buy-Out</i>
LP	Limited Partner
MBI	<i>Management Buy-In</i>
MBO	<i>Management Buy-Out</i>
MENA	Middle East and North Africa
MENAPEA	<i>Middle East and North Africa Private Equity Association</i>

MIT	<i>Massachusetts Institute of Technology</i>
NTIC	Nouvelles Technologies de l'Information et de la communication
NVCA	<i>National Venture Capital Association</i>
OBSA	Obligation à bon de souscription d'action
OMC	l'organisation mondiale du commerce
ONS	Office nationale des statistiques
PIB	<i>Produit Intérieur Brut</i>
PIPE	<i>Private Investment in Public Equity</i>
PME	Petites et Moyennes Entreprises
PNUD	Programme des Nations-unies pour le développement
R&D	<i>Recherche et Développement</i>
SBA	<i>Small Business Administration</i>
SBIC	<i>Small Business Investment Companies</i>
SCI	Société de Capital-Investissement
SEC	Securities Exchange Commission
SGF	société de gestion de fonds
SICAV	société d'investissement à capital variable
SPA	Société par actions
SVT	spécialistes en valeurs du Trésor
TAP	Taxe sur l'activité professionnelle
TIC	Technologies de l'Information et de la communication
TPE	Très petites entreprises
TRI	Taux de Rendement Interne
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UNCTAD	United nations commission for trade and development
USP	Unique Selling Proposition
VAN	Valeur Actuelle Nette
WEF	World Economic Forum

## Résumé

La présente recherche s'inscrit dans le courant de la littérature qui tente de proposer une adaptation du modèle universel de mise en place d'un écosystème favorable au développement d'une industrie intégrée de capital-investissement. Ce mode d'intermédiation financière spécifique, de par ses logiques d'investissement et de financement singulières, est présenté au niveau des trois premiers chapitres afin d'en élaborer une conception globale du métier de capital-investissement et sa contribution potentielle au financement des entreprises. Suivant une approche systémique, les deux derniers chapitres analysent une série de facteurs pouvant être déterminants de l'attitude des entreprises algériennes vis-à-vis du capital-investissement d'une part, et d'autre part, dans le processus de promotion de ce mode de financement complémentaire au sein du système financier algérien. La pertinence de ces facteurs est appréciée par les dirigeants des organismes financiers pratiquant le métier de capital-investissement sur le marché algérien, ce qui permet de proposer une schématisation d'un écosystème propice au développement de ce secteur tout en insistant sur l'enchaînement logique des réformes à entreprendre pour améliorer l'environnement d'investissement et de financement au sein de l'économie algérienne.

**Mots-clés :** capital-investissement, financement, attractivité, entrepreneuriat, culture.

## ملخص:

يندرج هذا البحث ضمن الأدبيات التي تحاول اقتراح تعديل للنموذج العالمي الخاص بإنشاء نظام بيئي موات لتطوير صناعة متكاملة للرأسمال الاستثماري. يتم عرض هذا النموذج الخاص من نماذج الوساطة المالية، استنادا إلى منطقة الاستثماري والتمويلي المتميزين، في الفصول الثلاثة الأولى من أجل وضع تصور شامل لنشاط الرأسمال الاستثماري ومساهمته الممكنة في تمويل المؤسسات. وابتداء من نهج نظمي، يتم على مستوى الفصلين الأخيرين تحليل سلسلة من العوامل التي يمكن أن تكون محددة لموقف المؤسسات الجزائرية تجاه الرأسمال الاستثماري من جهة، ومن جهة أخرى حاسمة في مسار تعزيز هذا الأسلوب التكميلي للتمويل ضمن النظام المالي الجزائري. وقد تم تقييم أهمية هذه العوامل من قبل مسيري المؤسسات المالية التي تمارس نشاط الرأسمال الاستثماري في السوق الجزائرية، مما سمح باقتراح نمذجة لنظام بيئي ملائم لتطوير هذا القطاع مع الإصرار على التسلسل المنطقي في الإصلاحات الواجب اعتمادها لتحسين بيئة الاستثمار والتمويل في الاقتصاد الجزائري.

**كلمات البحث:** الرأسمال الاستثماري، التمويل، الجاذبية، المقاولاتية، الثقافة.

### Abstract

This research is part of the literature that attempts to propose an adaptation of the universal model of setting up an ecosystem favorable to the development of an integrated private equity industry. This specific form of financial intermediation, based on its unique investment and financing rationale, is presented in the first three chapters in order to develop an overall conception of the private equity business and its potential contribution to corporate financing. Following a systemic approach, the last two chapters analyze a series of factors that can be determinant of the attitude of Algerian companies towards private equity on one hand, and on the other hand in the process of promoting this complementary financing mode within the Algerian financial system. The relevance of these factors is appreciated by the managers of the financial institutions practicing the private equity business in the Algerian market, which helped to propose a schematization of an ecosystem conducive to the development of this sector while insisting on the logical sequence of reforms to be undertaken to improve the investment and financing environment in the Algerian economy.

**Keywords :** Private equity, financing, attractiveness, entrepreneurship, culture.

---

## INTRODUCTION GENERALE

D'un point de vue macroéconomique, les entreprises représentent au sein d'une économie un agent à besoin de ressources financières dans la mesure où elles dépensent, en moyenne, plus qu'elle n'encaissent, et se voient ainsi constamment obligées de recourir à d'autres agents dits à capacité de financement, afin qu'elles puissent pallier le manque de financement qu'elles éprouvent, particulièrement lorsqu'il s'agit de se lancer dans des projets nécessitant des montants qui dépassent largement les ressources internes de l'entreprise.

Le premier problème rencontré dans ce circuit réside dans la possibilité qu'un échange ait effectivement lieu entre les agents à capacité d'épargne et les agents à besoin de financement. En effet, pour que le mécanisme du marché fonctionne, il faut non seulement que l'offre et la demande d'un bien existent, mais aussi que les agents aient envie de procéder à l'échange. Or, les agents à capacité d'épargne présentent une profonde aversion pour le risque. Dès lors, l'essentiel des ressources dégagées par ce type d'agents se trouve dans des comptes d'épargne où l'argent est immédiatement disponible. En face, les agents à besoin de financement, les entreprises en l'occurrence, souhaitent trouver des financements à moyen et long terme pour financer leur développement.

Cette divergence en termes de préférences de ces deux pôles rend l'échange effectif quelque peu problématique, et procure une justification plausible pour l'existence d'un système financier qui désigne l'ensemble des moyens, mécanismes et institutions qui font à ce que les capacités de financement des agents excédentaires vont venir couvrir les besoins de financement des agents déficitaires.

Suivant que le transfert se réalise par l'intervention d'un processus d'intermédiation financière et l'établissement de relations bilatérales individualisées entre les banques et leur clients, ou simplement directement sans avoir besoin de passer par un tel processus, on dit que l'économie concernée est de type d'endettement ou de marchés financiers. Il ne s'agit, en effet, que d'une classification conceptuelle, car aucune des économies concrètes ne présente les caractéristiques de l'un ou de l'autre système, elles adoptent néanmoins des combinaisons de ces deux modes extrêmes de financement. Quoiqu'il en soit, l'accès des entreprises en quête de fonds aux différents circuits de financement n'est pas libre et nécessite un arbitrage entre les avantages et inconvénients de chacun des modes de financements accessibles.

Même en présence d'un marché financier opérationnel, ce mode de financement, pris isolément, ne favorise pas la création d'entreprises puisqu'il n'est accessible que pour les entreprises éligibles à une cotation boursière suivant une liste de conditions qui excluent, dans la plupart des cas, les petites et moyennes entreprises et, encore plus, les projets de création de nouvelles entreprises. Ainsi, pour être acceptée à une cotation sur le marché principal de la bourse d'Alger par exemple, une société doit avoir un capital social minimum de 500 millions de dinars avec au moins trois années d'exercices clôturées dont le dernier étant bénéficiaire.

En l'absence d'un marché boursier actif, les entreprises se trouvent dans l'obligation de recourir au financement bancaire qui, à l'instar du financement direct, est octroyé sous certaines conditions dont l'évaluation relève des seules compétences des banques prêteuses. Ainsi, la décision de financer une entreprise n'est pas systématique et n'est prise par la banque qu'après une analyse minutieuse de ses perspectives de réussite dans les projets pour lesquels elle cherche un financement. Par conséquent, sous l'effet d'une

politique très sélective et des règles prudentielles dans la gestion de crédit, les entreprises ne sont rarement aussi éligibles sur le moyen ou le long terme que sur le court terme (crédits de trésorerie, de fonctionnement...etc.). Ces mesures et conditions d'octroi du crédit sont de nature à exclure une bonne partie des petites et moyennes entreprises en besoins de financements nécessaires aussi bien au lancement qu'à la croissance de leurs activités.

En plus de cette catégorie d'entreprises hautement risquées du point de vue de la banque, les grandes entreprises avec un taux d'endettement élevé risquent, sous l'effet des règles prudentielles, de ne plus avoir accès au financement bancaire et se trouvent ainsi dans l'obligation de se priver d'entrer dans des projets à fort potentiel de réussite. De plus, face à une telle rigidité du côté des banques conjuguée à une politique de contrôles bancaires permanents, les grandes entreprises optent souvent pour la création de marchés de financement internes, quoiqu'onéreux et peu flexible, leur permettant de réjouir d'une certaine autonomie de financement tout en se maintenant à l'abri des pratiques de contrôles interventionnistes des banques.

Outre ces deux modes de financement externes, les économies mondiales abritent très souvent d'autres formes de financement permettant de contourner les restrictions d'accès à l'un ou l'autre des modes classiques de financement. Il s'agit notamment, dans certaines économies, du développement d'un secteur de finance non cotée qui se charge de procurer des fonds en dehors des circuits de la finance de marché ou de crédit, le capital-investissement en l'occurrence.

Etant un financement externe non coté, le capital-investissement, qu'il soit financier ou industriel, se présente comme une alternative de financement à travers les différents cycles de réalisations des projets. Ce mode, dans son acception large, rassemble les activités par lesquelles des investisseurs apportent des capitaux propres à des entreprises non cotées en bourse, l'opposant ainsi au capital coté (*public equity*).

Le recours au capital-investissement peut répondre à des besoins variés d'une entreprise : créer une entreprise, développer de nouveaux produits ou de nouvelles technologies, financer des acquisitions ou renforcer le bilan d'une société. Ce type de financement peut être également mobilisé par le propriétaire d'une entreprise pour résoudre des problèmes de caractère patrimonial : permettre la réalisation d'une succession dans le cas d'entreprises familiales ou permettre à une équipe de dirigeants, internes ou externes à l'entreprise, d'en prendre le contrôle ou d'acquérir une division de l'entreprise (*Buy-In/Buy-Out*).

C'est dans le cadre de ces conceptions que la présente recherche traite de la thématique du financement en fonds propres réalisé en dehors des marchés financiers organisés. Il s'agit d'examiner l'organisation, le fonctionnement et la contribution éventuelle d'une telle industrie dans la tâche de mobilisation des ressources financières, locales et étrangères, pour les mettre au service de l'investissement et, par ricochet, booster le développement économique dans un contexte plus ou moins particulier. Le caractère de particularité tient essentiellement aux choix opérés à l'égard de l'unité d'analyse constituant le lien entre les différents acteurs qui représentent les pôles de ce cadre d'analyse. Dans cette perspective, la thématique traitée tient compte d'une multitude d'acteurs prenant part dans le processus de mise en place et de l'achèvement du processus analysé.

A cela s'ajoute toutefois le caractère très particulier dans lequel l'unité d'analyse de cette recherche, le financement privé risqué en l'occurrence, sera approchée. Il s'agit bien d'une économie avec un système financier à composante bancaire dominante, abritant un

---

marché financier jusque-là jugé embryonnaire dans un environnement de transition vers une économie axée sur le marché, sans pour autant négliger la dimension particulière que se réserve un climat sociopolitique et culturel comme celui de l'Algérie.

### IMPORTANCE DU SUJET

L'importance du sujet traité par la présente recherche s'aperçoit très vite dès qu'apparaît la pertinence de l'étude portant sur l'industrie du capital-investissement comme source de financement alternative des entreprises avec les horizons susceptibles de s'ouvrir, non seulement pour les intervenants dans ce processus, mais également pour le développement économique et le mieux-être social en général.

Cela dit, le processus de financement par capital-investissement est avant tout une opération d'une importance majeure qui met en relation plusieurs catégories d'intervenants ayant chacun des objectifs dont la satisfaction conjointe conditionne l'évolution de l'activité d'investissement comme moteur du développement économique et de création de valeur. On en cite, parmi bien d'autres intervenants, les sociétés en quête de ressources financières tout au long de leur cycle de vie, les professions financières à la recherche d'alternatives d'investissement, les investisseurs privés disposant de ressources à la recherche d'opportunités d'investissement qui répondent à leurs différentes aspirations et préférences.

De plus, les problématiques relatives à la création et au financement des petites et moyennes entreprises (PME) sont d'un intérêt crucial et de plus en plus grandissant à l'échelle nationale et internationale. En effet, cette forme d'organisation d'entreprises est incontestablement la plus répandue dans le monde. La sollicitude croissante accordée à cette structure provient aussi du fait que les PME contribuent de manière substantielle au développement de l'emploi, à la création des richesses et, par voie de conséquence, à la stabilité et au mieux-être social. Dans cette perspective, le capital-investissement, dans son rôle de financement de l'innovation et du développement, procure non seulement les ressources financières nécessaires à la création et au lancement des activités innovatrices, mais contribue également significativement à l'accompagnement des entreprises ainsi créées et investies.

De par les caractéristiques de son activité, l'industrie du capital-investissement s'offre comme un canal complémentaire permettant de drainer une bonne partie de l'épargne qui, dans des économies comme celle de l'Algérie, reste considérablement détenue en dehors du circuit du développement de l'activité économique nationale. Or, l'absence d'opportunités réelles d'investissement incite les épargnants à thésauriser ou déposer leurs excédents auprès des banques commerciales qui, dans le cadre de la politique monétaire, sont tenues de respecter une certaine réglementation prudentielle les incitant à pratiquer une politique de rationnement susceptible d'exclure beaucoup d'entreprises et, ainsi, d'opportunités d'investissement vitales pour fructifier l'épargne publique. En plus, bon nombre d'investisseurs privés en possession de fonds en quête d'opportunités d'investissement se trouvent réticents d'investir leurs fonds sous forme de placements garantis auprès des banques de dépôts, une pratique jugée usuraire et, ainsi, religieusement prohibées.

Le sujet ainsi traité se trouve également être d'une importance majeure dès qu'il se propose d'intégrer dans son unité d'analyse la dimension d'information et les débats d'actualité qui en découlent dans un effort continu en vue de limiter le double problème d'agence caractérisant cette relation de financement, en l'occurrence, la sélection adverse *ex-ante* et l'aléa moral *ex-poste*. En effet, l'expertise et la recherche d'information étant couteuses sur le marché, ce dernier, caractérisé par un actionnariat dispersé, se trouve

victime d'un déficit d'information qui écarte le cours de la valeur réelle de l'investissement et le désoriente ainsi. De plus, le régime de gouvernance d'entreprises, ex post, reposant exclusivement sur les marchés se heurte au dilemme de dispersion de l'actionnariat qui limite l'activisme actionnarial et contribue à une valorisation inadaptée tout en favorisant la discrétion managériale. Dans cette perspective, le capital-investissement se présente comme un régime de gouvernance d'entreprises complémentaire à celui des marchés.

Bon nombre de spécialistes présagent que la crise des marchés financiers entrainera globalement un renforcement très significatif de ce type de financement de l'économie, jusqu'à lui donner un rôle majeur dans la restructuration du tissu productif des économies mondiales. Sur le plan national, après une sorte d'échappée à la crise de 2008 ayant secoué la plupart des places internationales vue principalement son niveau réduit d'ouverture à l'économie mondiale, l'économie algérienne connaît depuis quelques années déjà une situation de plus en plus difficile suite à la chute des prix des hydrocarbures sur les marchés internationaux, réduisant de plus de la moitié ces recettes pétrolières et, par conséquent, ses capacités de financement des programmes de développement déjà en cours. Cette situation étant structurelle pour l'économie algérienne, les pouvoirs publics sont contraints de mettre en place et de promouvoir d'autres modèles de développement axés, prioritairement, sur une optique de diversification de l'économie nationale, jusqu'à présent uni-sectorielle, et des sources de financement de son développement.

#### **PROBLEMATIQUE ET HYPOTHESES DE LA RECHERCHE**

Après avoir présenté l'importance qu'à le sujet du financement par capital-investissement des entreprises, il s'agit maintenant de définir le problème central de cette recherche. Ainsi, la présente recherche s'efforce à répondre principalement à la question suivante :

Quels sont les facteurs déterminants susceptibles de faciliter ou d'entraver le développement d'une industrie de capital-investissement pour le financement des entreprises au sein de l'économie algérienne ?

La principale question de recherche et l'ensemble des éclaircissements y attachés ci-dessus engendrent des sous-questions dont certaines nécessitent une investigation empirique. Ces sous-questions peuvent être résumées comme suit :

- Est-ce qu'il y a des raisons objectives plaidant pour la création d'une industrie de capital-investissement au sein des systèmes financiers ?
- Comment le financement par capital-investissement est-il traité par la littérature économique et financière ?
- Quelle structure doit-on mettre en place en termes d'acteurs, mécanismes et cadre réglementaire pour l'activité de capital-investissement ?
- Quels sont les montages et processus de fonctionnement à adapter aux différents segments potentiellement accessibles pour un financement par capital-investissement ?
- L'industrie du capital-investissement est-elle adaptée aux environnements socioculturels des communautés musulmanes ?
- Quelles motivations et quelles réticences auraient-elles les entreprises algériennes vis-à-vis d'un financement par capital-investissement ?
- Quels sont les facteurs clés pour la mise en place et le développement d'une industrie de capital-investissement au sein de l'économie algérienne ?

Les hypothèses retenues pour le problème central et les questions partielles qui en

---

découlement peuvent être présentées comme suit :

- La mise en place d'une industrie de capital-investissement en mesure de contribuer au financement des entreprises algériennes passe nécessairement par la conception d'un environnement intégré favorable à la nature de cette activité et aux pratiques des organismes spécialisés en ce métier. Les fondements de cet écosystème seront les fondamentaux de l'économie nationale et la diffusion de la pratique auprès des entrepreneurs et chefs d'entreprises.
  - L'activité de financement par capital-investissement se fonde sur des cadres réglementaires, organisationnels et fonctionnels particuliers. Ces cadres tiennent comptes du caractère spécifique des relations à mettre en place en fonction du cycle d'intervention de ce financement dans l'entreprise. De par la diversité de ses cibles au sein de l'économie, le capital-investissement peut lancer et accompagner l'activité économique.
  - La création d'une activité organisée de capital-investissement répond à des besoins concrets en matière de mécanismes susceptibles de drainer efficacement les ressources financières de l'économie et les mettre au service de l'investissement créateur de valeur.
  - La littérature économique et financière traite souvent des aspects particuliers relevant du cadre contractuel à ficeler pour gérer au mieux le caractère asymétrique de l'information sur laquelle se fondent les décisions des différents intervenants dans une telle relation de financement.
  - L'industrie du capital-investissement regroupe un ensemble d'acteurs dont l'interaction permet de canaliser les fonds vers l'investissement. Cette interaction nécessite, en plus de la conception d'un cadre réglementaire et institutionnel adapté, la création de fonds dont l'objectif est d'attirer et canaliser l'épargne à la recherche d'opportunités d'investissement. Cette dernière tâche étant à la charge d'institutions professionnelles spécialisées dans la prospection, la réalisation et le suivi des projets et des entreprises faisant l'objet d'un financement par capital-investissement.
  - En fonction du cycle auquel intervient le capital-investisseur, plusieurs variantes des relations et interactions peuvent exister, ce qui requière l'adaptation des montages contractuels qui tiennent compte des spécificités propres à chaque intervention.
  - Les communautés musulmanes considèrent l'intermédiation bancaire traditionnelle de placement-endettement comme une activité usuraire religieusement prohibée. Le financement par capital-investissement est, bien au contraire, hautement prôné, du moins en se référant à ses principes fondateurs, du moment qu'il implique aussi bien l'entreprise que le capital-investisseur dans le risque inhérent à l'activité d'investissement faisant l'objet d'un tel financement, dans le cadre d'un contrat de partage des profits et pertes qui peuvent en découler.
  - Le capital-investissement étant une source alternative de financement, les entreprises algériennes pourraient s'en servir pour compléter le manque de ressources viables nécessaires à leur développement, et ce dans une approche de coûts-avantages
-

soigneusement évaluée.

- Les pouvoirs publics en Algérie, face à une pénurie structurelle de ressources financières induite par la crise du pétrole, sont contraints de soutenir le développement du capital-investissement, dans un effort de diversification de l'économie nationale et des sources de son financement, inéluctablement à travers l'amélioration de l'environnement d'investissement et de l'image de marque de l'économie algérienne et son attractivité pour les investisseurs aussi bien nationaux qu'étrangers.
- Le développement d'une industrie de capital-investissement, comme composante essentielle du système financier et économique d'un pays, est tributaire non seulement d'aspects techniques et pratiques inhérents au métier de capital-investissement, mais plutôt et surtout de l'environnement socioéconomique dans lequel ce mode aussi bien de financement que d'investissement est appelé à contribuer au développement économique. Ainsi, la qualité des environnements macroéconomique, institutionnel, juridique, financier et culturel sont autant de dimensions devant être mises à niveau en vue de promouvoir l'acte d'entreprise et son financement au sein de l'économie algérienne et d'améliorer attractivité et compétitivité vis-à-vis des économies régionales et mondiales.

#### REVUE CRITIQUE DE LA LITTÉRATURE

Le capital-investissement est traditionnellement défini comme l'investissement à moyen et long terme, réalisé temporairement par des investisseurs professionnels dans les fonds propres d'entreprises non cotées, en contrepartie, principalement, d'un gain en capital aléatoire réalisé à la cession de la participation, complété éventuellement par un rendement en dividendes distribués durant la période d'investissement.

Du point de vue de l'entreprise, le thème de financement est largement débattu et représente une part importante de la littérature qui traite du choix de la structure de capital des entreprises en combinant particulièrement endettement et capitaux propres (Modigliani & Miller (1958), Jensen & Meckling (1976), Ross (1977), Mayers & Majluf (1984), La Porta *et al.* (1998)). Pour les deux sources de financement traditionnelles, le capital-investissement peut être une composante importante du moment qu'il s'effectue aussi bien sous forme de capitaux propres exclusifs ou dans le cadre d'opérations de rachat à effet de levier dans lesquelles les repreneurs combinent capitaux propres et endettement pour financer le transfert du contrôle et de la propriété de l'entreprise.

La littérature sur le financement des entreprises s'intéresse également à ce genre de financement dans le cadre du débat spécifique sur les financements spéciaux destinés aux petites et moyennes entreprises (Berger & Udell (1998,2005)). Ce débat est davantage accentué étant donné que cette catégorie particulière d'entreprises se trouve souvent exclue des sources de financements traditionnelles, malgré son importance majeure dans la constitution des tissus économiques modernes. Dans cette perspective, le capital-investissement occupe une place privilégiée en visant, comme cible préférée des capital-risqueurs, les nouvelles entreprises à forts potentiels de croissance.

Du point de vue des investisseurs en fonds propres des entreprises, les débats se sont concentrés en grande partie sur l'aspect contractuel de la relation entre le capital-investisseur et l'entrepreneur de la firme financée (Berglof (1994), Hellmann (1998), Stromberg & Kaplan (2003)). Les problèmes liés à une asymétrie substantielle de l'information renvoient à des réflexions sur les mécanismes adéquats à mettre en place

---

pour bien sélectionner, ex-ante, les projets à soutenir et aligner, ex-post, les objectifs de l'entrepreneur financé avec ceux de l'investisseur. Ainsi, le capital-investissement est qualifié de mode de financement de l'innovation et de système alternatif de gouvernance des entreprises, et ce dans la mesure où il s'intéresse au financement permettant de concrétiser les idées innovatrices avec un activisme individuel ou syndiqué dans la gestion post-contractuelle des entreprises dites *en portefeuille*.

Des travaux de recherche ont évalué l'importance relative des différentes sources d'informations utilisées par les capital-investisseurs dans leur phase de sélection. Desbrières et Broye (2000) montrent que la plus importante pour cette phase du processus est le *business plan*, qui inclut les projections des entrepreneurs et présente la structuration technique, juridique, économique et financière du projet objet de l'évaluation. De plus, plusieurs études montrent que le capital humain des entreprises candidates à un investissement en capital (degré d'expertise, expérience, réputation, potentiel...) est un critère de sélection plus important que ceux relatifs aux marchés et aux produits de l'entreprise. Cette utilisation d'informations extracomptables varie en fonction du stade d'investissement : les capital-investisseurs intervenants dans les stades avancés retiennent d'abord la capacité d'absorption de la production par le marché alors que ceux intervenant en phase de démarrage privilégient les produits et la croissance de leurs marchés (Desbrières, 2001).

Beaucoup d'études se sont penchées en parallèle sur l'analyse de la performance des investissements réalisés dans un cadre plus large de capital non coté (Gompers & Lerner, 1998), Cochrane (2003)). Ces études ont tenté de mettre en évidence les caractéristiques de risque/rendement des investissements dans les sociétés non cotées et des prises de participation dans le capital d'entreprises privées.

La structure de l'industrie du capital-investissement, en tant que secteur du système financier, n'a pas fait l'objet d'études élaborées permettant de se référer à sa conception et logique de fonctionnement et, ainsi, disposer de moyens d'évaluation de son apport à l'activité économique à l'instar des autres secteurs organisés des systèmes financiers. Les études organisationnelles existantes sont menées pour des segments particuliers de cette industrie (Sahlman (1990), Jensen (1997), Gompers & Lerner (2001)).

Fenn et al.(1995) présente une vue générale du marché américain du capital-investissement avec un historique de l'évolution de ses différentes institutions et son cadre juridique. Cette étude constitue une référence pour les travaux postérieurs portant sur une comparaison des structures et mécanismes d'un tel secteur au sein d'autres économies (Plagge (2006)).

S'intéressant à l'essor réalisé par le capital-risque nord-américain, Paulré (2003) tente de sa part de mettre en lumière les mécanismes, les facteurs et les décisions aux travers desquels l'organisation actuelle de cette industrie, dans une approche auto-organisationnelle, s'est mise en place et stabilisée. Cette étude a permis de confirmer une critique fondamentale de la littérature faisant de cette activité un apanage pour les entreprises jeunes, voir en cours de création, relevant du secteur du *High-tech*.

## **METHODES ET PLAN DE RECHERCHE**

Après avoir défini l'objectif poursuivi par cette recherche et compte tenu de la spécificité de l'unité d'analyse y attachée, il s'agit dans ce qui suit de mettre au point les orientations méthodologiques les plus pertinentes que possible pour pouvoir apporter des éléments de réponses aux sous-questions dérivées de la problématique principale que traite la présente recherche. Pour le cas particulier de cette recherche, la littérature présentée ci-

---

dessus est loin de fournir une plateforme théorique suffisamment élaborée pour la conception et la mise en place d'une industrie de financement par capital-investissement en tenant compte des différences, souvent significatives, entre les économies mondiales en termes notamment de niveau de sophistication des systèmes financier, juridique et socioculturel.

Or, lorsque la question de recherche s'interroge sur le comment ou le pourquoi d'un ensemble d'événements contemporains sur lesquels le chercheur a peu ou pas de contrôle, l'étude de cas est la stratégie particulière de recherche la plus appropriée. Techniquement, elle se base sur une enquête empirique qui analyse un phénomène contemporain dans son contexte réel. Ainsi, compte tenu de la complexité et de la nouveauté du métier de capital-investissement et de l'absence de théories mobilisables sur le sujet en général, la stratégie d'étude de cas convient au présent travail de recherche. De fait, l'analyse historique ou l'expérimentation s'impose dès qu'il s'agit de répondre aux questions « comment » et « pourquoi » qui explorent les liens opérationnels qui ont besoin d'être tracés dans le temps.

Il s'agit en somme dans la présente recherche de répondre aux sous-questions listées ci-dessus à travers une approche théorique et empirique comme suit :

- La première sous-question nécessite la présentation du concept de secteur de capital-investissement, les caractéristiques de ce métier ainsi que son évolution et différences internationales. Pour mieux placer et distinguer cette industrie au sein du système financier, une présentation à titre comparatif des différents compartiments de ce dernier sera de nature à confirmer l'hypothèse du rôle crucial que pourrait jouer une industrie organisée de capital-investissement au sein de l'économie.
  - La deuxième sous-question trouve ses éléments de réponse dans les principaux débats suscités par l'activité de financement par capital-investissement. Ainsi apparaît toute la nécessité d'analyser les avantages et inconvénients couramment cités par la littérature qui traite l'un ou l'autre des divers aspects de cette activité.
  - La troisième sous-question exige une étude comparative des secteurs de capital-investissement élaborés au sein des différents systèmes financiers internationaux.
  - Quant à la quatrième sous-question, elle nécessite une analyse individuelle des divers montages financiers à mettre en place pour encadrer l'activité de financement en fonction du stade de développement auquel elle intervient.
  - Une fois la structure et le fonctionnement de l'industrie de capital-investissement éclaircis, il sera question par la suite de vérifier l'adéquation de sa logique avec les spécificités socioculturelles de l'Algérie, et ce pour cerner les motivations en faveur d'une telle ou telle structure ainsi que les obstacles potentiels de nature purement socioculturelle susceptibles d'entraver le développement de cette activité.
  - Les deux dernières sous-questions relatives à la réceptivité des entreprises vis-à-vis d'un financement en capital-investissement sont traitées à travers un sondage sur la base d'un questionnaire à distribuer auprès des professionnels du métier actifs sur le marché algérien. Cette étude visant à couvrir les différents stades d'intervention des capital-investisseurs, le questionnaire sera élaboré et adapté de façon à ce que les différentes formes d'organisation et d'intervention soient incluses.
-

Les orientations méthodologiques présentées ci-dessus permettent d'élaborer un plan de recherche qui assure le déroulement logique et séquentiel dans le temps. A cette fin, le plan adopté pour cette recherche se compose de cinq chapitres principaux.

Le premier chapitre a pour objet de mettre en évidence les notions de base relatives aux circuits de financement dans le cadre plus général des fonctions du système financier. Il tente dans son ensemble d'apporter une sorte de légitimité à la création de marchés de capital-investissement au sein des systèmes financiers en général, ainsi que son degré d'adéquation avec les principes religieux et culturels d'une société musulmane

Le deuxième chapitre se voit ainsi bien placé pour tenter de sa part de faire le point sur les fondements théoriques et empiriques de l'activité de financement par capital-investissement, que ce soit du côté offre ou demande de ressources financières, représenté respectivement par les bailleurs de fonds et les entreprises en quête de financement viables. Ainsi, seront présentés dans ce chapitre les différents intervenants dans ce processus de financement avec leurs objectifs divers, les différents intervenants dans ce processus de financement avec leurs objectifs divers.

Un troisième chapitre enchaîne avec les aspects techniques et fonctionnels qui sous-tendent l'intervention du capital-investisseurs le long du processus d'investissement depuis la prospection jusqu'à la sortie du capital et la réalisation de l'investissement, y compris les montages financiers à adapter aux différents cycles de développement faisant l'objet d'un financement pareil.

Etant donné l'importance de l'environnement juridique et réglementaire dans la légalisation et l'encadrement de l'activité d'investissement en capital, le quatrième chapitre tente de présenter un aperçu critique du dispositif réglementaire régissant l'acte d'investissement au sein de l'économie algérienne, et les règles devant encadrer les diverses relations entre les différents intervenants sur ce marché, ainsi que les outils mis en place pour la promotion de l'investissement créateur de valeur, toutes formes confondues, notamment dans ces aspects ayant un impact sur l'activité de capital-investissement comme mode de financement à développer au sein de l'économie nationale.

A la lumière des chapitres et développements précédents, le cinquième chapitre se focalisera sur l'étude des facteurs déterminants du développement d'une telle industrie de financement et d'en proposer un modèle adapté à l'économie algérienne, tout en évaluant ses atouts et caractéristiques pouvant servir d'avantages compétitifs vis-à-vis des économies régionales et mondiales, ainsi que les entraves éventuelles à surmonter pour faire évoluer le capital-investissement et en faire un mécanisme complémentaire efficace de financement et de promotion de l'investissement créateur de valeur.

---

## **CHAPITRE I : CARACTERISTIQUES DU FINANCEMENT PAR CAPITAL-INVESTISSEMENT**

Ce chapitre a pour objectif de définir le cadre d'analyse générale de cette recherche, à savoir le modèle de financement par capital-investissement. Pour ce faire, une démarche conçue sur des axes de réflexion allant du plus général au plus spécifique est adoptée, à commencer par la place du modèle de financement par capital-investissement en tant que sous-système au sein du système financier permettant, entre autres, de mobiliser l'épargne en vue de la mettre au service de l'activité économique ; puis l'étude de son évolution et sa nature afin d'en cerner sa segmentation et le rôle des différents acteurs qui interviennent sur ce marché.

Le premier axe de réflexion fera l'objet d'une section qui présentera une sorte de justification de l'émergence du mécanisme de financement par capital-investissement, en plus des autres modes alternatifs de financement de l'économie, en tant que circuit supplémentaire de canalisation des fonds vers l'investissement, et les arguments théoriques en faveur de son émergence, particulièrement du point de vue de la demande représentée par les entreprises en quête de capitaux. Pour ce faire, cette section présentera une définition fonctionnelle du système financier, particulièrement dans sa fonction de mobilisation des fonds vers l'investissement, puis les alternatives de financement disponibles au sein du système financier avec leurs majeures limites les empêchant de répondre pleinement et efficacement au besoins de financement des entreprises, puis elle sera conclue avec les fondements théoriques du choix parmi ces alternatives du point de vue des entreprises.

Une seconde section du présent chapitre abordera les deux autres axes de réflexion relatifs d'une part, à la nature du capital-investissement élucidée successivement par sa définition et ses caractéristiques et spécificités par rapport aux autres formes de financement, et d'autre part, aux phases d'évolution de l'industrie du capital-investissement de sa naissance, tant au niveau temporel que spatial, ayant conduit à sa structure organisationnelle contemporaine. L'approche comparative adoptée pour contraster le modèle de capital-investissement avec les autres modes de financement et d'investissement permet d'une part, de bien cerner les attraits distinctifs de cette industrie comme éléments justificatifs de son émergence et évolution et d'autre part, d'élaborer un parallèle des logiques de fonctionnement de cette industrie avec la pratique théoriquement semblable conforme aux règles de la finance islamique afin de vérifier sa conformité et son éventuel apport au tissu de financement et investissement en dehors des marchés organisés.

## Section 1 : Financement et systèmes financiers

La recherche d'une légitimation de la mise en place d'un mécanisme de financement complémentaire aux modes de financement classiques, peut être amorcée graduellement en partant de la justification apportée à l'existence des systèmes financiers en charge de mobiliser les fonds vers l'investissement. L'émergence du capital-investissement, en tant qu'un mode de financement faisant partie du système financier global, peut par la suite être appréhendée par la présentation de son historique et la restitution du contexte de son apparition, ce qui aboutira après sa définition à une première réalité sur l'industrie du capital-investissement et permet, ainsi, une présentation de son organisation et ses modes de fonctionnement.

L'objet de cette section est de présenter la définition et le rôle du système financier, les modes alternatifs de financement des entreprises et les fondements du capital-investissement.

### Sous-section 1. Définition et rôle du système financier

Le système financier est généralement appréhendé à travers sa définition et les fonctions qu'il assure au sein de l'économie. Cette approche fonctionnelle sera par la suite empruntée pour légitimer l'émergence et l'évolution de l'industrie du capital-investissement en tant que compartiment de plus en plus efficace dans sa fonction d'intermédiation spécifique.

#### 1. Définition du système financier

Le système financier désigne l'ensemble des institutions, moyens et mécanismes qui font à ce que les excès de financement des agents excédentaires aillent venir couvrir les besoins de financement des agents déficitaires<sup>1</sup>.

Cette définition permet de distinguer trois parties essentielles qui constituent un système financier, à savoir :

- Les agents à capacités de financement : ce type d'agents se caractérise par le fait qu'il dégage, en moyenne, des ressources qui dépassent ce qu'il dépense pendant une période donnée, et est prêt, sous certaines conditions, de renoncer à cette liquidité en contrepartie d'une rémunération dont les caractéristiques dépendent largement du mécanisme d'investissement utilisé.
- Les agents à besoins de financement : ce sont les agents économiques qui, pendant une période donnée, éprouvent une insuffisance en termes de ressources financières due principalement au fait qu'ils dépensent plus qu'ils n'encaissent et sont, de ce fait, contraints de trouver des fonds supplémentaires à ceux dont ils disposent afin de réaliser leurs programmes d'investissement et de développement.
- L'ensemble des institutions, moyens et mécanismes : cette partie des systèmes financiers joue le rôle d'intermédiation et assure la canalisation des ressources financières de la première catégorie d'agents vers la seconde. Elle se compose des intermédiaires financiers et des marchés de capitaux institués au sein d'une économie.

Cette présentation dichotomique des systèmes financiers largement citée n'implique en aucun cas que des réalités différentes ne peuvent pas se présenter en pratique. En effet,

---

<sup>1</sup> - Matouk, J. Les systèmes financiers français et étrangers, Dunod, France, Tome 1: Les banques, 1999, p10.

certaines composantes de ces agrégats macroéconomiques, qui sont les ménages et les entreprises, peuvent se trouver dans une situation différente de ce qu'il vient d'être généralisé pour le groupe auquel elles appartiennent. Ainsi, un ménage peut, pendant une période donnée, dépenser des sommes d'argent qui dépassent ses ressources disponibles et se trouver, de ce fait, à besoin de financement. Parallèlement, le même raisonnement s'applique aux agents dits à besoins de financement lorsque, à titre d'exemple, plusieurs entreprises dégagent des trésoreries positives représentant un excès de financement<sup>1</sup>.

## 2. Rôle du système financier

Le fonctionnement du système financier d'un pays n'est pas évident pour les observateurs occasionnels. Les lecteurs de la presse financière pensent probablement d'un système financier comme un ensemble de marchés dans lesquels des actions et des instruments exotiques, tels que les instruments financiers dérivés, sont négociés. Ils sont moins susceptibles de penser à l'importance du système financier pour fournir de nouveaux financements aux projets, et de savoir si le financement provient principalement des marchés financiers ou des intermédiaires financiers. Ils sont également moins susceptibles de se rendre compte que le système financier aide l'économie à fonctionner correctement, et contribue activement au développement de l'économie<sup>2</sup>.

L'existence d'un système financier qui assure le lien entre les épargnants et les investisseurs trouve généralement sa justification dans l'ensemble des fonctions qu'il assure au sein du système économique en général. Par conséquent, l'adoption d'une approche fonctionnelle pour expliquer la raison d'être d'un tel système se base inévitablement sur le fait que les coûts d'acquisition de l'information et de conclusion des transactions créent des motivations pour l'émergence des marchés de capitaux et des institutions financières<sup>3</sup>. A travers l'amélioration des coûts de transactions et d'acquisition de l'information, ces marchés et institutions assurent une fonction primaire, celle de faciliter l'allocation efficace des ressources, dans le temps et dans l'espace, dans un environnement d'incertitude.

Cette fonction est remplie à travers cinq fonctions secondaires pouvant être présentées brièvement dans ce qui suit<sup>4</sup> :

- Faciliter l'échange, la couverture, la diversification et le partage des risques de liquidité et de contrepartie (spécifiques à un projet, une entreprise, un pays ...). En effet, le risque de liquidité est dû aux incertitudes associées à la conversion des actifs en un moyen de paiement. Les marchés de capitaux liquides sont ainsi des marchés où il n'est pas coûteux de transiger des instruments financiers et sur lesquels il existe peu d'incertitude sur la réalisation de ces transactions. A cela s'ajoute l'avantage que les systèmes financiers peuvent mitiger les risques associés aux projets individuels, aux entreprises, aux régions, aux pays, etc... par le biais de la diversification.
- Faciliter l'acquisition de l'information par les investisseurs et l'allocation des ressources. Ainsi, les épargnants individuels ne peuvent avoir le temps, la capacité et les moyens pour collecter et traiter l'information sur un grand nombre d'entreprises, de

---

<sup>1</sup>- Pike, R., & Neale, B., Corporate finance and investment: decisions & strategies. Pearson Education, UK, 5<sup>th</sup> Ed., 2006, p26.

<sup>2</sup>- Neave, E. H. Financial systems: principles and organization, Taylor & Francis e-Library, 2002, p10.

<sup>3</sup>- Levine, R. "Financial development and economic growth: views and agenda", Journal of economic literature, 35(2), 688-726, 1997.

<sup>4</sup>- Neave, E. H., Modern financial systems: theory and applications, John Wiley & Sons, NJ, USA, 2009, pp15-25.

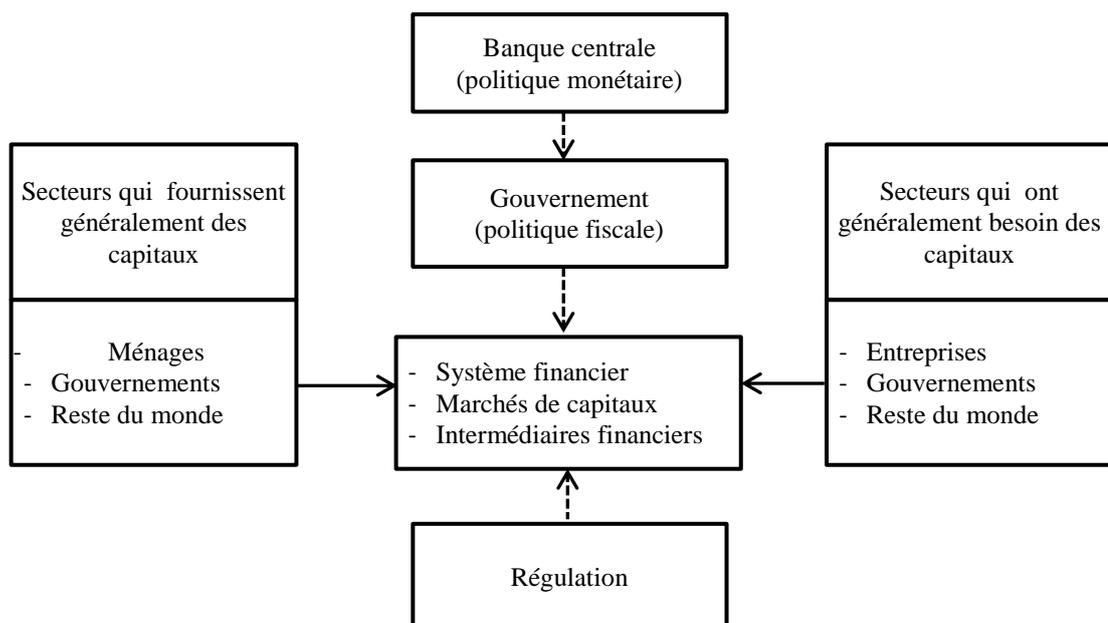
---

dirigeants et de marchés. Le système financier, par le biais des économies d'échelle et de l'effet d'expérience, se substitue aux épargnants individuels et rend l'acquisition de l'information moins coûteuse, ce qui mène à une meilleure allocation des ressources.

- Permettre la surveillance des dirigeants et le contrôle des entreprises : en plus de la réduction des coûts d'information *ex ante*, le système financier procure aux partenaires externes de l'entreprise (actionnaires, créanciers, obligataires) des moyens et des arrangements financiers qui leur facilitent la tâche de contrôle et de surveillance de son équipe dirigeante. A titre d'exemple, les propriétaires peuvent indexer la rémunération des dirigeants aux performances des titres transigés sur les marchés de capitaux ou, plus généralement, sur la valeur de l'entreprise, ce qui permet d'aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des propriétaires. Le même résultat peut s'obtenir avec les menaces d'offres publiques d'achat sur les marchés boursiers ou de cession de la participation sur les marchés de gré à gré, quoique l'efficacité de ce mécanisme de gouvernance des entreprises puisse être réduite à cause du phénomène du voyageur clandestin (*free-rider problem*).
- Mobiliser l'épargne : cette fonction implique l'agglomération du capital auprès d'épargnants disparates, ainsi que la création d'instruments de fractionnement qui permettent aux ménages de détenir des portefeuilles diversifiés, d'investir dans des grandes entreprises et d'accroître la liquidité des titres. Ainsi, en améliorant la diversification des risques, la liquidité et la taille des projets réalisables, la mobilisation de l'épargne permet une meilleure allocation des ressources.
- Faciliter l'échange des biens et des services : en plus de la mobilisation de l'épargne et l'élargissement de la gamme des technologies de production disponibles, les arrangements financiers qui réduisent les coûts de transaction permettent aussi d'améliorer la spécialisation, l'innovation technologique et la croissance.

La figure ci-dessous récapitule les flux entre les différents agents économiques.

**Figure n° 01 : Diagramme des flux de capitaux**



Source: Neave, E. H. *Financial systems: principles and organization*, Taylor & Francis e-Library, 2002, p13.

Au fil du temps, un changement radical s'est imposé dans la façon dont les systèmes financiers sont perçus. La taille, la profondeur et la stabilité ne sont plus les seuls critères d'évaluation des systèmes financiers. La proximité et l'accès sont actuellement largement reconnus comme étant aussi importants<sup>1</sup>.

## Sous-section 2. Alternatives de financement des entreprises

Les entreprises peuvent se procurer les capitaux nécessaires à leur développement à partir de plusieurs sources dont l'accès est parfois relativement limité. La fonction de canalisation des capitaux externes auprès des agents excédentaires vers les entreprises en quête de financements se réalise suivant des circuits différents en termes de mécanismes et d'acteurs.

### 1. Les sources traditionnelles de financement

Les sources traditionnelles de financement des entreprises se réfèrent aux modes dont elles disposent dans un système basé sur l'intermédiation bancaire classique. L'analyse du passif du bilan d'une entreprise permet de les mettre en évidence avec les limites qu'ils présentent relativement au risque d'entreprise.

#### 1.1 La structure du passif du bilan

Le bilan d'une entreprise, s'il faut en donner une description, serait ce tableau qui représente à un moment donné la situation économique du patrimoine d'une entreprise. L'une des deux colonnes du bilan présente l'origine des ressources (passif), tandis que la seconde affiche l'utilisation de ces ressources (actif).

La structure du passif du bilan, représentatif des sources de financement de l'entreprise, distingue quatre masses principales : les capitaux propres, les dettes financières, le passif courant et la trésorerie du passif.

##### 1.1.1. Capitaux propres

Les capitaux propres et ressources assimilées qui appartiennent à l'entreprise au cours d'un exercice comptable, peuvent avoir trois origines : le capital social, les bénéfices non-distribués et les dotations aux amortissements et provisions réglementées. Le capital social provenant des apports des actionnaires est indispensable pour la création de l'entreprise, et peut à tout moment être augmenté dans le cadre des règles juridiques et comptables en vigueur, soit par incorporation des réserves ou par l'émission d'actions nouvelles placées auprès des actionnaires et leurs alliés, d'un particulier spécialisé ou sur un marché de capitaux.

Les bénéfices non-distribués proviennent de l'activité récurrente ou exceptionnelle de l'entreprise. Ils ne sont pas distribués soit sous l'obligation de la loi (réserves légales) soit par l'initiative volontaire des propriétaires (réserves facultatives). Les dotations aux amortissements représentent de leur part une possibilité légale de reconstitution du parc mobilier et immobilier de l'entreprise, et dont les montants dépendent des investissements en place et de la politique en matière d'amortissement.

---

<sup>1</sup> - Barr, M. S., Kumar, A., & Litan, R. E., Building Inclusive Financial Systems: A Framework for Financial Access, Brookings Institution Press, 2007, p29.

---

### ***1.1.2. Dette à moyen et long terme***

Les dettes financières et ressources assimilées comprennent essentiellement les dettes d'échéance moyenne ou longue, des dettes de crédit-bail et aussi des provisions pour risques et charges. La dette provient dans la plupart des cas des professionnels du crédit, en l'occurrence les banques, le marché des capitaux et les établissements financiers. Elles peuvent également avoir pour origine les comptes courants d'associés bloqués qui représentent une créance de longue durée pour ces derniers sur l'entreprise.

Plusieurs sources d'endettement pour le financement de l'entreprise peuvent ainsi être citées : le marché des capitaux, les banques et les établissements de crédit, les associés de l'entreprise, l'entreprise elle-même, sans pour autant oublier la place du secteur informel, quoique son étendu et ses apports restent loin d'être estimés et connus.

### ***1.1.3. Le passif courant***

Le passif courant constitue des ressources fluctuantes en relation avec l'activité d'exploitation de l'entreprise. Il comporte principalement les comptes de tiers : fournisseurs, Etat, organismes sociaux, clients, etc..., sous la forme d'un différé de paiement ou d'une avance sur des commandes, ainsi que la détention momentanée des dividendes ou des comptes courants d'associés non-bloqués à verser.

### ***1.1.4. La trésorerie du passif***

La trésorerie du passif comprend, outre les crédits de trésorerie, des crédits d'escomptes, des découverts ou des remises à l'escompte des effets de commerce.

## **1.2. Limites des sources traditionnelles de financement**

La présentation du passif du bilan des entreprises a permis de mettre le point sur différentes sources traditionnelles de financement des entreprises. Pour fournir une raison de plus allant dans le sens d'une légitimation de la mise en place d'autres modes de financement complémentaires, il s'agit dans ce qui suit de présenter les limites de ces modes de financement. Ainsi seront successivement abordés les ressources internes et les banques et établissements financiers.

### ***1.2.1. Autofinancement***

L'autofinancement bénéficie d'une image extraordinaire auprès de tous les partenaires de l'entreprise. En effet, l'autofinancement doit se traduire pour les actionnaires par une augmentation de la valeur de leurs actions, et donc par des plus-values qui sont, vue leur traitement fiscal discriminatoire, préférées aux dividendes, ce qui favorise l'autofinancement<sup>1</sup>.

Les dirigeants de l'entreprise, sous l'impulsion de l'indépendance vis-à-vis des tiers favorisent le recours à ce moyen de financement. Le créancier, lui aussi, profite de l'utilisation par l'entreprise de ce mode de financement, car il favorise le remboursement de sa créance et augmente sa valeur.

Toutefois, il ne serait pas judicieux qu'une entreprise soit, par une politique d'autofinancement à outrance, coupée des marchés financiers, que la mobilité du capital soit réduite et freinée artificiellement et permet des investissements dans des secteurs peu rentables. L'entreprise crée ainsi un marché interne artificiel sur lequel les taux de

---

<sup>1</sup>- Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., & Salvi, A. *Corporate finance: theory and practice*, John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 4<sup>th</sup> Ed, 2014, p663.

rentabilité peuvent être plus faibles qu'ailleurs et les ressources mal-allouées. Par ailleurs, cette source de financement, contrairement à ce que l'on peut croire, n'est pas gratuite mais a plutôt un coût équivalent au coût d'opportunité, par essence difficile à mesurer. D'ailleurs, seul le réinvestissement des bénéfices à un taux de rentabilité correspondant au coût des capitaux propres peut maintenir la valeur des bénéfices réinvestis<sup>1</sup>. De plus, l'autofinancement n'est pas seulement un frein à la mobilité de l'épargne d'un secteur à un autre, mais il est également rarement suffisant pour couvrir tous les besoins de financement des entreprises.

### **1.2.2. Les actionnaires d'origine**

Les actionnaires d'origine participent au financement de l'entreprise en apportant des capitaux propres et, occasionnellement, des dettes. Toutefois, dans nombre de cas les actionnaires d'origine arrivent difficilement à couvrir les besoins de croissance de leur entreprise surtout d'une taille importante, en raison soit des ressources limitées dont ils disposent soit d'un souci de diversification.

### **1.2.3. Banques et établissements de crédit**

La banque assure la fonction d'intermédiation financière en offrant des crédits, sur la base des dépôts des épargnants, et des services financiers. Le système bancaire, en l'absence d'un marché financier actif, réjouit d'un certain monopole sur le financement dit externe du point de vue de l'entreprise. Toutefois, ce monopole est loin d'être synonyme de couverture adéquate des besoins de financement de l'économie et, particulièrement, ceux des entreprises.

En effet, l'intermédiation de la banque porte sur deux catégories de prêts : à court terme et à moyen et long terme. Toutefois, sous l'effet d'une politique très sélective et des règles prudentielles dans la gestion du crédit imposées par les autorités du marché, les entreprises ne sont rarement aussi éligibles sur le moyen terme ou le long terme que sur le court terme.

## **2. Le financement direct sur les marchés boursiers**

Le marché financier représente un compartiment du système financier, sur lequel la fonction de mobilisation des épargnes au profit de l'investissement se réalise d'une manière directe, sans passer par le circuit de l'intermédiation classique. Contrairement au financement bancaire classique basé sur une épargne « de court terme », l'appel à une épargne « de long terme » passera, sur le marché financier, par l'émission d'obligations et/ou d'actions, déjà existantes ou nouvellement créées, via une introduction en bourse ou encore via la décision d'émettre de nouveaux titres lorsqu'une société est déjà cotée.

### **2.1. Avantages d'une introduction en bourse**

Du point de vue de l'entreprise, l'introduction en bourse est une opération d'une grande importance, si bien qu'elle engendre un certain nombre de changements parfois radicaux dans sa structure et ses relations avec ses différents partenaires aussi bien internes qu'externes. Ainsi, une introduction en bourse, pour une entreprise, revient à lui ouvrir de multiples perspectives, à savoir principalement :

- Accès aux marchés des capitaux : l'avantage le plus fréquemment cité de l'introduction en bourse pour l'entreprise est lié à un meilleur accès aux marchés des capitaux, ce qui

---

<sup>1</sup> Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., & Salvi, A., *Op-cit.*, 2014, p664.

permet à l'entreprise de diversifier ses ressources de financement et accroître son pouvoir de négociation vis-à-vis de son financeur traditionnel et lui assure ainsi des capitaux à moindre coût. De plus, un ensemble très large de produits financiers s'offre à l'entreprise qui sollicite le marché financier (obligations convertibles, obligations remboursables en actions, obligations à taux variables, obligations à bon de souscription, actions...), lui permettant, outre la levée des capitaux, de concilier les objectifs antagonistes des actionnaires et dirigeants.

- Possibilité de croissance externe par échange de titres : la bourse, à travers sa fonction de transformation des structures économiques, offre à l'entreprise cotée la possibilité, via l'échange de titres, de financer une croissance sans entraîner une forte sortie d'argent.
- Amélioration de la crédibilité de l'entreprise : la publicité faite au cours de la cérémonie d'introduction et la promotion continue en étant à la cote accroissent le renom de la société et renforcent son image auprès de ses partenaires (fournisseurs, clients, banquiers, ...).
- Révélation de l'information et surveillance : l'entreprise qui se sert du marché boursier comme source de financement s'engage dans une diffusion permanente de toute l'information sur son état et ses objectifs qui sera immédiatement reflétée par le cours de son action soit à la hausse ou à la baisse, ce qui donne une idée plus juste sur les performances présentes et futures de l'entreprise et la qualité de son management.

## 2.2. Limites du financement boursier

En présence d'un marché boursier actif, le passage de l'entreprise, via une introduction en bourse, d'une vie *privée* régie par des règles totalement différentes de celles régissant les sociétés présentes en bourse, engendre des coûts directs et indirects qui peuvent dans certaines conditions représenter une entrave pour les entreprises de prendre une décision d'une telle importance.

Les contraintes les plus souvent considérées dans le contexte de l'introduction d'une entreprise en bourse sont dues d'une part, aux coûts liés directement à l'initiation de l'opération et d'autre part, aux coûts et conséquences imposés par la présence en bourse tels que :

- Coûts préalables à l'introduction en bourse : coûts de restructuration juridique et organisationnelle...
  - Coûts directement liés à l'introduction en bourse : il s'agit des coûts internes de communication, mobilisation et réformes organisationnelles, et des coûts externes de communication et de rémunération des intermédiaires financiers et conseillers associés à l'opération.
  - Coûts de sous-évaluation des titres : l'écart constaté entre le premier cours coté et le prix d'offre participe à la diminution de la valeur de l'entreprise du moins pour la portion cédée des titres pendant l'introduction, ce qui constitue un élément de coûts implicites du financement direct.
  - Coûts liés à la présence en bourse : l'entreprise est soumise, une fois en bourse, à des contraintes de publications régulières d'information et de diffusion de toute information susceptible d'affecter le patrimoine de l'entreprise. De plus, l'entreprise se voit obligée de consacrer une partie de son temps (voire un département) à la gestion du cours de son titre, car il reflète le jugement du public à l'égard de l'entreprise. Dans
-

cette perspective, relativement à l'ouverture du capital et à la liquidité du patrimoine de l'entreprise, une introduction en bourse est souvent perçue, particulièrement par les sociétés familiales ou individuelles, comme une source majeure du risque de perte du contrôle de l'entreprise.

Cela étant, cette source de financement devient d'autant moins envisageable par les entreprises en quête de financements en présence d'un marché financier peu développé ou dédié aux sociétés d'une certaine taille à travers les exigences minimales imposées par les autorités du marché.

La qualité de l'environnement légal est également un facteur d'une importance majeure dans la détermination de la propension des entreprises de se servir des marchés boursiers pour lever les fonds dont elles ont besoin. La protection des investisseurs externes dans leur relation avec les dirigeants ou actionnaires majoritaires de l'entreprise est un facteur déterminant du niveau de développement des marchés boursiers et du nombre d'entreprises cotées<sup>1</sup>.

### Sous-section 3. Choix des modes de financement

Le choix entre les différentes sources de financement accessibles pour l'entreprise l'implique dans des contrats financiers qui diffèrent selon les caractéristiques des fonds que l'entreprise compte mobiliser.

#### 1. Le paradigme néoclassique

Le travail de Modigliani et Miller<sup>2</sup> a été le premier à traiter l'analyse théorique de la structure du capital. Selon cette approche, sous certaines hypothèses, la structure du capital est neutre par rapport à la valeur de l'entreprise, autrement dit, en présence de marchés financiers parfaits toutes les formes de financement sont identiques.

Toutefois, plusieurs déterminants de la structure de financement ont été mis en évidence par la remise en cause progressive des hypothèses sur lesquelles se base le modèle, particulièrement en termes de fiscalité et d'asymétrie de l'information, ce qui a permis de rejeter l'hypothèse de la non-pertinence de la structure de capital.

#### 2. La théorie de l'arbitrage (*trade-off*)

Cette théorie supporte l'approche traditionnelle sur l'existence d'un niveau d'endettement optimal que les entreprises, via leurs décisions financières, s'efforcent à se maintenir à une structure de capital cible. Cette dernière se détermine par l'arbitrage effectué entre d'une part, les avantages fiscaux de la dette et de l'autre part, les coûts de faillite et des conflits d'intérêts entre les agents économiques<sup>3&4</sup>.

*Les coûts de faillite* : les coûts espérés de la faillite s'accroissent à mesure que la rentabilité de l'entreprise diminue, et la menace de tels coûts poussent les entreprises les moins rentables et les plus risquées à des niveaux d'endettement moins élevés.

---

<sup>1</sup>- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. "Legal determinants of external finance", *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150, 1997.

<sup>2</sup>- Modigliani, F., & Miller, M. H. "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American economic review*, 48(3), 261-297, 1958.

<sup>3</sup>- Pike, R., & Neale, B., *Op-cit*, 2006, p555.

<sup>4</sup>- Frank, M. Z., & Goyal, V. K., "Trade-off and pecking order theories of debt". *Social Science Research Network-id 670543*, 2007.

---

*L'impôt* : la prise en compte des taxes provoque un double effet. D'une part, les économies d'impôt dues à la déductibilité des charges financières incitent les entreprises à s'endetter davantage et d'autre part, une fiscalité de la dette plus importante que celle des capitaux propres contrebalance le premier effet<sup>1</sup>.

*Les coûts d'agence*<sup>2</sup> : dans cette perspective, chaque mode de financement est lié à un certain nombre de coûts induits par la nature de la relation entre le financeur et le dirigeant de l'entreprise qui ont généralement des intérêts divergents.

### 3. La théorie hiérarchique (*pecking order*)

L'intuition derrière cette théorie, selon ses auteurs<sup>3</sup>, est d'admettre que les dirigeants des entreprises se servent des informations privées pour émettre des titres risqués lorsqu'ils sont surévalués par le marché. Les investisseurs sont toutefois conscients de ce problème d'asymétrie de l'information et réduisent les prix de ces titres si de nouvelles émissions sont annoncées. Les dirigeants, de leur part, anticipent cette diminution du prix et sont induit à éviter des investissements rentables lorsqu'ils doivent être financés par émission de titres risqués (l'émission étant considéré comme un signal).

Pour éviter cette distorsion des décisions d'investissement, les dirigeants optent pour un classement des sources de financement en fonction de leurs coûts liés à l'asymétrie de l'information, ce qui donne une sortie d'hierarchisation des différents modes de financement. Ainsi, le financement interne est sans conteste le plus favori, suivi, une fois épuisé, par l'émission des titres allant du moins risqué (dette bancaire garantie) au plus risqué (actions ordinaires), en passant par les produits hybrides à risque intermédiaire.

L'entrepreneur choisit non pas au hasard son financement. Cet ordre de priorité est dicté par la ligne du moindre effort (il ne faut pas aller chercher l'autofinancement) et par une volonté de limiter les coûts d'intermédiation des opérations. L'émission d'actions, vu qu'elle est la plus onéreuse et le signal négatif qu'elle communique au marché, n'est entreprise qu'en dernier recours.<sup>4</sup>

### 4. La théorie des contrats

Le point de départ de la théorie des contrats, par définition incomplets, est le caractère dynamique de la relation entre l'entrepreneur/dirigeant et les investisseurs. Une question cruciale consiste, dès lors, à s'interroger sur le mécanisme de prise des décisions futures non-panifiées dans les contrats financiers<sup>5</sup>. La littérature des contrats financiers suggère que, en dépit de l'impossibilité de spécifier les décisions résiduelles, les parties contractantes peuvent choisir en avance un processus de prise de ces décisions.

La structure du capital qui consiste à choisir une combinaison entre la dette et les fonds propres dans le financement de l'entreprise, peut servir de mécanisme de prise des

---

<sup>1</sup> Miller (1977) a montré que l'intégration de l'imposition sur le revenu a remis en cause l'avantage fiscal généré par l'endettement, et a conclu ainsi à nouveau la neutralité de la structure du capital. Graham (2000) a estimé, sur un échantillon des entreprises américaines, la valeur moyenne de l'avantage fiscal de l'économie d'impôt à 9,7% de la valeur de l'entreprise avant la prise en compte de l'imposition des personnes physiques, et à 4,5% après.

<sup>2</sup> Ce concept est abordé avec plus de détails en chapitre III, vue son importance dans la compréhension de la relation d'agence entre les parties d'un financement par capital-investissement.

<sup>3</sup> Myers, S. C., & Majluf, N. S. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221, 1984.

<sup>4</sup> Myers, S. C., & Majluf, N. S., Op-cit., 1984.

<sup>5</sup> Hart, O. "Financial contracting", *National Bureau of Economic Research*, n°w8285, 2001.

---

décisions résiduelles. Au moment où les actions donnent droit au vote et au veto, la dette confère aux créanciers le droit de liquidation de l'entreprise en cas de défaut de paiement, ce qui représente un véritable processus de prise de décisions qui favorise les actionnaires lorsque l'entreprise est solvable et les créanciers en cas d'insolvabilité.

L'allocation des droits de contrôle ou politiques est très importante et trouve toute sa justification dans le cadre général de la relation principal-agent qui existe entre l'entreprise, représentée par son dirigeant ou entrepreneur, et les investisseurs.

### **5. La théorie du timing du marché (*market timing*)**

Selon cette théorie, les entreprises émettent des actions lorsque les cours d'actions sont élevés et/ou le contexte boursier est favorable, puis elles émettent des dettes et rachètent des actions une fois les cours sont en baisse et/ou les conditions du marché sont défavorables.

Initialement présentée par Baker & Wurgler<sup>1</sup>, les auteurs montrent que les entreprises s'endettent moins pendant les périodes marquées par une bonne valorisation sur le marché, particulièrement lorsque l'opportunité de croissance est élevée. Leurs résultats indiquent que la structure du capital est le résultat, non pas d'un choix conscient d'un ratio optimal, mais de l'accumulation des tentatives antérieures de timing du marché boursier.

## **Section 2 : Nature et évolution du capital-investissement**

L'objet de cette section est de présenter le mode de financement par capital-investissement à travers sa définition et son historique. Cette présentation permet de bien situer l'industrie du capital-investissement d'une part, dans l'espace du marché financier dont elle fait partie intégrante et d'autre part, dans le temps en passant en revue son évolution mondiale. De plus, une étude comparative du capital-investissement avec d'autres modes d'investissement, sous l'optique de financement, permet de mieux cerner les caractéristiques distinctives de ce mode et d'en déduire sa conformité relative, dans son principe et certains de ses fondements, avec les principes du code des affaires islamique, ce qui représente un argument de plus en faveur de son intégration et soutient pour une meilleure mobilisation et allocation des capitaux, particulièrement, dans les pays musulmans, à l'instar de l'Algérie.

### **Sous-section 1. Nature du capital-investissement**

La nature du capital-investissement peut être appréhendée à travers sa définition et les caractéristiques principales qui le distinguent des autres formes d'investissement.

#### **1. Diversité des définitions du capital-investissement**

Le concept de capital-investissement et son contour font l'objet d'une importante confusion d'une part, sur le plan des activités attribuables à ce mode d'investissement/financement, et sa structure organisationnelle d'autre part.

Au caractère non échangeable et non coté du titre de propriété « capital-investissement », il y'a lieu d'ajouter l'intermédiation réalisée par une société de gestion entre entrepreneurs et investisseurs, qui le distingue d'une détention directe souvent

---

<sup>1</sup> Baker, M., & Wurgler, J. "Market timing and capital structure", *The journal of finance*, 57(1), 1-32, 2002.

associée au capitalisme familial.

Le terme capital-investissement correspond au « *Private Equity* » dans la littérature anglo-saxonne, il est défini en deux parties comme suit<sup>1</sup>:

- *Private* : ce terme fait référence au fonds propres en tant que capital à risque fourni en dehors des marchés publics organisés. Ce terme ne signifie en aucun cas le caractère confidentiel, mais plutôt simplement le contraire du terme « Public » qui veut dire coté en bourse.
- *Equity* : est un terme général sous lequel on trouve un ensemble d'instruments financiers qui se partagent équitablement les gains et les pertes de l'entreprise. Il signifie le montant total du capital mis en risque de perte dans une transaction et qui, en tant que package financier, a une part dans tout gain réalisé. Certains auteurs anglo-saxons proposent de remplacer le terme *equity* par *capital*<sup>2</sup>, avec l'amélioration progressive de la perception publique de ce mode d'intervention et sa montée en puissance ces derniers temps<sup>3</sup>.

Le Capital-investissement est aussi défini, d'un point de vue institutionnel, comme étant « l'approvisionnement de capitaux et d'expertise en faveur des entreprises afin de créer de la valeur et, par conséquent, générer des rendements substantiels en capital après la transaction. La période de détention de ces investissements est souvent définie comme moyenne ou longue »<sup>4</sup>.

La législation algérienne définit l'activité de capital-investissement comme suit : « Le capital-investissement a pour objet la participation dans le capital social et toute opération consistant en des apports en fonds propres et en quasi-fonds propres dans les entreprises en création, en développement, en transmission ou en privatisation ».<sup>5</sup>

La littérature, particulièrement américaine, traitant de cette thématique fait souvent une distinction entre deux compartiments principaux de ce marché, à savoir le capital-risque (*venture capital*) et le *private equity*. Le capital-risque se limite au financement de la création des start-ups innovantes à fort potentiel de croissance et qui sont considérées comme des opportunités d'investissement à haut risque mais à rendement élevé, tandis que le *private equity* concerne les opérations de reprise à effet de levier.

Or, le capital-risque représente, en dehors du contexte américain, une partie du large processus de financement d'une entreprise et peut, ainsi, être défini plus précisément comme une forme de capital-investissement, représentant une technique plus structurée

---

<sup>1</sup>- Gilligan, J., & Wright, M. *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*, ICAEW Corporate Finance Faculty, UK, 3<sup>rd</sup> Ed, 2014, p14.

<sup>2</sup>- Talmor, E., "Private Equity: Rethinking the Neoclassical Axioms of Capital Markets", *Social Science Research Network*-id2887602, 2016.

<sup>3</sup>- Le capital-investissement a toujours souffert d'une image peu agréable parmi les autres formes d'investissement et de financement. Talmor, E. (2016), *Op-cit.*, rapporte que les fonds de *private equity* ont d'abord été qualifiés aux États-Unis d'*asset strppers* et de *corporate raiders* durant les années 80 et 90, puis étiquetés comme "locustes" en Europe une décennie plus tard. « Ils représentent la pointe avancée d'un capitalisme financier que les opinions publiques ne comprennent pas et dont elles ont tendance à faire des agents actifs des délocalisations, de la tyrannie des actionnaires et de la cupidité des financiers... Ils méritent les qualificatifs de pirates ou de sauterelles aux yeux d'hommes politiques et de syndicalistes » (Glachant, J., et al. "Private equity et capitalisme français", *Documentation française*, 2008, p123.

<sup>4</sup>- Caselli, S. *Private equity and venture capital in Europe, markets, techniques and deals*, Academic Press, Oxford, UK, 2010, pp3-4.

<sup>5</sup>- Loi N° 06-11 du 24 juin 2006 relative à la Société de Capital-investissement.

---

pour fournir du capital aux entreprises émergentes à croissance élevée. Le capital risque est étroitement lié au capital-investissement qui englobe le capital couvrant la création, le développement et la transmission des entreprises. En général, le capital-risque dans son sens le plus strict représente une petite fraction des transactions du capital-investissement. C'est dans cette perspective<sup>1</sup> que « *The European Private Equity & Venture Capital Association* » définit le capital-risque (*venture capital*) comme un segment de l'activité de capital-investissement (*Private Equity*) :

*« Le capital-investissement fournit des capitaux propres à des entreprises non cotées en bourse. Le capital-investissement peut être utilisé pour développer de nouveaux produits et technologies, pour augmenter le fonds de roulement, pour procéder à des acquisitions, ou pour renforcer le bilan d'une entreprise. Il peut également résoudre les problèmes de propriété et de gestion - une succession dans les entreprises familiales, ou le rachat ou l'achat d'une entreprise par des gestionnaires expérimentés peut être réalisé en utilisant le capital-investissement.*

*Le capital-risque est, à proprement parler, un sous-ensemble du capital-investissement et se réfère aux investissements en capital réalisés pour le lancement, le premier développement ou l'expansion d'une entreprise. Parmi les différents pays, il existe des variations dans ce que l'on entend par capital-risque et capital-investissement. En Europe, ces termes sont généralement utilisés de manière interchangeable et le capital-risque inclut donc les rachats et achats d'entreprises par les dirigeants. Cela contraste avec les Etats-Unis d'Amérique, où les MBO / MBI ne sont pas classés comme capital-risque.»*

## 2. Caractéristiques du capital-investissement

Metrick & Yasuda<sup>2</sup> fournissent une définition par caractérisation du capital-investissement en se basant sur les caractéristiques principales d'un fonds de capital-investissement, à savoir :

- Un fonds de capital-investissement est un intermédiaire financier qui prend le capital de l'investisseur et l'investit directement dans des entreprises en portefeuille.
- Un fonds de capital-investissement investit uniquement dans des entreprises non cotées, ce qui implique qu'une fois l'investissement entrepris, les entreprises ne peuvent pas être immédiatement négociées sur un marché public.
- Un fonds de capital-investissement s'attribue un rôle actif dans le contrôle et l'accompagnement des entreprises de son portefeuille.
- L'objectif primaire du fonds de capital-investissement est de maximiser son rendement financier en quittant l'investissement via une cession ou un appel public à l'épargne (introduction en bourse).

D'après cette définition, il en ressort que, selon la première caractéristique, les fonds de capital-investissement sont des intermédiaires financiers et se distinguent ainsi des investisseurs providentiels (*angel investors*) et des sociétés d'investissement privées qui se servent de leur propre capital.

La deuxième caractéristique est le trait qui définit au mieux le capital-investissement

---

<sup>1</sup>- Povaly, S. *Private Equity Exits, Divestment Process Management for Leveraged Buy-Outs*, Springer, Berlin, Germany, 2007, p16.

<sup>2</sup>- Metrick, A., & Yasuda, A. "The economics of private equity funds", *Review of Financial Studies*, pp2303–2341, 2010.

---

et le distingue aussi bien de l'activité d'investissement traditionnel dans les actifs d'actions et d'obligations, et des autres actifs alternatifs des fonds de couverture (*hedge funds*).

La troisième caractéristique est centrale pour la raison d'être du capital-investissement et est potentiellement un déterminant clé de la performance des fonds en capital-investissement. A l'exception des détenteurs de larges blocks d'actions qui gagnent des sièges au sein du conseil des sociétés cotées, la capacité des investisseurs en sociétés cotées d'influencer le management de ces dernières est significativement limitée. En revanche, les investisseurs en capital-investissement souvent conditionnent leurs investissements par des dispositions contractuelles, telles que des sièges du conseil d'administration, des droits de véto, ainsi que divers éventuels droits de contrôle, leur permettant d'influencer les actions du management au moment où ils détiennent leurs investissements.

Finalement, étant donné que les fonds de capital-investissement sont des intermédiaires financiers, ils ont besoin de certains mécanismes afin de rémunérer leurs investisseurs, ce qui donne lieu à la quatrième caractéristique. L'exigence de sortie, via les divers issues possibles, et l'accent mis sur le rendement financier distinguent les fonds de capital-investissement des investissements stratégiques réalisés par les grandes entreprises, qui cherchent souvent, à travers leurs prises de participation, des synergies avec leurs opérations existantes.

Ainsi, les fonds de capital-investissement se distinguent des fonds communs et des fonds de couverture en investissant dans des entreprises non cotées, et se distinguent des sociétés non financières du moment qu'ils sont tenus de remettre les fonds aux investisseurs dans un horizon d'investissement déterminé et doivent, ainsi, poursuivre leurs objectifs tout en traçant un voie de sortie évidente.

Desbrières<sup>1&2</sup> met en avant quelques particularités qui caractérisent le capital-investissement résumées comme suit :

- Une intervention auprès de sociétés non cotées : la particularité la plus distinctive est l'intervention auprès de sociétés non cotées en bourse. Premièrement, ces entreprises ne sont pas soumises aux mêmes exigences en termes de publication d'informations que les entreprises cotées. Elles font donc preuve, le plus souvent, d'une moins grande transparence. De plus, les informations qui sont divulguées ne sont généralement pas standardisées ou certifiées, ce qui rend leur évaluation plus difficile. Il en résulte une asymétrie informationnelle plus prononcée entre ces entreprises et leurs investisseurs. Deuxièmement, les entreprises étant non cotées, leur actionnariat est souvent peu dispersé. La liquidité des titres est donc plus faible que celle des entreprises cotées. En conséquence, le marché du capital-investissement est peu efficient et la cession des titres a lieu de gré à gré.
- Des montants investis importants : les montants investis par les sociétés de capital-investissement sont souvent importants, ce qui limite le nombre d'entreprises financées et donc les moyens de diversification.
- Une plus grande incertitude concernant la rentabilité des investissements : la rentabilité des investissements entrepris par les sociétés de capital-investissement a un caractère plus aléatoire, en raison notamment de la nature de l'activité des entreprises auprès

---

<sup>1</sup>- Desbrières, P. "La relation capital-investissement dans les firmes industrielles et commerciales", G. Charreaux (éd.), *Images de l'investissement*, Vuibert-Fnege, pp361-392, 2001a

<sup>2</sup>- Desbrières, P. "Le capital-investissement", *Banque & Marchés*, (51), 40-45, 2001b.

---

desquelles interviennent les sociétés de capital-investissement. Celles-ci agissent souvent dans des secteurs innovants comme celui de la haute technologie. Cette incertitude augmente d'autant plus que les sociétés de capital-investissement interviennent dans des entreprises se trouvant dans des phases où elles sont particulièrement vulnérables.

L'asymétrie informationnelle, la non-disponibilité des informations historiques (suivant le stade auquel se trouvent les entreprises financées), l'incertitude quant aux cash-flows futurs, ont pour conséquence que les méthodes d'évaluation standards telles que la Valeur Actuelle Nette (VAN), par exemple, sont difficilement applicables, ce qui rend l'évaluation des entreprises à financer plus coûteuse. Afin de réduire l'asymétrie informationnelle, la sélection des projets à financer s'accompagne d'une analyse minutieuse, la *due diligence* et de la mise en place d'un suivi/contrôle souvent actif et interventionniste dans la gestion des entreprises. L'étude étant plus approfondie et plus coûteuse qu'en présence d'informations standardisées et certifiées, le nombre de dossiers étudiés par les sociétés de capital-investissement est limité. Cette concentration inévitable sur certaines entreprises limite les possibilités de diversification du portefeuille des sociétés de capital-investissement. En contrepartie d'une telle prise de risque, les sociétés de capital-investissement détiennent généralement des blocs de contrôle significatifs et siègent au conseil d'administration des entreprises sélectionnées<sup>1</sup>.

De ce fait, les sociétés de capital-investissement sont en mesure de contraindre la liberté managériale des dirigeants et d'influer sur la nature de la stratégie poursuivie. Ce fait lie la question de recherche au domaine de la gouvernance qui recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernent » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire». L'apport des sociétés de capital-investissement ne se réduit donc pas uniquement à un apport financier mais peut également être de nature stratégique. Elles sont donc des apporteurs de capitaux actifs et contribuent ainsi au processus de création de valeur. Par conséquent, elles vont demander à s'impliquer dans la répartition de la rente créée. Il en découle que les sociétés de capital-investissement développent des compétences spécifiques en matière d'évaluation, de sélection et de gestion des entreprises qu'elles financent.

Les sociétés de capital-investissement peuvent rester au sein du conseil d'administration après l'entrée des entreprises sur les marchés des capitaux. La sortie se fait via la cession des titres à des tiers ou via l'introduction des entreprises financées en bourse.

Le capital-investissement est également appréhendé à travers l'ensemble des avantages qu'il ne garantit pas, en tant que classe d'actifs, et qui sont généralement demandés par les investisseurs, à savoir :<sup>2</sup>

- Sécurisé : il n'y a aucune garantie de récupération de l'investissement en cas d'échec de l'entreprise.
- Limité dans le temps : quoiqu'il existe un horizon (généralement trois à cinq ans) pour le calcul du taux de rendement disponible pour l'investissement, il existe une incertitude considérable sur la réalisation de cet objectif.

---

<sup>1</sup>- Sahlman, W., "The structure and governance of venture-capital organizations", *Journal of financial economics*, 27(2), 473-521, 1990.

<sup>2</sup>- Bloomfield, S., *Venture capital funding: a practical guide to raising finance*. Kogan Page Publishers. 2005. p:22.

---

- Certain : l'investissement est toujours sous le risque des forces du marché et des capacités managériales.
- Liquide : une fois dans le capital, il est très difficile de sortir les fonds de l'entreprise rapidement.
- Convenable pour une politique d'investissement fondamentale : le capital-investissement est capable de créer des rendements élevés mais n'est pas destiné à fournir des rendements réguliers et sûrs.

### 3. Approches de séparation entre capital-risque et capital-investissement

La littérature couvrant ce secteur de la finance fait ressortir une différence conceptuelle entre deux approches, l'approche américaine et l'approche européenne. Deux modèles sont proposés pour la conception et le fonctionnement du secteur de capital-investissement.

La différence de ces deux approches rend difficile la comparaison entre les Etats Unis d'Amérique et l'Europe. Les notions de capital-risque et de capital-investissement sont souvent utilisées par les européens soit de façon équivalente, comme des synonymes, soit en considérant le capital-risque comme une sous-catégorie du capital-investissement où le capital-risque est le financement de la croissance d'entreprises se trouvant dans la phase préliminaire ou de démarrage (*early stage*).

Aux Etats-Unis d'Amérique, le capital-risque est considéré habituellement comme l'apport en fonds propres à de jeunes entreprises qui se trouvent en phases de démarrage et de développement. Ainsi, les américains distinguent l'activité de financement en capital-risque (*venture capital*) de l'activité de financement de la transmission (*Leveraged Buy-Outs ou LBOs*).

En effet, on distingue généralement quatre segments du *private equity* :

- *Venture capital* (capital-risque): ensemble des activités en fonds propres à l'exclusion des rachats d'entreprises (Buy-Out), des investissements mezzanine, des fonds de fonds.
- *Leveraged Buy-Outs* : financement des opérations de transmission, généralement par endettement avec effet de levier (*Leverage Buy-Out, LBO*). Ces opérations portent généralement sur de grosses entreprises arrivées à maturité.
- Quelques autres opérations de financement d'activités ou de secteurs spécifiques: financement mezzanine, destiné à l'entreprise qui va être introduite en bourse.
- Les opérations internes au secteur du capital-risque : fonds de fonds et rachats secondaires.

Selon cette typologie, le capital-risque est considéré comme un mode de financement différent du capital-transmission. En effet, les activités du capital-risque (rémunération, contrôle et implication dans la vie des entreprises financées) sont des opérations de nature industrielle et financière à la fois alors que les opérations de transmissions sont de nature principalement financière. En outre, le niveau de risque assumé par le capital-risque est tout à fait différent de celui du capital-transmission. Les opérations de type LBO concernent des entreprises arrivées à maturité, généralement de grande taille, et non pas de jeunes entreprises innovantes.

### 4. Capital-investissement et autres formes de finance

Le capital-investissement peut être appréhendé d'une part, en tant qu'un mode de financement du point de vue des entreprises et entrepreneurs et d'autre part, comme une

---

classe d'actifs offrant une opportunité d'investissement pour les apporteurs de fonds.

#### 4.1. Capital-investissement et finance d'entreprise

La différence entre la finance d'entreprise et la finance entrepreneuriale<sup>1</sup> que représente le capital-investissement peut, malgré la difficulté de la cerner, être appréhendée sur deux plans différents : le plan institutionnel et le plan environnemental.

La finance d'entreprise, qui représente la façon la plus traditionnelle de financement des entreprises, est plus standardisée, moins souple et axée sur la dette. Les rendements attendus sont plus faibles et liés aux coûts que les institutions de crédit subissent en recueillant les fonds auprès des épargnants. Le point de référence pour l'évaluation (coûts, faisabilité, etc.) est l'entreprise entière, indépendamment des sources financées. Un autre point intéressant pour cette forme de la finance est l'abstention de l'institution de crédit à participer au cadre décisionnel de l'entreprise financée.

La finance entrepreneuriale est très flexible et les rendements attendus sont plus élevés (ressources non-financières devant être payées) que la finance d'entreprise. Elle est caractérisée par un horizon temporel à moyen à long terme, des options plus importantes disponibles pour la stratégie de sortie de l'institution financière, et par son profil actif dans le processus décisionnel de l'entreprise financée. L'objectif de financement du capital-investissement est plutôt la croissance potentielle d'une entreprise.

L'approche environnementale permet, à son tour, de comparer les deux formes de la finance selon les axes suivants :

- Interdépendance entre les décisions d'investissement et de financement.
- Implication managériale des investisseurs extérieurs.
- Problème de l'information et conception de contrats.
- Valeur pour l'entrepreneur.
- Règles juridiques et fiscales applicables.

Le tableau n°01 ci-dessous résume les points de comparaison entre les deux formes de la finance.

**Tableau n° 01 : Finance d'entreprise et finance managériale**

	<b>Finance d'entreprise</b>	<b>Finance entrepreneuriale</b>
<b>Participation</b>	Dette	Fonds propres
<b>Référence pour l'évaluation</b>	L'entreprise entière	Croissance potentielle
<b>Garantie</b>	Souvent l'immobilier	Aucune garantie ou accord entre l'entreprise et le financier
<b>Sortie</b>	Remboursement	Plusieurs options : - Bourse - Rachat

<sup>1</sup>- Cet concept est parfois élargi pour comprendre d'autres formes de la finance, notamment le capital-risque, le capital-investissement, la dette privée, le crédit commercial, les introductions en bourse, les financements providentiels (*angel finance*) et le financement participatif (*crowdfunding*). Voir pour plus de détail (Cumming, D., & Johan, S., "The problems with and promise of entrepreneurial finance". *Strategic Entrepreneurship Journal*, 11(3), 357-370, 2017).

		- Cession de gré à gré - Liquidation
<b>Horizon de temps</b>	Variable	De moyen à long terme (5/7 ans)
<b>Implication du financier</b>	Aucune	Pendant toute la durée de l'investissement
<b>Flexibilité</b>	Souvent faible	Très élevé.

Source : Caselli, S. *Op-cit.*, 2010, p6.

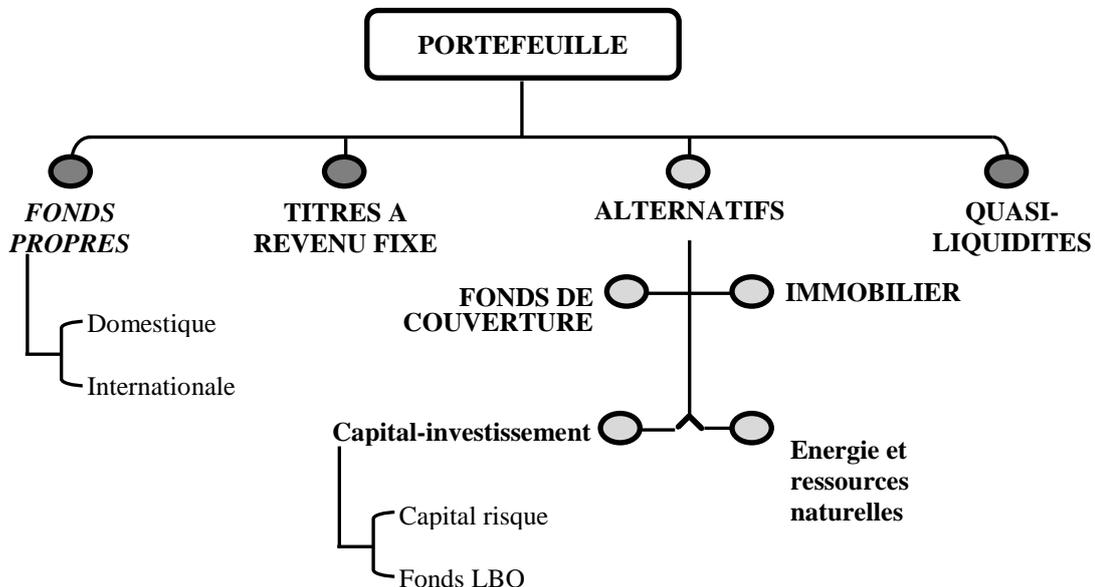
## 4.2. Capital-investissement et autres classes d'actifs

Selon l'optique de l'investissement, quatre principales classes d'actifs objet de l'activité d'investissement peuvent être distinguées<sup>1</sup>, qui sont les actions (titres cotés), les obligations (titres à revenu fixe), les actifs alternatifs (capital-investissement, capital-risque, fonds de couverture, immobilier), et la liquidité (Figure n°02).

Ainsi, en se basant sur les tendances économiques mondiales, les investisseurs établissent des stratégies d'allocation d'actifs dans leurs portefeuilles d'investissement en vue d'obtenir des taux optimaux de répartition dans chacune de ces classes d'actifs.

Les actifs alternatifs sont des solutions alternatives aux actions et comprennent un nombre croissant d'options, tels que le capital-investissement/capital-risque qui sont peu ou pas liquides et ne fournissent pas les mêmes avantages que les actions et les fonds de couverture. Le capital de l'investisseur reste bloqué pour des périodes plus longues, avec un marché secondaires inefficace. La notion de liquidité affecte les dépenses d'allocation, et les investisseurs cherchent souvent une prime *d'illiquidité*, d'où un rendement plus élevé de cette classe d'actifs.

Figure n° 02 : Portefeuille institutionnel type



Source : Ramsinghani, M. *The Business of Venture Capital: Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies*, John Wiley & Sons, NJ, USA, 2014, p47.

<sup>1</sup>- Ramsinghani, M. *The Business of Venture Capital: Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies*, John Wiley & Sons, NJ, USA, 2014, pp47-49.

Outre le risque de liquidité, d'autres facteurs qui affectent le flux d'investissement dans la classe d'actifs de capital-investissement et capital-risque comprennent les frais et dépenses plus élevés, le suivi des évaluations, les défis réglementaires, et un contrôle limité sur les décisions d'investissement.

Dans cette perspective, les fonds de capital-investissement sont souvent comparés à deux types de fonds d'investissement, à savoir les fonds de couverture et les fonds commun de placement<sup>1</sup>.

Les fonds communs de placement sont des fonds qui investissent dans les sociétés cotées et fonctionnent en utilisant divers *business models*. Certains de ces fonds sont spécifiquement conçus comme des fonds de revenus qui cherchent à payer aux investisseurs un rendement courant généré par les revenus de dividendes et intérêts provenant des actions et obligations en portefeuille. Les fonds de capital-investissement n'ont généralement pas pour objectif de générer un revenu courant mais plutôt de la valeur accrue de leurs investissements au moment de la sortie.

Les fonds de couverture, par contre, sont apparus pour investir dans des actions et des actifs dérivés utilisés par les entreprises pour couvrir leurs risques. Ils créent généralement un portefeuille de positions transactionnelles basées sur la vente de certaines actions à découvert (ou une position équivalente en produits dérivés) et la couverture de leur risque en achetant d'autres actifs ou produits dérivés. La logique d'investissement des fonds de couverture est que le gestionnaire du fonds peut faire un rendement supérieur à travers une série de transactions dans ces produits dérivés et les actifs sous-jacents. Les fonds de couverture originaux ont souvent cherché des opportunités d'arbitrage découlant du décalage des prix des dérivés et/ou des actifs sous-jacents des dérivés. Afin de générer ces rendements, le gestionnaire du fonds de couverture utilise à la fois l'effet de levier financier, sous la forme d'emprunts au sein du fonds lui-même, et les positions transactionnelles à effet de levier (dérivés). Cela génère un risque accru, compensée par des rendements élevés en cas de succès.

Le tableau n°02 ci-dessous récapitule les différences principales entre ces trois formes de fonds d'investissement.

**Tableau n° 02 : Principales différences entre trois fonds d'investissement**

<b>Fonds de capital-investissement</b>	<b>Fonds de couverture</b>	<b>Fonds communs de placement</b>
<b>Stratégie d'investissement</b>		
Ces fonds sont qualifiés dans l'usage des transactions et de la gestion active afin de générer des bénéfices en dehors des marchés publics.	Les fonds de couverture font leurs rendements d'une série de positions transactionnelles connexes, plutôt que de décisions d'investissement isolées. Ils sont généralement qualifiés dans l'utilisation des marchés et des inefficiences du marché pour générer des profits.	le gestionnaire du fonds commun de placement gère activement le portefeuille, en achetant des titres et vendant d'autres.
<b>Contrôle et influence</b>		

<sup>1</sup> Gilligan, J., & Wright, M. *Op-cit.*, 2014, p44.

<p>Les investissements individuels de capital-investissement sont contrôlés à l'aide d'un pacte d'actionnaires détaillé juridiquement contraignant qui établit les droits et obligations contractuels de la société, ses dirigeants et les investisseurs.</p>	<p>Ces fonds investissent généralement dans des sociétés cotées et peuvent acquérir d'importantes participations minoritaires, qui n'offrent aucun contrôle ni droits spéciaux, mais peuvent avoir une certaine influence sur le conseil d'administration de la société. Les stratégies transactionnelles diffèrent: certains sont «des fonds actifs» qui visent le changement du management ou de la stratégie; certains sont des fonds de « négoce » qui cherchent à bénéficier de l'évolution des prix du marché.</p>	<p>Les fonds qui investissent dans des sociétés cotées acquièrent généralement de petites participations minoritaires, qui offrent aucun contrôle ni droits spéciaux. Les actionnaires institutionnels peuvent avoir une influence, mais ont généralement aucun contrôle sur les décisions contractuelles ou la stratégie au jour le jour du management.</p>
<p><b>Structure financière des investissements individuels</b></p>		
<p>Les investissements individuels ont des emprunts au sein de l'entité, mais généralement aucun emprunt sur le fonds de capital-investissement.</p>	<p>Ces fonds peuvent créer des risques et rendements financiers en utilisant des produits dérivés (options, swaps, etc.) plutôt que de la dette. Il est courant pour les grands fonds de couverture d'avoir des emprunts au sein du fonds, en utilisant l'effet de levier financier pour augmenter les risques et les rendements.</p>	<p>Ces fonds via leur investissent n'augmentent pas la dette de leurs sociétés en portefeuille. Ils peuvent avoir des emprunts au sein de la structure du fonds, mais ils n'introduisent pas l'endettement à la société dans le cadre de leurs investissements.</p>
<p><b>Information ex-ante l'investissement</b></p>		
<p>Les fonds de capital-investissement entreprennent d'importantes <i>due diligence</i> financières, commerciales et juridiques avant de procéder à un investissement.</p>	<p>Les investisseurs des titres cotés se basent sur l'information publiée sur les sociétés émettrices. Cependant, ces fonds utilisent des méthodes de <i>due diligence</i> similaires à celles des fonds de capital-investissement pour investir dans des actifs non cotés.</p>	<p>Les fonds des titres cotés accèdent et dépendent exclusivement des informations disponibles publiquement sur les sociétés dans lesquelles ils investissent.</p>
<p><b>Information et suivi durant l'investissement</b></p>		
<p>les gestionnaires de ces fonds reçoivent un large éventail d'informations sensibles y compris des informations mensuelles détaillées sur le management et le conseil d'administration de chaque société en portefeuille, et ont</p>	<p>Ces fonds comptent sur l'information publique pour le suivi de leurs investissements. La thèse de l'investissement des fonds actifs est d'utiliser leur participation pour influencer positivement les dirigeants des sociétés en</p>	<p>Les gestionnaires de ces fonds se basent principalement sur les annonces des sociétés, les présentations du management et la recherche des analystes pour le suivi de leurs investissements. Les investisseurs dans ces</p>

aussi souvent une représentation au sein du conseil.	portefeuille. Les fonds de « négoce » purs peuvent simplement prendre une « position » dans une société espérant que la valeur de la société s'accroisse.	fonds ne reçoivent aucune information détaillée sur les opérations ou la gestion des placements individuels.
<b>Liquidité des investissements</b>		
Les investissements de ces fonds sont illiquides : les fonds de capital-investissement ne peuvent généralement pas vendre une partie de leurs investissements, ils comptent sur la vente de l'ensemble de la participation pour réaliser un gain en capital.	Les titres cotés sont librement négociables, mais en petites « parcelles ». Les participations de taille sont moins faciles à placer (vendre) que les plus petites. Ainsi, globalement, plus d'influence recherchée, moins la liquidité est disponible.	Les actions cotées sont librement négociables, mais en petites « parcelles », quel qu'en soit le marché de cotation. Les fonds cotés peuvent donc instantanément varier la proportion de leur investissement dans toute société par l'acquisition/cession.
<b>Rémunération des gestionnaires du fonds</b>		
Les gestionnaires de ces fonds investissent dans le fonds qu'ils gèrent et prennent part dans tout bénéfice total réalisé par le fonds sur toute sa durée de vie par le biais du « <i>carried interest</i> ». Les revenus de commissions sont également versés par chaque fonds.	Les gestionnaires des fonds de couverture sont souvent récompensés pour l'appréciation trimestrielle de la valeur (réalisés ou non) du portefeuille qu'ils gèrent. En outre, ils perçoivent des revenus d'honoraires auprès des fonds. Il n'y a généralement pas un taux de rendement cible à atteindre.	Les gestionnaires de fonds d'investissement en titres cotés perçoivent des revenus d'honoraires auprès des fonds qu'ils gèrent et sont souvent récompensés pour l'appréciation trimestrielle de la valeur (réalisés et non réalisés) du portefeuille qu'ils gèrent.
<b>Structure et liquidité du fonds</b>		
Ces fonds sont généralement des engagements illiquides à long terme pour une période limitée et ils ne risquent pas d'être à court de fonds. Il y a rarement des emprunts au sein du fonds et donc il n'y a généralement pas de risque de faillite.	Les fonds de couverture sont des engagements d'investissement ouverts qui permettent à leurs investisseurs de vendre leurs parts d'investissement (sous réserve des diverses clauses de <i>lock-up</i> ), que ce soit sur un marché public ou un marché hors cote périodique. Ils ont souvent des emprunts propres et encourent ainsi un risque de faillite et peuvent être insolubles.	Un fonds d'actions cotées a un capital permanent sous forme de capital ou de parts dans un fonds commun de placement, où les investisseurs engagent tous leurs investissements dans le fonds quand ils investissent, mais peuvent céder leurs actions ou parts quand ils le souhaitent. Les fonds sont apportés par les nouveaux investisseurs et les bénéfices non distribués. Certains fonds utilisent aussi des emprunts à leur niveau pour accroître les rendements.

Source : Elaboré à partir de Gilligan, J., & Wright, M. *Op-cit.*, 2014, pp 44-50.

### 4.3. Capital-investissement et finance islamique

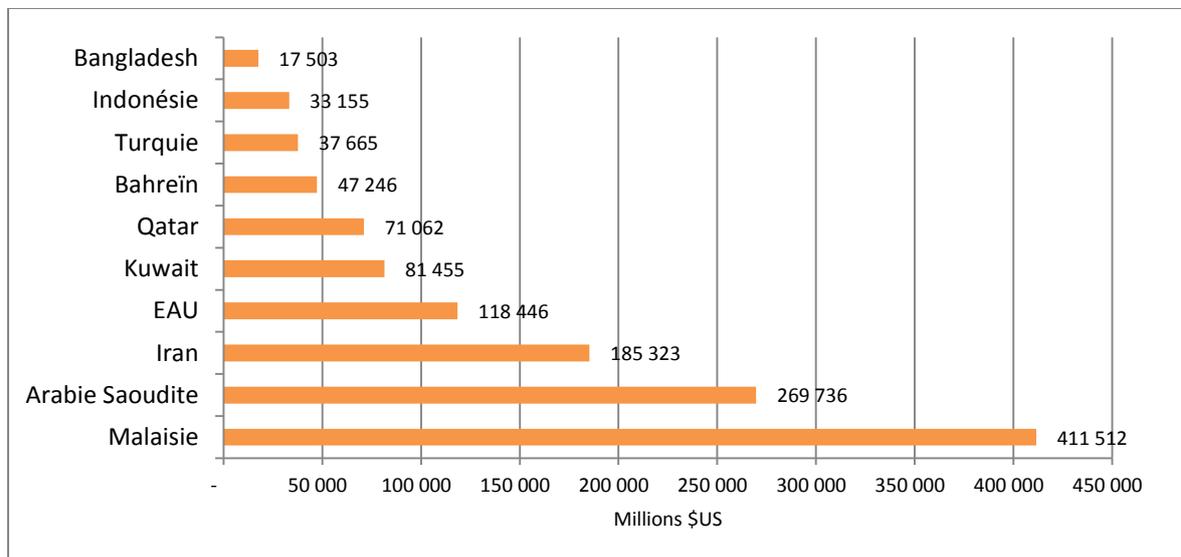
Le capital-investissement est souvent assimilé à des techniques de financement approuvées par la jurisprudence islamique, particulièrement en ce qui a trait aux principes d'éthique et de gains basés sur des prises de risques.

#### 4.3.1. Finance islamique

Le système financier islamique a une histoire vieille de plusieurs siècles. Comme relevé par certains auteurs<sup>1</sup>, « depuis le tout premier stade de l'histoire islamique, les musulmans ont pu mettre en place un système financier sans intérêt pour la mobilisation des ressources afin de financer les activités productives et les besoins des consommateurs. Le système a fonctionné de façon très efficace durant l'ère prospère de la civilisation islamique et pour des siècles par la suite ». Cependant, avec le déplacement, au cours des siècles, du centre de gravité économique vers le monde occidental, les institutions financières occidentales (y compris les banques) sont devenues dominantes et la tradition islamique est restée dormante.

Toutefois, il y a eu au cours des dernières années un regain d'intérêt significatif dans le développement d'une version moderne du système financier islamique historique dans le sillage de la volonté des musulmans de rester à l'écart de l'intérêt, interdit selon la charia islamique. Actuellement, les institutions financières islamiques opèrent dans plus de 75 pays. Les actifs financiers répondants aux critères islamiques ont augmenté de plus de quarante fois depuis 1982 pour dépasser 1300 milliards de dollars en 2013<sup>2</sup> avec un taux de croissance à deux chiffres sur les cinq dernières années<sup>3</sup>.

**Figure n° 03 : Total des actifs de la finance islamique (2012)**



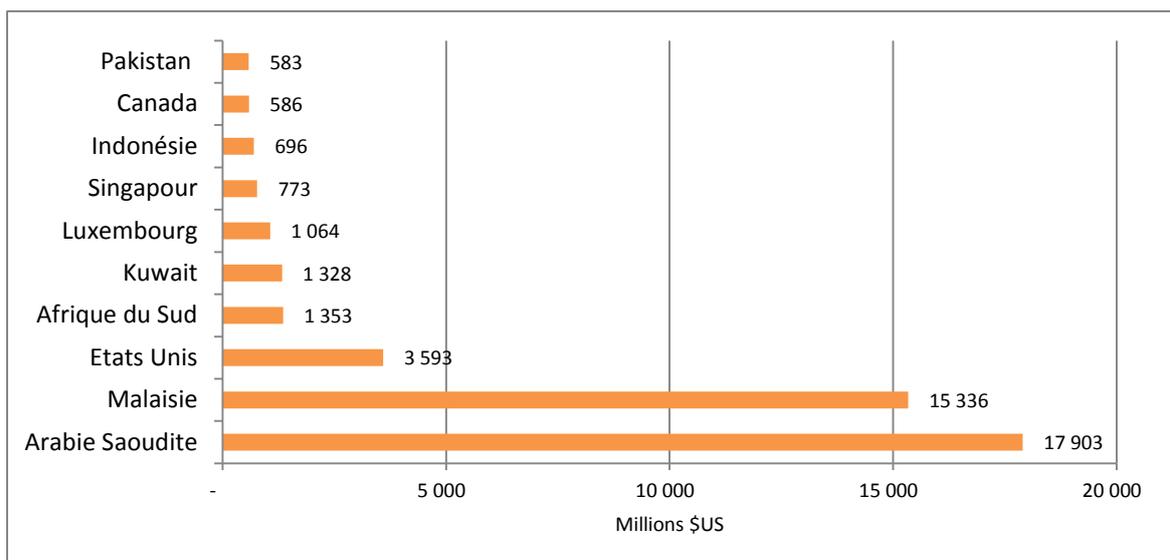
Source : Thomson Reuters, *Islamic Finance Development Report, 2013*, p12.

Les fonds d'investissement islamiques, comme composante du tissu de la finance conforme à l'Islam, ont connu une croissance accélérée de leur activité au cours des dix dernières années (+ 20,0 %) et gèrent des actifs atteignant près de 43 milliards de dollars à fin 2012.

<sup>1</sup>- Chapra, M. U., & Khan, T. "Regulation and supervision of Islamic banks", Jeddah: Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, 2000, pp1-100.

<sup>2</sup>- Thomson Reuters, *Islamic Finance Development Report, 2013*.

<sup>3</sup>- Standard & Poor's, *Islamic Finance Outlook, 2010*.

**Figure n° 04 : Total des actifs des fonds islamiques (2012)**

Source : Thomson Reuters, *Islamic Finance Development Report, 2013, p38*

En plus du volume des actifs sous gestion des fonds d'investissement islamique, la figure n°04 montre d'une part, une certaine concentration de ce type d'actifs entre l'Arabie Saoudite et la Malaisie et, d'autre part, la présence parmi les 10 meilleures économies, en terme de volume, d'économies à majorité non-musulmane (Etats-Unis d'Amérique, Afrique du Sud, Luxembourg, Canada, Singapour), justifiant l'existence d'une demande sur les services de gestion de fonds d'investissement islamiques sur ces marchés, essentiellement due aux épargnes substantielles et à la sophistication accrue parmi les clients de ces pays.

#### 4.3.2. Principes de la finance islamique

Au lieu d'une simple relation prêteur-emprunteur, le système financier islamique repose sur un partage plus équitable du risque entre le prêteur et le propriétaire d'entreprise. Cette pratique découle de six piliers principaux sur lesquels se base le modèle financier islamique, en relation avec les concepts de *Riba* (intérêt), du *Gharar* (spéculation), du *Maysir* (incertitude), la légalité, le partage des profits et des pertes et enfin le principe d'adossement des investissements à des actifs tangibles de l'économie réelle.

##### 4.3.2.1. Le Riba

En interdisant les intérêts, le système islamique favorise les formules de participation qui favorisent la justice entre les agents économiques. Il reconnaît l'effort de l'homme, de son travail, comme étant le moteur du développement, sans pour autant nier que le capital soit un facteur de production rémunéré, en reconnaissant le droit du propriétaire du capital à un gain dont le montant est incertain, comme résultat d'une opération commerciale sans déterminer préalablement la somme. Ceci est un résultat de l'axiome de justice dans l'Islam.

Par cette interdiction, le système financier islamique encourage les musulmans à fournir des capitaux en partageant les risques entre les différents acteurs à travers les modes de financement des investissements existants et approuvés par la Charia. Cette interdiction qui représente la base fondamentale du système financier islamique, est compensée par les modes islamiques de financement, basés sur la mobilisation des

capitaux dans l'objectif du développement socioéconomique.<sup>1</sup>

L'interdiction de l'intérêt revient à mettre en cause tous les fondements théoriques et empiriques sur lesquels est fondée la thèse selon laquelle l'utilisation de l'endettement conventionnel est préférée au financement participatif. Ce courant de pensée alternatif se sert des crises financières récurrentes attribuées, du moins partiellement, à l'utilisation excessive de l'endettement dans le financement de l'activité économique<sup>2</sup>. La finance participative que représentent le capital-risque et, à fortiori, la finance conforme aux principes de l'Islam sont présentées comme refuges face aux effets négatifs des crises<sup>3</sup>.

#### 4.3.2.2. *Le Gharar*

Le mot *gharar* évoque l'incertitude résultante d'une information volontairement ou involontairement insuffisante. Ce terme recouvre des notions différentes : aléa, incertitude, hasard, spéculation. Cela explique que les juristes ne soient pas unanimes quant à la définition et surtout à la portée de ce concept.

Pour éviter le *Gharar*, les parties contractantes doivent (i) s'assurer que l'objet du contrat soit prêt à être livré, (ii) spécifier les caractéristiques et le montant ; (iii) fixer la quantité, la qualité et la date de livraison future. L'interdiction des contrats contenant des incertains excessifs est donc une application du principe de justice sociale et économique par la protection des parties contre tout préjudice possible.<sup>4</sup>

#### 4.3.2.3. *Le maysir*

Le *maysir* et le *qimar* correspondent à la notion de jeu. Le concept de *maysir* va au-delà des jeux de casino auxquels on peut penser spontanément : il recouvre tout enrichissement injustifié moralement d'une partie au détriment d'une autre. C'est ainsi que sont interdites les pratiques commerciales contenant un élément d'incertitude qui les assimile à un jeu de hasard (*qimar*) : vente de choses non encore existantes, paris, loterie.

#### 4.3.2.4. *La légalité*

L'interdiction des activités illicites est semblable à celle que l'on rencontre dans l'investissement socialement responsable<sup>5</sup> qui ressortit directement à des principes religieux et moraux.

L'interdiction distingue entre, d'une part, l'activité en soi et, d'autre part, l'objet de l'activité, les interdits étant appelés *haram*. La liste des objets prohibés par la religion est particulièrement longue (vente d'animaux morts, de porc, d'alcool, jeux de hasard, etc.) ; ils ne peuvent faire l'objet d'une transaction. Au surplus, certaines activités sont vues comme illicites (la production et la commercialisation des biens impurs, le jeu, la spéculation...).

---

<sup>1</sup> Abou-Zeid, A. La gestion des fonds de fonds islamiques de capital investissement pour le développement des pays arabes, Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, 2009, p40.

<sup>2</sup> Buitter, W. H., & Rahbari, E., "Why Economists (and Economies) Should Love Islamic Finance", *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 28(1), 139-162, 2015.

<sup>3</sup> Bernstein, S., Lerner, J., & Mezzanotti, F., "Private Equity and Financial Fragility during the Crisis", *National Bureau of Economic Research*, n° w23626, 2017.

<sup>4</sup> Idem, p41.

<sup>5</sup> La notion de la légitimité des activités est assimilable au concept de l'investissement socialement responsable permettant de trouver un équilibre entre l'éthique, l'environnement et l'économie. De nombreux travaux ont porté sur l'intégration de ces critères dans l'analyse des investissements, conduisant à l'établissement des *Principles of Responsible Investment* adoptés en 2006 sous l'égide des Nations-Unis.

---

Le droit islamique des affaires a aussi lutté contre les pratiques nuisibles à l'environnement économique et au développement, comme la corruption, considéré comme crime pénal, la fraude, le monopole et toute autre pratique nuisible à la société.<sup>1</sup>

#### 4.3.2.5. Partage des profits et pertes

La finance islamique est souvent qualifiée de « participative », à partir du fonctionnement des contrats de participation. Elle a mis en place un système basé sur le Partage des Pertes et des Profits. Ce système permet d'associer le capital financier au capital humain, et exige que la participation doit être fixée dans une proportion et non par un bénéfice à la signature du contrat.

Selon ce principe, une seule partie ne peut à elle seule assumer tout le risque lié à une transaction. De la sorte, l'autre partie ne peut se prévaloir du privilège de transférer tous les risques sur le cocontractant. Le rendement est un corollaire du risque et en constitue la principale justification. C'est même la traduction de la fameuse règle « *Al Ghonm Bil'Ghorm* ». C'est à ce titre qu'on ne peut pas s'engager sur un rendement fixe pour un placement par exemple.

#### 4.3.2.6. Adossement

La finance islamique est dans tous les cas de figure rattachée à l'économie réelle. Toutes les transactions financières doivent être adossées à des actifs réels et échangeables. Ce principe, conjugué avec celui de l'interdiction de l'incertitude excessive fait que par exemple les produits dérivés soient prohibés.

Ce principe du « *Asset backing* » permet de renforcer le potentiel en termes de stabilité et de maîtrise des risques et rassure notamment quant aux problématiques de déconnexion de la sphère financière de la sphère réelle. Le principe de la tangibilité des actifs est également une manière pour la finance islamique de participer au développement de l'économie réelle par la création d'activités économiques dans les autres domaines.

### 4.3.3. Financements participatifs conformes à la Charia

Les techniques participatives de la finance islamique (*moudaraba* et *moucharaka*), peuvent être définies comme étant des modes de financement qui associent le capital et le travail dans des opérations participatives<sup>2</sup>. Il s'agit de financer des entrepreneurs selon le principe de partage des pertes et des profits. C'est un financement à long terme à travers lequel l'institution financière islamique accompagne l'entrepreneur financièrement en lui fournissant les fonds nécessaires à son activité, mais aussi en lui apportant ses compétences en matière de gestion (cas de la *moucharaka*).

#### 4.3.3.1. Moudaraba

Cette technique de financement met en relation un investisseur appelé *Rab el-Mel*, qui fournit le capital (financier ou autre), et un entrepreneur, appelé *moudarib*, qui fournit son expertise. Dans cette structure financière, proche de l'organisation de la société en commandite, la responsabilité de la gestion de l'activité incombe entièrement à l'entrepreneur. Les bénéfices engrangés sont partagés entre les deux parties prenantes selon une répartition convenue à l'avance après que l'investisseur ait recouvré son capital et que les frais de gestion de l'entrepreneur aient été acquittés. En cas de perte, c'est l'investisseur qui en assume l'intégralité, l'entrepreneur ne perd que sa rémunération (c'est en ce point

---

<sup>1</sup>- Abou-Zeid, A. Op-cit., 2009, p42.

<sup>2</sup>- Chatti, M. A. "Analyse Comparative entre la Finance Islamique et le Capital-Risque", *Etudes en Economie Islamique*, 4, pp 65-95, 2010, p67.

---

que la *moudaraba* diffère de la société en commandite)<sup>1</sup>.

Une variante de la *moudaraba*, la *moudaraba* à deux niveaux, permet aux Institutions Financières Islamiques de jouer un rôle d'intermédiation proche de celui des banques conventionnelles. Dans cette structure, l'Institution Financière Islamique joue simultanément le rôle d'investisseur et d'entrepreneur. Du côté du passif, en tant que *moudarib*, elle gère des dépôts qui lui sont confiés par ses clients. Du côté de l'actif, elle met les fonds ainsi collectés à la disposition d'autres investisseurs. Dans ce type de contrat financier, la rémunération de l'emprunteur dépend directement du rendement de son projet d'investissement, ce qui l'incite à gérer au mieux les fonds qui lui sont confiés.

Dans d'autres circonstances, la banque pourrait être le bailleur de fonds « Rab el-Mel » et c'est le client qui devient *moudarib*. La *moudaraba* est particulièrement adaptée au financement des petites entreprises innovantes (notamment dans le domaine de l'immatériel) et s'apparente le plus à la notion de capital-risque.<sup>2</sup>

Cette pratique à une gestion d'actif<sup>3</sup> du moment que le gestionnaire ne participe pas dans le capital géré, et par suite, en cas de perte, il perd seulement la valeur des frais de gestion qu'il supporte, tant que cette perte ne lui incombe pas<sup>4</sup>. Ainsi, l'auteur cite la définition selon laquelle la *moudaraba* est « le moyen islamique licite pour fournir des avoirs financiers à l'activité économique, et les transformer en éléments de production, à travers le travail commun entre le propriétaire de fonds et le professionnel.

La doctrine a distingué entre deux types de *moudaraba* en fonction de la liberté du gestionnaire mentionné dans le contrat de gestion :

- **Moudaraba générale** : Sous ce type, les propriétaires des fonds les confient à des professionnels pour les investir, sans déterminer les champs d'investissement, mais en laissant le choix aux professionnels selon les opportunités du marché. Dans ce cas, le propriétaire permet aussi au travailleur de confier son argent à un tiers, s'il juge que cette alternative est profitable, et que d'après sa connaissance, ce tiers a les capacités de faire augmenter les fonds, grâce à son talent dans son domaine. Dans ce dernier cas, une deuxième voie est ouverte pour le développement des avoirs financiers.
- **Moudaraba spécifique** : Dans ce cas, les investisseurs stipulent que le gestionnaire ne peut pas investir dans tel ou tel secteur, ou dans tel pays, ou même restreindre la gestion à un lieu et un secteur déterminé.

Les fonds confiés par le bailleur au gestionnaire dans une *moudaraba* générale, peuvent être rassemblés avec d'autres avoirs financiers appartenant à d'autres bailleurs pour former les capitaux de la *moudaraba*. Ces derniers peuvent être ensuite confiés à d'autres entrepreneurs dans des *moudarabas* spécifiques. Si la *moudaraba* principale est limitée par des restrictions spéciales, la deuxième *moudaraba* doit suivre les mêmes règles générales, puisqu'elle n'est pas indépendante de la volonté des investisseurs principaux.

---

<sup>1</sup>- Mzid, W. "La Finance islamique: Principes fondamentaux et apports potentiels dans le financement de la croissance et du développement", Emerging New Economic Policy Markers in the Arab Mediterranean, 2012, p7.

<sup>2</sup>- Idem, p9.

<sup>3</sup>- La gestion d'actifs contemporaine se résume dans un contrat entre des investisseurs et une société de gestion qui s'engage à gérer les actifs dans les limites du contrat de gestion, et ce, contre des frais de gestion. En général, le gestionnaire bénéficie d'une portion des bénéfices réalisés sans participer dans les pertes qui s'en dégagent.

<sup>4</sup>- Abou-Zeid, A., Op-cit., 2009, pp44-49.

---

#### 4.3.3.2. Moucharaka

La technique de *moucharaka*, ou *sharika*, se traduit par le terme association. Dans cette opération, deux partenaires investissent ensemble dans un projet et en partagent les bénéfices en fonction du capital investi. Dans l'éventualité d'une perte, celle-ci est supportée par les deux parties au prorata du capital investi. La nature de cette opération s'apparente finalement à une joint-venture.

Il n'y a pas de forme unique de *moucharaka* : le code islamique des affaires ne prévoit pas en détail toutes les modalités de cette opération mais en précise uniquement les grands principes. Il existe donc des formes diverses de *moucharaka* et de nouvelles variantes pourraient être inventées. Dans cette perspective, une forme intéressante du contrat de *moucharaka* étant la *moucharaka* dégressive (*diminishing mousharaka*) : une opération où la part de l'un des associés dans l'association est progressivement rachetée par les autres associés.<sup>1</sup>

La *moucharaka* est souvent perçue comme le mode islamique de financement préféré, car il adhère très étroitement au principe du partage des profits et pertes, base des contrats de financement participatifs.<sup>2</sup>

#### 4.3.3.3. Fonds d'investissement Islamiques

La *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) donne la définition suivante des fonds d'investissements: « Les fonds sont des véhicules d'investissement qui sont financièrement indépendants des entités qui les créent. Ils prennent la forme d'actions/parts assorties de droits de participation égaux, qui représentent la part des actifs détenue par les actionnaires/porteurs de parts et leurs droits à l'égard des bénéfices ou des pertes. Les fonds sont gérés sur la base d'un contrat de *moudaraba* ou d'un contrat de *wakala*<sup>3</sup>».

Le fonctionnement des fonds d'investissement islamiques est presque identique à celui des fonds conventionnels à la seule différence que tous les placements effectués par ce fonds et les objectifs d'investissement doivent être conformes à la *Charia*. Ainsi, L'adjectif islamique tire son origine des restrictions qui gèrent les placements, la gestion et la distribution des profits générés par les fonds qui revêtent cet aspect. Leurs placements doivent être dans des sociétés qui respectent les règles de la *Charia*, du point de vue du secteur d'activité (par exemple le tabac est interdit), des pratiques nuisibles à l'environnement, ou dans des secteurs interdits comme les actions des banques ou des sociétés d'assurance conventionnelles par exemple. Ces fonds ne peuvent pas investir dans des instruments financiers à rendements fixes comme les obligations des sociétés ou étatiques, les certificats de dépôt, les actions privilégiées, etc.<sup>4</sup>

---

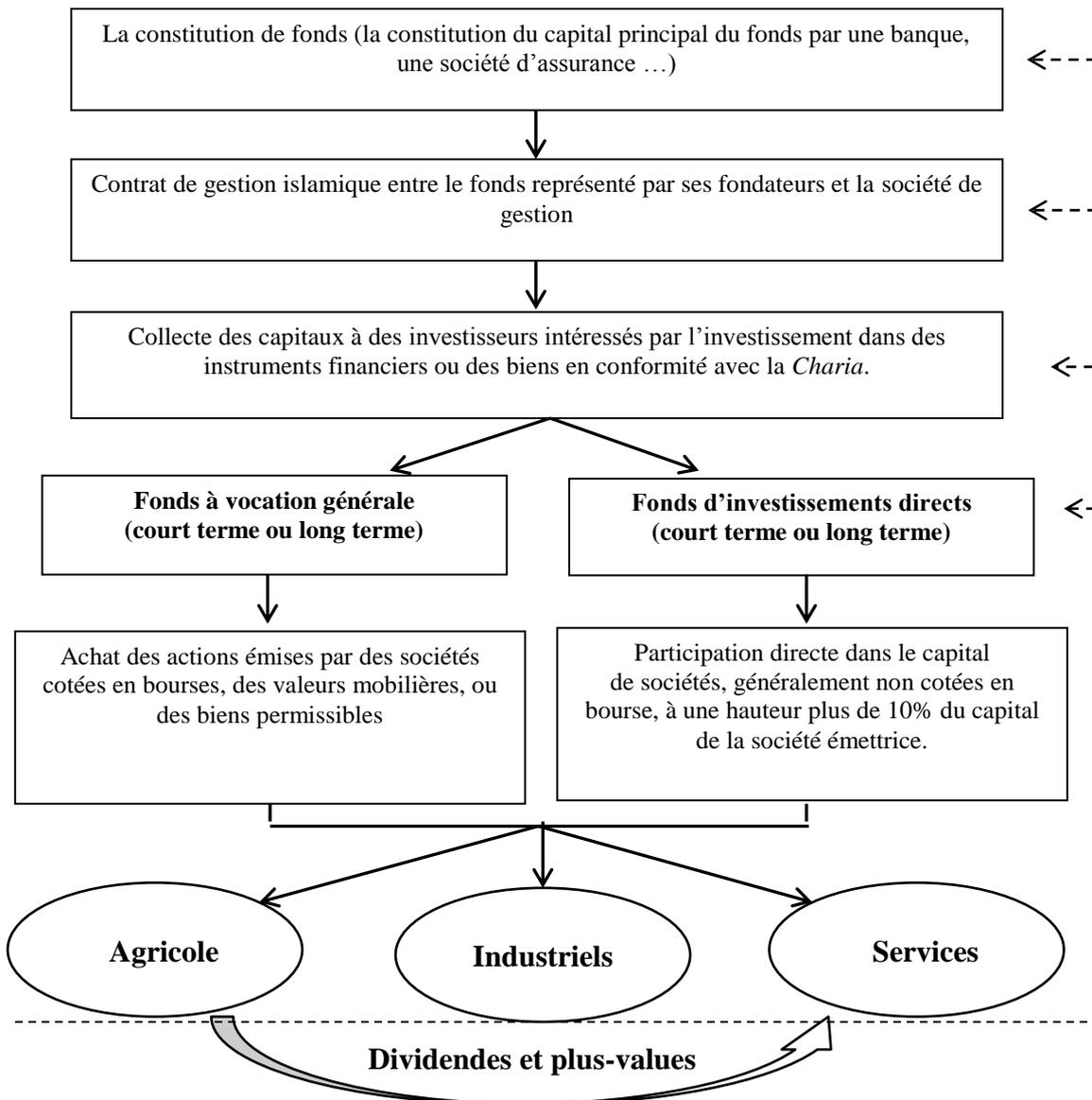
<sup>1</sup>- Mzid, W., Op-cit., 2012, p8.

<sup>2</sup>- Hassan, K., & Lewis, M., *Handbook of Islamic banking*, Edward Elgar Publishing, UK, 2007, p51.

<sup>3</sup>- Le contrat de *Wakala* est l'équivalent au contrat de mandat conventionnel, par lequel une personne, le mandant, donne à une autre personne, le mandataire, le pouvoir de faire un ou des actes juridiques en son nom et pour son compte.

<sup>4</sup>- Abou-Zeid, A., Op-cit., 2009, p55.

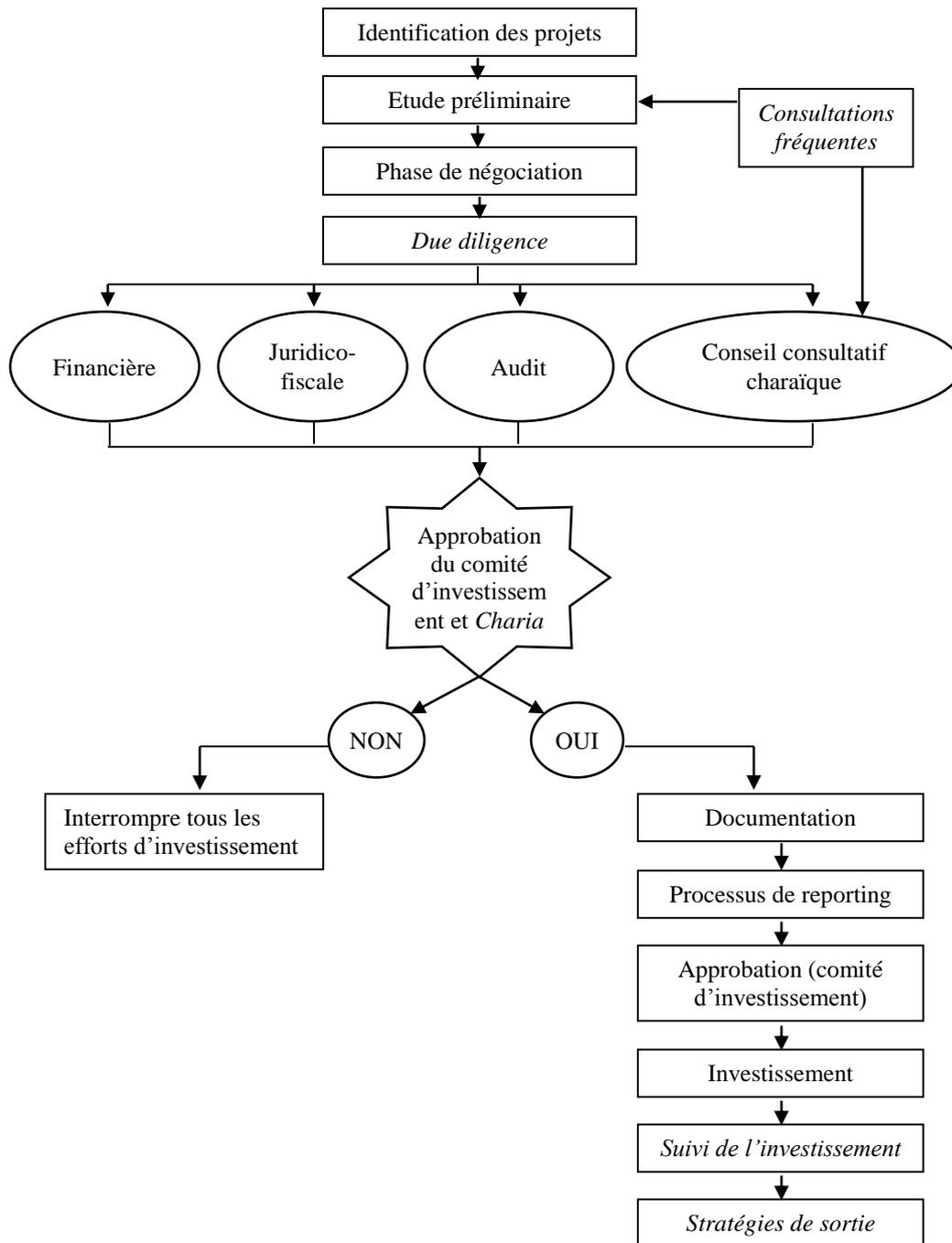
---

**Figure n° 05 : La gestion des fonds d'investissements islamiques**

*Source : Abou-Zeid, A. La gestion des fonds de fonds islamiques de capital investissement pour le développement des pays arabes, Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, 2009, p64.*

Le processus d'investissement des fonds d'investissement islamiques, présenté par la figure n°06, est semblable à celui présenté pour les fonds de capital-investissement conventionnels, auquel s'ajoutent les aspects et structures propres au caractère islamique du métier.

La 2<sup>nd</sup> *Islamic Venture Capital & Private Equity conference*, 2009, propose une schématisation du processus d'investissement conforme aux pratiques des fonds d'investissement islamiques, sur lequel on remarque la place prépondérante et le rôle essentiel du conseil/comité de Charia au sein du processus d'investissement et sa mission de veille du respect des principes de la finance islamique.

Figure n° 06 : Processus d'investissement conforme à la *Charia*

Source : 2<sup>nd</sup> Islamic Venture Capital & Private Equity Conference, 2009.

L'évolution de la finance islamique en général, et l'investissement participatif en particulier, est souvent accompagné par l'établissement d'un parallèle entre ces modes de financement et la finance conventionnelle, dans le but d'assimiler et de mieux comprendre ces concepts qui se développent rapidement au niveau de la finance mondiale.

Dans cette perspective, les pratiques les plus communes parmi les fonds de capital-investissement conventionnels peuvent être qualifiées selon leur conformité aux principes de la *Charia* (Tableau n° 03).

**Tableau n° 03 : Pratiques clés du financement par capital-risque au vue de la Charia**

Pratique du capital-investissement conventionnel	Vision islamique
Structure de société en commandite ( <i>limited partnership</i> )	Acceptable
Contrats à long terme	Acceptable
Les contrats peuvent être annulés	Acceptable
Restrictions imposées aux activités des gestionnaires de fonds	Acceptable
Rachat des parts par les entrepreneurs	Acceptable
Investissements en actions, obligations entièrement convertibles (zéro-coupon)	Acceptable
Actions privilégiées, actions de préférence ou dettes convertibles	Inacceptable
Droits de contrôle accrus par le biais de clauses restrictives	Acceptable
Siège au conseil d'administration	Acceptable
Financement par étape ( <i>staged financing</i> )	Acceptable
Remplacement des dirigeants	Acceptable
Droits de liquidation	Acceptable
Fourniture de services non-financiers (conseils stratégiques, etc.)	Acceptable
Application d'un taux d'actualisation pour l'évaluation	Acceptable

*Source : Durrani, M., & Boocock, G. Venture capital, Islamic finance and SMEs: valuation, structuring and monitoring practices in India, Palgrave Macmillan, USA, 200, p166.*

Ceci dit, la joint-venture islamique comme forme de prise de participation semble être adéquate pour une institution financière islamique qui cherche à soutenir une entreprise pour une opération particulière et d'assurer la conduite des opérations sous sa supervision.<sup>1</sup> C'est ainsi que, dans la terminologie de la finance conventionnelle, on assimile souvent la *moucharaka* à une joint-venture. A l'instar des contrats de joint-venture conventionnels, les contrats *moucharaka* pourraient être assimilés au capital-investissement et offrir des solutions de financement aux entreprises durant leur stade de développement (voir tableau n° 04, ci-dessous).

D'autre part, le capital-risque sous le contrat de *mouadaraba* pourrait être comparé au capital-risque conventionnel. Certains auteurs sont allés encore plus loin pour affirmer même que le capital-risque conventionnel est originaire du contrat de capital-risque islamique (*mouadaraba*)<sup>2</sup>.

Les contrats de capital-risque islamiques partagent le même objectif avec les contrats de capital-risque conventionnels. Leur référence à la loi islamique (*charia*) ne modifie pas le principe du capital-risque même en présence de trois principales différences. La première différence réside dans la règle de partage des profits. Dans les contrats participatifs islamiques, le bénéfice est partagé selon un ratio négocié, égal ou différent de la contribution de l'institution financière islamique dans le capital, alors que dans la joint-venture conventionnelle, les financiers perçoivent des dividendes. La seconde différence est que le capital-risqueur conventionnel est, de par sa nature, impliqué dans la gestion du

<sup>1</sup> Jouaber-Snoussi, K., & Mehri, M. "Agency Problems in Venture Capital Contracts: Islamic Profit Sharing Ratio as a Screening Device", *Social Science Research Network-id146149*, 2012.

<sup>2</sup> Çizakça, M. *A comparative evolution of business partnerships: the Islamic world and Europe, with specific reference to the Ottoman Archives*, Brill, Vol 8, 1996, p23.

projet, tandis que la gestion incombe au seul entrepreneur dans le contrat capital-risque islamique.

Dès lors que l'entrepreneur fournit également un financement en fonds propres dans la joint-venture islamique (*mousharaka*), l'institution financière islamique participe au processus de gestion en tant qu'actionnaire. Troisièmement, selon le code des affaires islamiques<sup>1</sup>, la négociation du ratio de partage des profits (*Profit Sharing Ratio*) est obligatoire, tandis que le partage des profits se fait selon un taux d'intéressement (généralement 20%<sup>2</sup>) revenant au capital-risqueur dans le cas du capital-investissement conventionnel.

**Tableau n° 04 : Capital-risque conventionnel et Capital-risque islamique**

Critères	Capital-risque conventionnel (CRC)	Capital-risque islamique (CRI)
<b>Principe</b>	Le CRC participe avec son expertise, son financement par capital, sa réputation et son soutien à l'entrepreneur. Il peut souscrire des actions ordinaires, des actions privilégiées ou des obligations à bons de souscription (OBSA), ou faire des avances en compte courant d'associés.	Le CRI fournit la totalité du financement en capital (qui doit être en espèces) et l'entrepreneur participe avec son travail et ses compétences (capital humain).
<b>Pertes</b>	Si le projet échoue, le capital-risqueur supporte toutes les pertes à hauteur de son financement en capital et l'entrepreneur perd uniquement son capital humain.	
<b>Partage de profit</b>	Le CRC perçoit un intéressement, une proportion du bénéfice net d'environ 20%. Le gain principal du CRC est réalisé lors de la cession de sa participation sur le marché.	Le profit est partagé selon un rapport convenu d'avance. Le CRI réalise également un profit sur lors de la cession de sa participation sur le marché.
<b>Garantie</b>	L'entrepreneur ne garantit ni le capital ni le rendement du capital. Mais en cas de négligence ou de manquement aux clauses du contrat, le capital-risqueur peut se servir de la garantie détenue depuis la conclusion du contrat.	
<b>Relation principal-agent</b>	Le CRC est considéré comme l'agent et les investisseurs comme le principal. De l'autre côté, le CRC est le principal et les entreprises financées l'agent.	Du côté du passif, les banques islamiques agissent en qualité d'agent pour leurs déposants. Du côté de l'actif, elle est le principal (fonds propres) et l'entrepreneur est l'agent.
<b>Risques</b>	Incapacité à revendre les actions	Asymétrie de l'information,

<sup>1</sup>- Ce code est la base des normes élaborées par l'AAOIFI pour la gouvernance de la finance conforme à l'Islam. Voir les normes N°12 (*Sharika/Musharaka and modern corporations*) et N°13 (*Mudaraba*), édition 2010.

<sup>2</sup>- Metrick & Yasuda (2010) constatent que, parmi les 98 fonds de capital-investissement conventionnels étudiés, il n'y a qu'un seul fonds avec un niveau d'intéressement de 17,5%, trois avec un taux de 25% et un fonds avec un taux de 30%, tandis que les fonds restants utilisent un taux de 20% comme ratio de partage des profits. L'origine exacte de ce taux de 20% reste toutefois inconnue.

	souscrites ou perte de tout si l'entreprise disparaît. Incertitude, risque élevé, asymétrie de l'information, sélection adverse, risque de gestion, coûts d'agence, risque de liquidité.	sélection adverse, risque de gestion, coûts d'agence, retrait des dépositaires de leurs fonds de leurs comptes d'investissement dans la Banque islamique.
<b>Management</b>	Le capital-risqueur peut accompagner l'entrepreneur dans la gestion du projet par la contribution de ressources humaines supplémentaires et de l'aide du réseau.	La gestion du projet est la responsabilité de l'entrepreneur, car elle représente sa seule contribution dans l'entreprise. Un conseil charaïque contrôle les activités du dirigeant.
<b>Sociétés financées</b>	Start-ups, entreprises petites et moyennes entreprises innovantes au stade précoce, entreprises à risque élevé et potentiellement rendement élevé.	Seules les entreprises ne qui ne sont pas financées par des dettes conventionnelles et de commerce de produits tangibles d'activités licites.
<b>Investisseurs</b>	Investisseurs professionnels (sociétés de capital-risque) ou des investisseurs privés ( <i>business angels</i> ).	Dépositaires des comptes d'investissement de partage de profits ( <i>profit sharing investment accounts</i> ).

*Source : Jouaber-Snoussi, K., & Mehri, M. "Agency Problems in Venture Capital Contracts: Islamic Profit Sharing Ratio as a Screening Device", SSRN-id146149, 2012, p27*

## Sous-section 2. Emergence du capital-investissement

Pour reprendre l'expression de Demaria<sup>1</sup>, le capital-investissement a toujours existé, seulement sous une forme différente qu'aujourd'hui, il est en réalité aussi ancien que l'Homme lui-même<sup>2</sup>.

### 1. Origines de l'activité

La civilisation arabo-musulmane a connu une phase où elle rayonnait dans le monde entier grâce à ses connaissances, ses richesses, ses éthiques et sa prospérité. Le capital-risque était pratiqué même avant l'ère de l'Islam avec des contrats de partenariat peu élaborés, puis, avec l'arrivée de l'Islam, ces pratiques ont été approuvées en prenant en considération les principes de la religion eu égard aux pratiques financiers, et a donné lieu aux contrats de *moudaraba* et *mousharaka* avec des similitudes considérables avec la pratique de capital-investissement moderne<sup>3</sup>.

L'industrie du capital-investissement, sous sa forme moderne, s'est développée depuis la seconde guerre mondiale simultanément aux Etas Unis et en Europe. Toutefois,

<sup>1</sup>- Demaria, C. *Introduction to private equity: venture, growth, LBO and turn-around capital*, John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 2<sup>nd</sup> Ed, 2013, p11.

<sup>2</sup>- Pour plus de détails et d'analyse de l'évolution de l'activité de capital-investissement à travers le temps et l'espace, voir (Landström, H. "Research on Institutional Venture Capital, the Past, the Present, the Future", *Institute of Economic Research*, Lund University, Sweden, 2008).

<sup>3</sup>- Hasan, R., Mikail, S. I. A., & Arifin, M. "Historical development of Islamic venture capital: an appraisal", *Journal of Applied Sciences Research*, 7(SI), 2377-2384, 2011.

le degré et le rythme de son développement, depuis, varient considérablement entre les deux continents. Aux Etats-Unis d'Amérique, cette industrie est passée par une croissance stable avant d'atteindre une croissance rapide vers les années 1970. Au contraire, l'industrie du capital-investissement en Europe n'a pas connu une croissance et un développement substantiels jusqu'au milieu des années 1980 et début des années 1990, au moment où le Royaume-Uni, dirigé par Margaret Thatcher, a entamé le démentiellement des barrières historiques pour promouvoir l'activité de capital-investissement<sup>1</sup>.

## 2. Émergence du capital risque aux Etats-Unis d'Amérique

Les fondements de la démarche moderne du capital-investissement ont été posés par le Georges Doriot, un français immigré aux Etats-Unis d'Amérique. Il a quitté la France en 1921 pour intégrer la *Harvard Business School* d'où il obtint une maîtrise en management des affaires. En 1928, il rejoint, à la demande d'un de ses anciens professeurs, le cœur professoral d'Harvard comme assistant puis comme professeur associé et enseigne le management industriel. Son enseignement portant sur l'étude de nouvelles méthodes et de nouvelles entreprises se distingue des méthodes courantes de l'époque consistant à analyser le fonctionnement de sociétés bénéficiant de longues années d'expérience et de grandes renommées. En 1941, il prend la direction de la division du planning militaire en tant que général au sein de l'armée américaine.

Naturalisé américain à ce moment, il mène, avec des chercheurs, des études sur des projets innovants avec applications immédiates dans le domaine militaire, et participe considérablement, à travers une démarche industrielle, à la rénovation de la manière de faire la guerre pour l'armée américaine au début de la Seconde Guerre Mondiale. Vers la fin de la Seconde Guerre Mondiale, après avoir décliné une proposition du pentagone pour prendre la direction d'un nouveau département de recherche dans des projets innovants à usage militaire, Doriot décide de fonder un fonds similaire à celui du gouvernement américain qui fonctionnerait cependant à partir de capitaux privés et serait destiné au financement d'entreprises civiles. Ainsi, en 1946, il fonde, accompagné par Ralph Flanders, président de l'agence Boston de la banque fédérale, le premier fonds de capital risque (en anglais « *Venture Capital* ») qu'il nomme « *American Research and Development (ARD)* ». Ce fond est financé à son origine par des capitaux privés provenant à la fois de l'institution de recherche et université américaine « *Massachusetts Institute of Technology (MIT)* » et de la compagnie d'assurance « *John Hancock Mutual Insurance Co.* »<sup>2</sup>.

La démarche d'investir dans des sociétés à travers des fonds d'investissement n'est pas révolutionnaire puisqu'elle existe déjà aux Etats-Unis d'Amérique, mais couvre uniquement des entreprises déjà établies. La véritable innovation de Doriot est d'investir pour la première fois des capitaux privés dans des projets de création d'entreprises. Pendant les années soixante, le fonds de capital-risque perçoit l'essentiel de ses revenus de deux participations sur la centaine qu'elle possède à cette période. L'une de ces deux prises de participation est réalisée dans la société *Digital Equipment Corporation*, une entreprise pionnière de l'industrie informatique aux Etats-Unis d'Amérique dont l'investissement permit à l'ARD de faire un bénéfice de six mille fois la mise initiale. En 1962, Doriot fonde deux autres sociétés de capital-risque, la *Canadian Enterprise Development Corporation* au Canada puis *l'European Enterprises Development Company* en 1963 en Europe.

---

<sup>1</sup>- Povaly, S. *Op-cit.*, 2007, p18.

<sup>2</sup>- Hsu, D. H., & Kenney, M. "Organizing venture capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973", *Industrial and Corporate Change*, 14(4), 579-616, 2005.

---

A la fin des années soixante, les opérations de capital-risque réalisées sur le territoire américain présentent une performance élevée et les gains importants du secteur attirent d'autres acteurs de l'économie, privilégiant les sociétés en commandite simple (SCS). En parallèle, le gouvernement américain met en place, en 1958, la *Small Business Administration (SBA)*, une entité juridique chargée d'accorder des subventions à des «*Small Business Investment Companies* », des entreprises réalisant des investissements en capital-risque également désignées sous le terme SBIC – des sociétés d'investissement privées qui pouvaient bénéficier d'avantages fiscaux et de droits d'emprunt de la *Small Business Administration* (à partir de 1992, il était également possible d'obtenir des fonds propres du Trésor américain à des taux attractifs), ce qui signifie que les investisseurs privés pouvaient bénéficier de prêts fédéraux avantageux ainsi que des règles fiscales favorables.

Le programme SBIC s'adresse aux sociétés de la catégorie dite petite dont les deux critères d'éligibilité de ces entreprises sont une valeur nette de 18,0 millions de dollars ou moins, et un revenu moyen après impôt net pour les deux années précédentes qui ne dépasse pas 6,0 millions de dollars USD. Au fur et à mesure, la structure de type *limited partnership (LP)* du métier est devenue la forme juridique dominante, utilisée pour lever des fonds destinés à être investis dans le capital-risque. La préférence à ce véhicule d'investissement est expliquée par des avantages fiscaux qu'il procure (transparence fiscale, particulièrement), qui ont séduit les investisseurs institutionnels.

Cependant, en dépit de ces mesures visant à améliorer l'industrie du capital-risque aux Etats-Unis d'Amérique, le montant du capital-risque était plutôt limitée. Le flux d'argent dans des fonds de capital-risque entre 1946 et 1977 n'a jamais dépassé quelques centaines de millions de dollars par an.

Au début des années 1970, le marché du capital-risque a stagné encore plus, principalement en raison d'une forte hausse de l'impôt sur les gains en capital – de 25 à 49 pour cent - ce qui a réduit le bénéfice potentiel sur les investissements. Dans le même temps, l'industrie a connu plusieurs échecs et les sociétés de capital-risque n'ont pas réussi à gérer la situation qui a surgi, une méfiance générale de l'industrie du capital-risque a ainsi émergé. A la fin des années 1970, l'industrie du capital-risque était très petite, homogène en termes de stratégie et de pratique, et la concurrence pour les bonnes affaires était faible. Quelques investisseurs et entrepreneurs considéraient le marché du capital-risque comme particulièrement important pour les entreprises nouvelles et de croissance, et l'intérêt des chercheurs académiques était limité.

Toutefois, au début des années 1980, l'industrie du capital-risque s'est développée de façon spectaculaire, en raison d'une augmentation des opportunités d'investissement et la mise en place d'incitations fiscales. Le marché a évolué d'environ 200 sociétés de capital-risque et d'un pool de capital-risque de 2,9 milliards de dollar en 1979 à près de 700 entreprises et un pool de plus de 30 milliards de dollar en 1989. Plusieurs raisons expliquent cette croissance, tels que l'autorisation accordée aux caisses de retraite d'investir dans de fonds de capital-risque, le rôle accru des conseillers en placement (aussi appelés *Gatekeepers*), la réduction successive de l'impôt sur les gains en capital de 49 à 28 pour cent et l'émergence de nouvelles technologies au sein de l'économie comme un terrain fertile pour les investissements de capital-risque.

La croissance remarquable de l'industrie du capital-risque dans les années 1980 a entraîné des changements fondamentaux dans la structure et le fonctionnement de l'industrie. Les sociétés de capital-risque ont évoluées en nombre et en taille et, par conséquence, le marché affichait une hétérogénéité accrue entre les entreprises, et une plus

grande spécialisation de l'investissement en termes de phases, d'industries et de régions.

Après cette période de croissance dans l'industrie du capital-risque aux Etats-Unis d'Amérique, le développement au cours des années 1980 et 1990 a été caractérisé par des hauts et bas. Au milieu des années 1980, les rendements sur les fonds de capital-risque ont commencé à diminuer, essentiellement en raison du surinvestissement dans diverses industries et l'entrée de capital-risqueurs inexpérimentés, donc les investisseurs étaient déçus par les rendements plus faibles et, ainsi, la collecte de fonds. La fin des années 1980 a été caractérisée par une baisse du capital-risque et un bouleversement de l'industrie, et le nombre de sociétés de capital-risque a diminué. Les capital-risqueurs avaient tendance à investir dans les phases ultérieures, et la spécialisation et la différenciation des stratégies d'investissement continuaient.

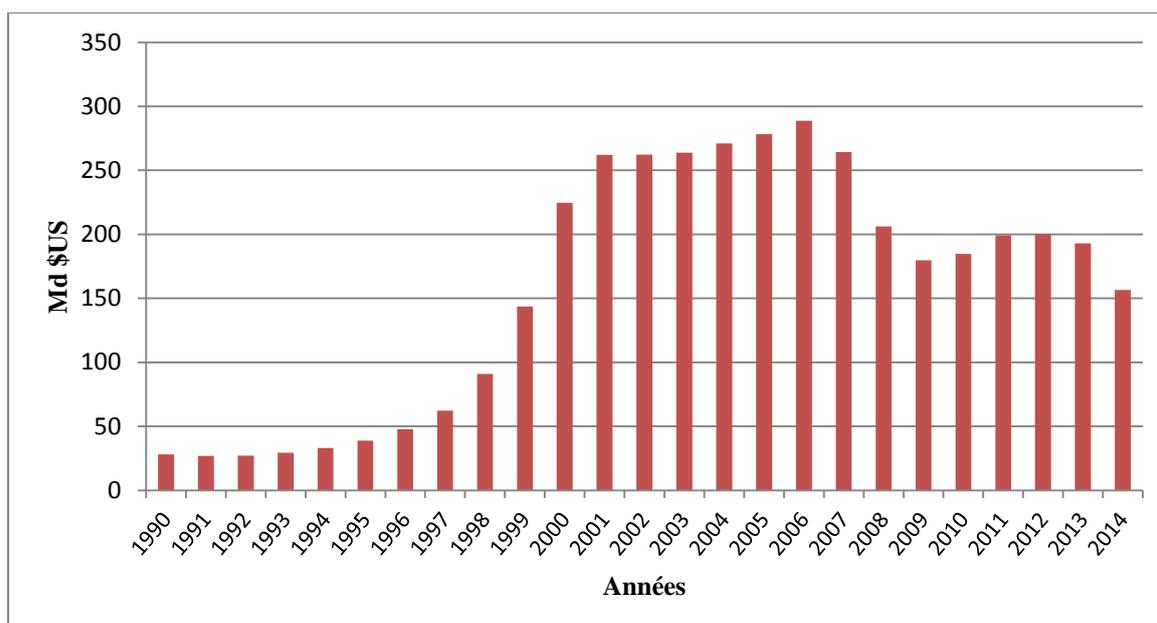
Malgré un regain d'intérêt et une amélioration globale au début des années 1990, le capital-risque a été encore fortement concentré dans quelques zones géographiques aux États-Unis d'Amérique et pourrait être considéré comme assez limité. Ainsi, l'investissement total réalisé par les sociétés de capital-risque n'a jamais dépassé 6 milliards dollar jusqu'en 1996. En l'an 2000, la dépense d'investissement total a atteint le montant spectaculaire de 105 milliards de dollar, et l'investissement moyen était d'environ 18 millions de dollar par entreprise (tableau n°05).

**Tableau n° 05 : Volume des transactions de capital-investissement aux Etats-Unis d'Amérique (1997-2009)**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Fonds Investis (Md\$)</b>	14.88	21.12	54.07	105.9	40.63	21.88	19.7	22.47	22.99	26.59	29.98	28.4	17.7
<b>Nbre de Transactions</b>	2536	2976	4406	6340	3779	2628	2439	2608	2682	3023	3226	3192	2372

Source : National Venture Capital Association (NVCA) Yearbook, 2015.

**Figure n° 07 : Capitaux sous gestion, Marché Américain (1990-2014)**



Source : National Venture Capital Association (NVCA), Yearbook 2015

A partir de l'an 2000 (figure n°07), le marché du capital-risque aux Etats-Unis d'Amérique s'est contracté en raison de la crise dite *dot.com*, où la baisse a été plus importante que dans de nombreux autres pays. L'année 2001 marque le début de la récession. Depuis l'éclatement de la bulle internet, le marché du capital-risque américain s'est stabilisé aux alentours d'une vingtaine de milliards de dollars. Toutefois, l'effet de la crise financière de 2007-2008 a eu un effet remarquable sur l'activité de capital-investissement, faisant reculer les capitaux sous-gestion du marché américain de 289 milliards de dollars en 2006 à seulement 180 milliards de dollars en 2009.

### 3. La diffusion du capital-risque en Europe

Le capital-investissement était longtemps considéré comme un phénomène plus ou moins américain. Malgré qu'une industrie émergente de capital-risque puisse déjà exister en Europe à la fin des années 70, on pouvait trouver, beaucoup plus tôt, des entreprises individuelles qui fournissait du capital en fonds propres à des sociétés non cotées, telles que 3i au Royaume Uni, Investco en Belgique et SVETAB en Suède. Ces entreprises étaient plutôt des initiatives isolées et le capital-investissement était en général inexistant en dehors des Etats-Unis d'Amérique durant les années 70.<sup>1</sup>

Entré en Europe beaucoup plus tard après leur apparition aux Etats-Unis d'Amérique, le capital-investissement en général et le capital-risque en particulier se développent de façon beaucoup moins spectaculaire. Le capital-risque demeure une activité récente avec une pratique contrastée. Pendant les années quatre-vingt, le capital investissement poursuit sa croissance hors du territoire américain en se développant, après le Royaume-Uni, dans d'autres pays européens tels que l'Allemagne, la Suède et les Pays-Bas.

La part des fonds investis rapportés au Produit Intérieur Brut (PIB) en Europe reste inférieure à celle que l'on retrouve au niveau des Etats Unis d'Amérique (0,156 contre 0,22%), avec une augmentation considérable en 1999 pour accuser un ralentissement en 2000 lié principalement au retournement de conjoncture sur les marchés financiers. L'année 2001 est marquée par un recul des fonds investis dans l'ensemble des pays européens. Dans certains pays en particulier, l'activité de capital-risque a enregistré une évolution marquante, à l'image du Royaume-Uni avec une allocation passée de 2% à 12% entre 1999 et 2000, ou encore la Norvège qui a multiplié par trois ses investissements.<sup>2</sup>

Les secteurs modernes de capital-investissement en Europe ont été initiés par les changements majeurs induits par l'adoption de la structure *Limited Partnership / General Partnership*. Le Royaume-Uni a ses versions locales (Britanniques et Ecossois) de la structure américaine. La France a adapté ce cadre à sa législation locale en créant le Fonds Commun de Placement à Risque (FCPR). La Suisse a également créé sa propre version, à l'instar du Luxembourg. L'une des motivations était d'offrir aux sociétés de capital-risque locales les mêmes avantages que les structures off-shore. À bien des égards, les pays européens ont défini un cadre spécifique d'impôt pour les gains en capital, ainsi qu'un terme défini afin d'encourager les investisseurs à investir dans des entreprises de capital-risque<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup>- Landström, H. "Research on Institutional Venture Capital, the Past, the Present, the Future", *Institute of Economic Research*, Lund University, 2008, p13.

<sup>2</sup>- Stéphanie, É. *La relation capital-risque/PME: fondements et pratiques*, De-Boeck, Bruxelles, Belgique, 2003, p53.

<sup>3</sup>- Demaria, C. *Op-cit.*, 2013, p40.

---

Malgré l'adoption des meilleures pratiques des Etats-Unis d'Amérique, qui est un acte inhabituel à l'échelle européenne, l'industrie du capital-risque a récemment émergé comme un acteur important du capital-investissement, capable d'attirer les investisseurs internationaux. La raison est que jusqu'en 2001, les rendements aux Etats-Unis d'Amérique apparaissaient beaucoup plus attrayants qu'en Europe, pour un niveau de risque donné. En raison de la crise que le capital-risque connaît aux Etats-Unis d'Amérique, les gestionnaires des fonds de capital-risque européens ont pris les devants dans la scène de la levée des fonds. Toutefois, les fonds de capital-risque européens ne lèvent toujours qu'une fraction de ceux recueillis par les fonds américains.

L'Europe a déployé une multitude d'initiatives pour créer un secteur du capital-risque viable. Chaque pays a adopté quelques idées en provenance des Etats-Unis d'Amérique, tels que les *Limited partnerships* et le système des *SBICs*, pour créer un levier national pour ses start-ups. Ces initiatives ont été difficiles, tortueuse et coûteuse - et surtout resté en premier lieu essentiellement national. Ainsi, contrairement aux Etats-Unis d'Amérique où le développement du capital-investissement est lié au pouvoir d'investisseurs privés, en Europe, les prémices de cette industrie sont davantage fondées sur les initiatives publiques. L'émergence du capital-investissement est une résultante de la volonté de l'Etat de faire de ce mode de financement l'un des piliers d'une politique de financement de l'innovation et de la création d'entreprises. A cet effet, l'essor des investissements constatés sur le continent concerne tout d'abord les entreprises au stade d'amorçage ou de création.

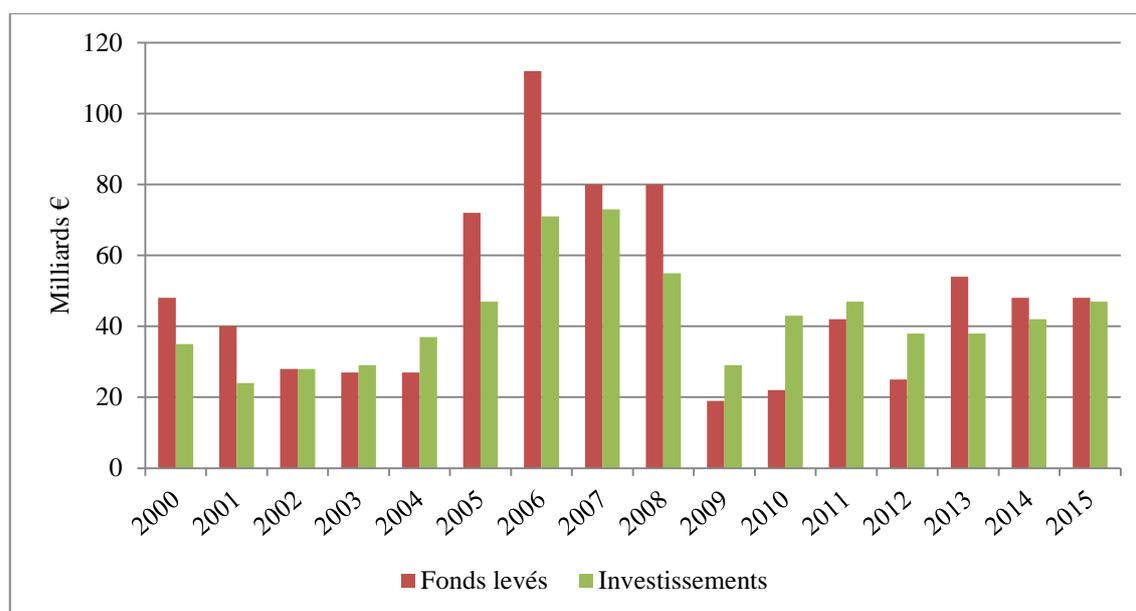
**Tableau n° 06 : Les investissements en capital-investissement et capital-risque en Europe (milliards d'Euros)**

Années	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Fonds Investis (CI)</b>	9.7	14.5	25.1	35	24.3	27.6	29.1	36.9	47.1	71.2	68.3	54.1	21.3
<b>Dont (CR)</b>	4.1	6	10.7	19.7	12.2	9.8	8.4	10.3	12.7	17.3	11.5	7.54	4.5

Source : *European Venture Capital Association (EVCA), Yearbook 2009.*

Selon le tableau n°06, les montants investis dans ces jeunes entreprises (qui constituent la part du capital-risque) ont augmenté de 4,1 milliards d'euros en 1997 à 12,2 milliards d'euros en 2001 et représentent 50 % des montants investis dans le capital-investissement ou « *private equity* ».

Toutefois, la période 2001-2003 est marquée par un ralentissement du « *venture capital* » en raison de l'éclatement de la bulle internet. Parallèlement, l'activité du capital-investissement poursuit une croissance progressive jusqu'en 2006. A partir de 2007, les fonds investis aussi bien en « *private equity* » qu'en « *venture capital* » connaissent une chute fortement marquée entre 2008 et 2009 ; une tendance qui résulte de la crise financière. Avec tous ces chiffres, le capital-investissement français s'installe au premier rang en Europe continentale devant le Royaume-Uni.

**Figure n° 08 : Evolution annuelle de l'activité de Capital-Investissement en Europe**

Source : *European Venture Capital Association, Yearbook 2015*

Finale­ment, les opérations de capital-investis­sement réalisées sur le territoire européen, en gé­néral, concernent principale­ment le capital-risque et le capital-dé­veloppement. Ces investis­sements sont toutefois plus modestes que ceux réalisés aux Etats-Unis d'Amérique et le marché Européen est encore peu structuré.

#### 4. L'avantage du Royaume-Uni

Le Royaume-Uni s'est imposé comme le premier marché européen, grâce notamment à sa cotation avancée des sociétés de capital-risque telles que 3i en 1994. 3i était à bien des égards l'école de capital-investis­sement du Royaume-Uni, créée en 1945 à l'origine comme l'*Industrial and Commercial Finance corporation*, pour surmonter les obstacles freinant les petites et moyennes entreprises qui faisaient face à un manque de financement bancaire mais qui étaient en même temps trop petites pour avoir recours aux marchés de capitaux publics.<sup>1</sup>

Capitalisant sur ce point, ainsi que sur l'influence de son centre financier, sa proximité culturelle et linguistique aux Etats-Unis d'Amérique et une tradition d'innovation, le Royaume-Uni est devenu le lieu préféré pour la création d'une structure de capital-investis­sement. Les gestionnaires régionaux ou paneuropéens des fonds de capital-investis­sement ont choisi Londres comme lieu principal pour leur siège.

En guise d'explication de la concentration des fonds de capital-investis­sement aux Royaume-Uni par rapport à l'Europe, Gilligan & Wright<sup>2</sup> se servent des exigences des gestionnaires de fonds de capital-investis­sement en termes de conditions nécessaires à l'activité, à savoir :

- La disponibilité des fonds à investir.
- les opportunités d'investissement (deal flow).

<sup>1</sup> Demaria, C., *Op-cit.*, 2013, p42.

<sup>2</sup> Gilligan, J., & Wright, M., *Op-cit.*, 2014, pp53-54.

- des ressources ayant les compétences nécessaires pour générer, négocier, structurer et gérer les investissements.
- la disponibilité des options de sortie (marché boursier, marché d'acquisitions/fusions).

Toutefois, ces conditions nécessaires étant toutes remplies au Royaume-Uni, le nombre d'endroits alternatifs dans le monde où ces conditions sont également réunis augmente en raison de la mondialisation des marchés financiers et des sociétés de services professionnels. Le choix du Royaume-Uni est donc de plus en plus dépendant d'une interrelation complexe d'autres facteurs économiques, juridiques et culturels, tels que l'environnement économique (conseillers, infrastructure bancaire..., l'environnement réglementaire, environnement fiscal, l'environnement légal (application efficace du droit des contrats) et l'environnement culturel.

## **5. Le capital-investissement français**

Le capital-investissement est officiellement présent en France en 1955 avec la création des Sociétés de Développement Régionales chargées de participer à la création et au renforcement financier des petites entreprises régionales, qui s'est avéré peu efficace. Le véritable développement du capital investissement en France se fait au début des années quatre-vingt grâce à de nouvelles mesures prises par le gouvernement français. Les plus importantes ont lieu en 1984 avec la promulgation de la loi sur le Rachat des Entreprises par les Salariés, la création de l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC) et la mise en place des Fonds Communs de Placement à Risques (FCPR).

Le développement du capital-risque français est fortement marqué par le rôle de l'Etat qui institutionnalise le capital-risque comme mode de financement du développement de l'entreprise :

- par la création de structures de financement, les Fonds Communs de Placement à Risque (1983).
- par des incitations fiscales à « l'initiative économique » (1984) et aux sociétés spécialisées dans les apports de fonds aux entreprises non cotées.
- par la création en 1982 d'une société d'assurance du capital risque français : la SOFARIS.

Cette institutionnalisation s'est traduite par la mise en place d'une organisation professionnelle en 1984, l'Association Française des Investissements en Capital (AFIC). Ceci a pour conséquence un accroissement important des volumes annuels d'investissements en capital-risque et du nombre d'opérateurs.

---

## Conclusion du chapitre un

Ce chapitre avait pour objectif de définir les premiers axes autour desquels est conçu l'objet d'étude de ce travail de recherche qui porte sur la pertinence du modèle de financement par capital-investissement. Ce chapitre a procédé en premier lieu par situer l'industrie du capital-investissement au sein du système financier dont elle fait partie intégrante, en particulier dans sa fonction de mobilisation des capitaux vers l'investissement, et ce suivant des logiques et fondements spécifiques par rapports aux autres modes de financement disponibles au sein de l'économie, tels que l'intermédiation classique bancaire et les marchés boursiers organisés. Cette approche sert, en plus d'une définition organisationnelle du capital-investissement, à fournir une argumentation en faveur de ce modèle alternatif de financement, et par conséquent d'investissement, et le rôle important que le capital-investissement est en mesure de jouer dans l'amélioration de l'efficacité du système financier dans sa fonction de mobilisation des fonds.

D'une part, le capital-investissement représente pour les entreprises un mode alternatif de financement permettant de leur fournir des capitaux viables sous forme de participations temporaires à moyen et long terme. D'autre part, le même modèle est considéré, du point de vue des investisseurs, comme un actif alternatif d'investissement leur permettant de se diversifier et réaliser des rendements supérieurs. Favorisant dans sa version initiale les entreprises à fort potentiel de croissance et rendement élevé, tout en étant exposé à des risques proportionnellement plus élevés, le capital-investissement s'est imposé comme le mode le plus approprié pour le financement et l'accompagnement des entreprises innovantes et les PME qui, quoique représentatives du tissu essentiel de tout développement économique, sont heurtées à une pénurie pénalisante de capitaux auprès des autres sources de financement *traditionnelles*.

L'étude de la nature du capital-investissement, dans sa fonction de financement des entreprises, et sa comparaison avec les principes de la finance islamique a permis de constater une conformité sur plusieurs fondements et pratiques entre les deux modes, faisant du capital-investissement un modèle de financement et d'investissement potentiellement admissible au sein des pays à majorité musulmane réticente de traiter avec les banques conventionnelles et les modes d'investissement non conformes à la *Charia*. La promotion de cette industrie sous cette motivation est susceptible d'une part, de drainer une épargne dormante considérable en vue de la mettre au service de l'économie, et d'autre part, de promouvoir la création et l'expansion des petites et moyennes entreprises qui représente le moteur de développement économique.

Un troisième axe de recherche était dans ce chapitre de situer l'activité de capital-investissement dans le temps à travers l'étude de son évolution depuis son apparition sous sa forme conventionnelle. Le capital-investissement est passé par au moins trois phases de développement, initiées par l'apparition du secteur aux Etats-Unis d'Amérique, avant de franchir la frontière européenne puis s'étendre vers le reste du monde.

## **CHAPITRE II : STRUCTURE ET FONCTIONNEMENT DU CAPITAL-INVESTISSEMENT**

Partant de l'analyse du chapitre précédent sur les fondements théoriques et historiques du modèle de financement par capital-investissement, l'objectif du présent chapitre est d'analyser, successivement, la structure du marché de capital-investissement et ses règles de fonctionnement, ses métiers spécialisés par phases de développement des entreprises cibles et l'ensemble des intervenants qui constituent les parties prenantes de son circuit de financement. Chacun de ces axes d'analyse est abordé dans une section dédiée.

La première section vise, en premier lieu, l'élaboration d'une typologie complète du secteur tant du côté de l'offre que représente les diverses sources des fonds mobilisables, que du côté de la demande de ces capitaux exprimée par des entreprises qui se trouvent dans des stades de développement différents. Du point de vue de l'offre de capitaux conformes aux principes du capital-investissement, ce secteur est généralement subdivisé en trois créneaux selon la nature de l'offreur des capitaux, à savoir : institutionnel, industriel ou informel. Un intérêt particulier est accordé au capital-investissement institutionnel qui correspond à l'unité d'analyse du présent travail de recherche, les deux autres sources du capital-investissement ne seront pas explicitement abordées étant donné qu'elles présentent des logiques de fonctionnement particulières pouvant faire l'objet d'études à part.

L'analyse de la nature du capital-investissement, à travers sa définition et segmentation abordées au niveau du chapitre précédent, a permis de démontrer que ce modèle de financement couvre pratiquement tout le cycle de développement d'une entreprise à commencer par sa création jusqu'à son déclin, en passant par la croissance, le développement, la maturité et, éventuellement, le changement de son actionnariat. Selon cette perspective, l'activité de capital-investissement, objet de la deuxième section, est souvent scindée en plusieurs métiers selon le stade de développement auquel s'intéressent les apporteurs des fonds dans une logique de spécialisation par stade de développement des entreprises à financer. La troisième section présente les différents intervenants dans cette chaîne d'intermédiation spécifique qu'offre l'industrie du capital-investissement au sein du système financier.

## Section 1 : Typologie du capital-investissement

Pour élaborer une typologie complète de l'activité de capital-investissement, deux critères majeurs sont utilisés en vue de distinguer entre les différentes composantes de cette industrie, à savoir : l'origine des fonds et la phase de développement des entreprises financées.

Selon la phase d'intervention du financement par capital-investissement, cette industrie est souvent scindée en plusieurs segments regroupant les financements effectués pour un type particulier d'entreprises.

### Sous-section 1. Origine des fonds

Le marché de capital-investissement consiste au moins en trois compartiments selon la nature de l'investissement en capital, à savoir : le capital-investissement institutionnel, le capital-investissement industriel et le capital-investissement informel.<sup>1</sup>

#### 1. Capital-investissement institutionnel

Les sociétés du capital-investissement institutionnel agissent en qualité d'intermédiaires entre, d'un côté, les institutions financières, les grandes entreprises, les fonds de retraite, les familles riches, et, de l'autre côté, les entreprises non cotées, en levant des fonds auprès des premiers pour l'investir chez les derniers.

Le capital-investissement institutionnel est également défini comme étant les investissements professionnels à long terme de fonds propres à risque non cotées dans de nouvelles entreprises où la rémunération principale est l'éventuel gain de capital complété par des dividendes. Ainsi, l'industrie du capital-investissement institutionnel comprend des professionnels à temps plein qui lèvent des fonds auprès des caisses de retraite, des compagnies d'assurance, des banques et autres institutions financières pour investir dans des projets d'entreprise. Les sociétés du capital-investissement institutionnels prennent diverses formes: des sociétés cotées, des filiales «captive» des grandes banques et autres institutions financières, et des sociétés indépendantes. Ces formes dépendent de la forme de propriété de la société, à savoir :

- Les sociétés de capital-investissement indépendantes, organisées sous forme de sociétés en commandite, jouent le rôle de commandité (*general partner*) qui collecte les fonds auprès des commanditaires (*limited partners*) tels que les investisseurs institutionnels (par exemple, les fonds de pension, compagnies d'assurance et banques).
- Les sociétés de capital-investissement dites captives sont principalement financées par les ressources internes d'une institution mère - souvent une institution financière, comme une banque ou compagnie d'assurance, mais parfois par une société non financière (ce que l'on appelle le «capital-risque industriel»).
- Les organismes de capital-risque publics, qui sont financés et contrôlés par les institutions du gouvernement.

Depuis les années 1980, la structure de *limited partnership* a émergé comme la forme d'organisation dominante du capital-investissement. Dans une telle forme d'organisation, les sociétés de capital-risque sont les commanditées et contrôlent les activités du fonds de capital-investissement, alors que les investisseurs agissent en qualité de commanditaires

---

<sup>1</sup>- Landström, H. Handbook of research on venture capital, Edward Elgar Publishing, UK, 2007, pp7-9.

qui ne sont pas impliqués dans la gestion quotidienne du fonds.

Un fait qui rend la définition du capital-investissement institutionnel encore plus compliqué est que la compréhension du capital-investissement institutionnel est différente d'un pays à un autre. En outre, les caractéristiques des industries du capital-investissement en Europe et aux Etats-Unis d'Amérique ne sont pas les mêmes, ce qui indique que la perception et la définition du capital-investissement diffèrent sensiblement entre ces marchés.

## 2. Capital-investissement industriel (*corporate venture capital*)

Le capital-risque industriel est une partie du marché de capital-investissement institutionnel sous la forme d'organisation de type captif. Maula définit le capital-risque industriel comme étant « les investissements en fonds propres ou quasi fonds propres dans de jeunes entreprises privées, où l'investisseur est un intermédiaire financier d'une société non financière »<sup>1</sup>. Ainsi, la principale différence entre le capital-risque institutionnel et le capital-risque industriel est le sponsor du fonds - en capital-risque industriel, le seul *limited partner* est une société ou une filiale d'une société.

Le capital-risque industriel doit être considéré comme un outil stratégique spécifique dans la boîte à outils de l'entreprise. Il existe plusieurs autres outils qui peuvent être utilisés dans le but de développer de nouvelles affaires. Une distinction peut être établie entre deux sous-types de capital-risque industriel<sup>2</sup> :

- Le capital-risque industriel interne, dans lequel les innovations et les nouvelles entreprises sont développées à différents niveaux à l'intérieur des frontières de l'entreprise.
- Le capital-risque industriel externe, qui se traduit par la création d'entités semi-autonomes ou organisationnelles autonomes qui résident en dehors de l'entreprise existante. C'est dans ce cadre que le capital-risque industriel est utilisé comme un outil pour les fins stratégiques et le développement d'affaires, en parallèle avec d'autres outils tels que les alliances industrielles et les acquisitions.

## 3. Capital-investissement informel

Le marché du capital-risque informel a été longtemps associé et considéré comme équivalent au «*business angels* ». A l'origine, le terme «*angel* » a été utilisé pour décrire les personnes qui ont aidé à financer des productions théâtrales sur Broadway «*theatre angels*». Les «anges» investissaient dans ces productions principalement pour le plaisir de côtoyer leurs acteurs préférés. Il était une question d'investissement à haut risque - les personnes perdraient leur argent si la production était un échec, mais partage les bénéfices si elle a réussi<sup>3</sup>. Wetzel<sup>4</sup> a été, plus tard, l'un des premiers à inventer le terme «*business angels*» pour les personnes fournissant le même genre de placements à risque chez les jeunes entreprises entrepreneuriales. Sur cette ligne de pensée, un «*business angel* » est une personne riche qui investit dans des entreprises entrepreneuriales. Bien que les "anges"

---

<sup>1</sup> - Maula, M.V.J. *Corporate Venture Capital and the Value-added for Technology-based new Firms*, Doctoral Dissertation, Institute of Strategy and International Business, Helsinki University of Technology, Espoo, Finland, 2001, p9.

<sup>2</sup> - Idem, pp9-11.

<sup>3</sup> - DeGennaro, R. P., & Dobson, E. L., "The Future of Angel Finance". In *The World Scientific Reference On Entrepreneurship*, pp. 91-107. 2017.

<sup>4</sup> - Wetzel, W. E. "Angels and informal risk capital", *Sloan Management Review*, 24(4), 23-34, 1983.

---

accomplissent un grand nombre des mêmes fonctions que les capital-risqueurs, ils investissent leur propre capital plutôt que celui des investisseurs institutionnels ou individuels.

Les *Business Angels* regroupent « les particuliers fortunés qui investissent leur propre argent, ainsi que leur temps et leur expertise, directement dans des sociétés non cotées dans lesquelles ils n'ont aucun lien de famille, dans l'espoir de réaliser un gain financier »<sup>1</sup>. Cette définition des investisseurs informels inclut non seulement les investissements des *business angels*, mais aussi ceux qui sont réalisés par des investisseurs privés moins actifs dans les entreprises dans lesquelles ils investissent ainsi que les investisseurs privés qui investissent de plus petits montants de capitaux dans des sociétés non cotées. D'autre part, la définition exclut les investissements effectués par le cercle de « famille et amis ». Cette perspective étant controversée, un argument central dans la définition précédente est que les investissements effectués par les proches et amis sont basés sur d'autres égards et critères d'investissement que ceux des investisseurs externes et, par conséquent, les investissements familiaux devraient être exclus de la définition.

Sans prendre une position définitive, il y'a lieu de conclure qu'il existe plusieurs définitions du capital-risque informel: à partir de «*business angels*» dans un sens étroit, à la définition plus large des «investisseurs informels», et finalement en y incluant également les investissements réalisés par le cercle « famille et amis » de l'entrepreneur.

#### 4. Comparaison entre les trois sources de capital-investissement

Un aperçu des similitudes et des différences entre les trois formes du capital-investissement est un moyen approprié pour conclure le débat sur la définition et les différentes sources du capital-investissement.

Le tableau n°07 ci-dessous montre que les différentes sources du capital-investissement semblent représenter des sources de financement partiellement complémentaires et partiellement chevauchantes : complémentaire dans le sens de l'investissement dans les différentes phases de développement de l'entreprise ainsi que le montant du capital fourni; chevauchantes puisque chaque catégorie d'investisseurs investit dans un large éventail d'entreprises.

**Tableau n° 07 : Caractéristiques des catégories de capital-investisseurs**

	<b>Capital- investissement Institutionnel</b>	<b>Capital- investissement industriel</b>	<i>Business Angel</i>
<b>Source des fonds</b>	Investisseurs institutionnels en qualité de <i>Limited Partners</i>	Fonds de l'entreprise	Propres argent
<b>Forme juridique</b>	Limited partnership	Filiale d'une grande entreprise	Particuliers

<sup>1</sup>- Mason, C. M. "Informal sources of venture finance", *In The life cycle of entrepreneurial ventures*, Springer (pp259-299), USA, 2006, pp262-263.

<b>Motif d'investissement</b>	Croissance des fonds propres	Croissance stratégique et des fonds propres	Croissance des fonds propres et avantages intrinsèques
<b>Investissement</b>	Investisseurs expérimentés	Expérience dans l'industrie / technologie	Expérience variée
<b>Contrôle</b>	Contrôle formel	Contrôle d'entreprise	Contrôle informel

Source : Landström, H., *Op-cit.*, 2007., p10.

Ainsi, capital-investissement institutionnel, *business angels* et capital-risque industriel semblent tous avoir des caractéristiques distinctives. De toute évidence, la source des fonds et le statut juridique diffèrent, tout comme les motifs d'investissement - tous les capital-risqueurs ont une certaine forme de motif financier, bien que le capital-risque industriel mette plus l'accent sur les aspects stratégiques. L'investissement et le contrôle diffèrent, particulièrement pour les *Business angels* qui se distinguent par le fait que leur capacité d'investissement et le temps consacré à la *due diligence* sont beaucoup plus limités; ils ont également un processus de contrôle beaucoup plus informelle par rapport aux capital-investisseurs institutionnels et industriels.

## Sous-section 2. Nature de l'entreprise cible et capital-investissement

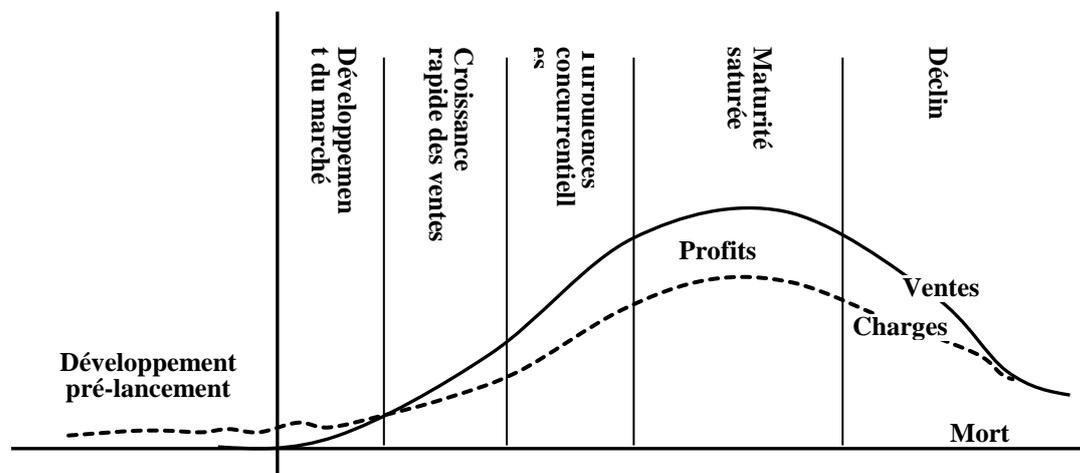
Selon le cycle de développement des entreprises cibles, le capital-investissement est souvent subdivisé en plusieurs sous-catégories.

### 1. Cycle de vie de l'entreprise

En se basant sur les apports de la théorie du cycle de vie des entreprises, l'activité de capital-investissement est souvent organisée en quatre segments distincts selon la phase de développement durant laquelle l'entreprise recourt au capital-investissement pour financer ses activités. Cette approche consiste à examiner les étapes de la vie d'une entreprise comme celles de n'importe quel autre être vivant de sa naissance à sa disparition.

La figure n°09 présente l'évolution d'une entreprise depuis son état de projet jusqu'à sa déclin suivi, éventuellement par sa mort.

Figure n° 09 : Cycle de vie des entreprises



Source : James, B. G., *The theory of the corporate life cycle. Long Range Planning*, 6(2), 68-74. 1973, p68

Toute enquête superficielle de l'activité des entreprises tend à indiquer que l'entreprise comme une entité se transforme rapidement en un macrocosme des produits, services et processus sur lesquels son existence est fondée. En fait, le motif de la vie de l'entreprise qui est en train d'émerger porte une ressemblance frappante avec le concept du cycle de vie du produit<sup>1</sup>.

Dans cette perspective, l'analyse des opérations de l'entreprise, dans ses domaines fonctionnels de base, permet d'avoir un aperçu de la tendance de l'évolution de l'entreprise et, dans une certaine mesure, la position de l'entreprise dans son cycle de vie.

## **2. Phases de développement d'une entreprise**

Les phases types du développement d'une entreprise sont initiées par son émergence suivie par une période de croissance, puis maturité et finalement déclin.

### **2.1. Emergence**

Dans un premier temps, les entreprises émergentes sont souvent des petites entités dépendantes d'un produit, un procédé ou un service et sont des propriétés privées. Le capital des entreprises émergentes est largement conféré par les dirigeants de l'entreprise et/ou un nombre limité de partenaires externes. Les entreprises dans cette phase ont toujours une grave pénurie de liquidités avec lesquels elles peuvent faire face à leurs engagements immédiats puisque les revenus de leurs opérations prennent un certain temps pour commencer à entrer en quantité suffisante.

Un contrôle inadéquat des flux de trésorerie est à l'origine d'un nombre élevé de mortalités des entreprises dans la phase d'émergence, remarquablement similaire au taux de mortalité élevé des lancements de nouveaux produits.

### **2.2. Croissance**

Bien que les bénéfices des derniers stades de la phase d'émergence soient réinvestis dans l'entreprise, cette dernière atteint un point où un refinancement majeur est essentiel. Un nouveau capital permettra à l'entreprise de financer l'accroissement de l'échelle de ses opérations.

L'entreprise procède souvent, à ce stade, à sacrifier une partie de ses fonds propres en faisant une offre, au grand public, de participation dans sa propriété. Cela fournira à l'entreprise une infusion de trésorerie sur laquelle se base son expansion.

Au stade final de la phase de croissance, l'entreprise peut évaluer et envisager l'acquisition de petites entités comme un moyen de se procurer une croissance supplémentaire, soit en diversifiant par l'acquisition de nouveaux marchés et technologies afin de réduire la dépendance de l'entreprise, ou de consolider sa position sur ses marchés actuels.

### **2.3. Maturité**

L'entreprise progresse dans la phase de maturité lorsque le taux de croissance à la fois du chiffre d'affaires et de la rentabilité commence à se stabiliser. A la dernière partie de la phase de maturité l'entreprise entre dans une période de stagnation.

Le revenu des ventes et les bénéfices tendent à être au niveau le plus élevé dans

---

<sup>1</sup> James, B. G. "The theory of the corporate life cycle", *Long Range Planning*, 6(2), 68-74, 1973, p68.

l'histoire de l'entreprise, ses investissements durant la phase de croissance dans de nouveaux produits, acquisitions et opérations à l'étranger produisent actuellement des rendements élevés et l'entreprise est littéralement en plein essor. Ces résultats occultent souvent les tendances sous-jacentes dans l'environnement opérationnel de l'entreprise. Ainsi, des changements graduels de l'économie et de la demande des consommateurs ainsi que la hausse des coûts de la main d'œuvre et des matières premières commencent à générer des coûts unitaires de production et des frais généraux plus élevés, produisant une baisse du rendement sur l'investissement en capital et une érosion des marges bénéficiaires.

#### 2.4. Déclin

Une entreprise peut être considérée comme ayant atteint la phase de déclin lorsque les bénéfices et les ventes baissent à plusieurs reprises et passent au-dessous des niveaux enregistrés au cours de la période correspondante au cours des années précédentes, et les baisses de bénéfices et des niveaux de ventes deviennent progressivement plus raides sans aucune indication de reprise.

### 3. Compartiments du marché du capital-investissement

En se basant sur la théorie du cycle de vie de l'entreprise, le capital-investissement, qui est une activité financière où des investisseurs prennent des participations dans des sociétés ayant des besoins en fonds propres, est communément organisé en plusieurs segments selon le stade auquel intervient du capital-investisseur.

Le développement de l'industrie du capital-investissement commence lorsque l'entrepreneur se rend compte qu'il a besoin d'être financé par des investisseurs externes pour soutenir l'expansion ou la transformation de son entreprise. Par conséquent, l'investissement en fonds propres fournit des besoins financiers spécifiques d'une entreprise ou les capitaux pour en créer une.

Les entreprises ont besoin de financements au cours du développement des ventes, qui se produit durant différentes étapes pour chaque entreprise. Les paramètres qui mesurent les besoins de l'entreprise pour le financement sont l'investissement, la rentabilité, les flux de trésorerie, et la croissance des ventes. Ces quatre variables sont strictement liées entre elles, et devraient être évaluées dans une perspective à long terme. Elles représentent la phase dans laquelle se situe l'entreprise, et aident les financiers à définir leur stratégie vis-à-vis de l'entreprise.<sup>1</sup>

L'analyse de ces quatre paramètres permet d'identifier les phases types de la vie de l'entreprise, utilisées pour classer ses besoins financiers. Ainsi, six phases de développement différentes se distinguent :

- Phase 1 : Amorçage (*seed capital*).
- Phase 2 : Démarrage (*Start-up*).
- Phase 3 : Première croissance (*early growth*).
- Phase 4 : Croissance rapide (*rapid growth*).
- Phase 5 : Maturité (*mature age*).
- Phase 6 : Déclin (*Crisis and/or decline*).

---

<sup>1</sup>- Caselli, S. Op-cit., 2010, p8.

Ces stades de développement influent sur les quatre paramètres - l'investissement, la rentabilité, les flux de trésorerie, et la croissance des ventes - utilisés lors de l'analyse des besoins financiers d'une entreprise et sa demande de capitaux propres.

Au premier stade, l'entrepreneur doit faire face à l'amorçage, dont la longueur dépend des caractéristiques de l'entreprise et de l'engagement de l'entrepreneur. L'objectif est de définir la meilleure structure pour l'avancement du projet. Dans cette phase, les ventes n'existent pas et la rentabilité et les cash-flows sont négatifs en raison de la présence d'investissements obligatoires, coûts de conseil juridico-fiscal, développement de l'ingénierie, etc.

La phase de démarrage se compose de la création et du lancement de l'activité de l'entreprise. Au cours de cette période, les ventes commencent mais la tendance n'est pas assez solide pour supporter les coûts encourus dans des investissements importants et substantiels liés à l'acquisition des facteurs de production. Par conséquent, les cash-flows et la rentabilité sont fortement négatifs.

Le stade suivant, la première croissance, se produit juste après le démarrage. Des investissements ont été réalisés et les besoins actuels de l'entreprise sont liés aux stocks, plutôt qu'au fonds de roulement; les revenus réalisés par l'entreprise sont en augmentation, conjointement avec une augmentation de la rentabilité et des cash-flows, même s'ils restent négatifs. Cependant, la tendance globale est positive et stable et la valeur négative devient positive.

Après une première croissance lente, l'entreprise franchit la phase d'une croissance rapide. Les investissements nécessaires sont les mêmes que pour le stade de première croissance, sauf que les ventes s'accroissent, et les cash-flows et la rentabilité deviennent positifs et en hausse.

La fin de la croissance rapide marque le début d'une période de maturité pendant laquelle la croissance des ventes tend vers zéro tandis que la rentabilité et les cash-flows se stabilisent. Au cours de cette phase, les investissements ne sont pas seulement liés aux stocks et/ou fonds de roulement, mais le remplacement des actifs inefficaces ou inutilisés doit également être pris en compte.

Le dernier des six stades est la phase de crise ou de déclin. Au cours de cette période, les ventes, la rentabilité et les cash-flows chutent et l'entreprise est incapable de décider quels investissements devraient être entrepris pour renverser le déclin.

Le tableau n°08 ci-dessous récapitule les paramètres d'estimation des besoins financiers d'une entreprise selon son stade de développement.

**Tableau n° 08 : Caractéristiques des quatre paramètres par stade de développement**

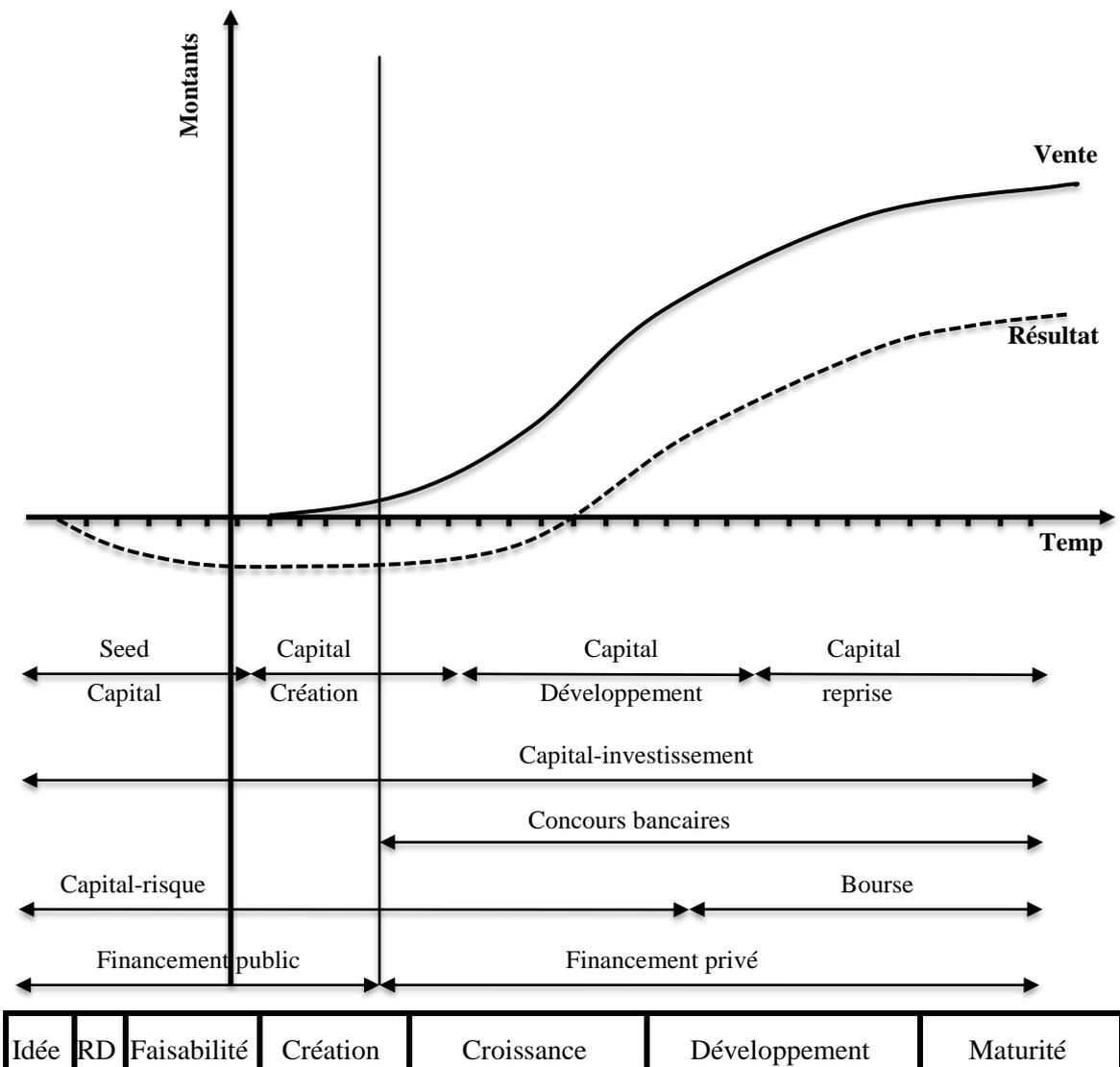
	<b>Investissement</b>	<b>Rentabilité</b>	<b>Cash-flow</b>	<b>Croissance des Ventes</b>
<b>Amorçage</b>	Axé sur les acquisitions de facteurs de production	Négatif	Négatif	Absent
<b>Démarrage</b>	Axé sur les acquisitions de facteurs de production	Fortement négatif	Fortement négatif	Départ

<b>Première croissance</b>	Limité au financement des stocks	Négatif mais en baisse	Négatif mais en baisse	Positif et en hausse
<b>Croissance rapide</b>	Limité au financement des stocks	Positif et en hausse	Positif et en hausse	Positif mais en baisse
<b>Maturité</b>	Axé sur l'inventaire ou sur le remplacement	Fin de l'accroissement	Fin de l'accroissement	Tendance vers zéro
<b>Déclin/crise</b>	Non identifiable	En chute	En chute	Négatif

Source : Caselli, S., *Op-cit.*, 2010, p9.

Le modèle de capital-investissement européen, représenté particulièrement par la conception française de cette industrie, tente de se rapprocher de ce modèle anglo-saxon à travers des secteurs regroupant plusieurs stades de développement de l'entreprise (figure n°10).

**Figure n° 10 : Financement des phases de développement**



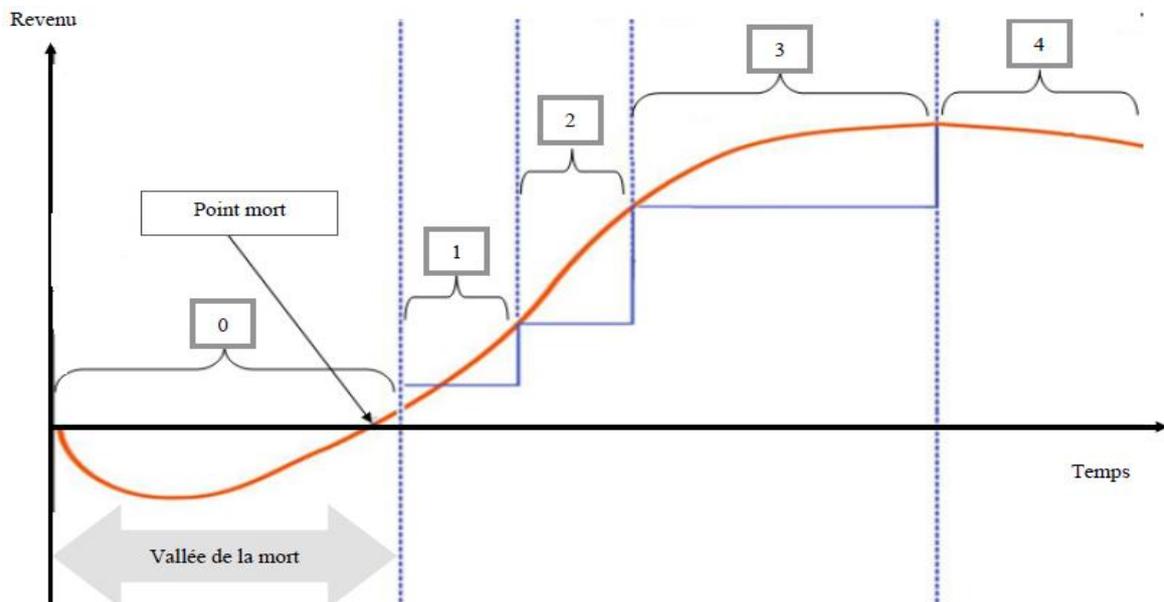
Source : Lachmann, J. *Stratégie et Financement de l'Innovation*, Economica, Paris, France, 2010, p 73

Ainsi, pour comprendre l'intervention du capital-investissement, il est utile d'examiner le rôle qu'il est amené à jouer dans les différentes étapes du développement de l'entreprise, de l'idée à la maturité, en passant par le démarrage, puis par la croissance<sup>1</sup>. Cette vision se limite toutefois au développement de l'entreprise et exclue, ainsi, la phase de déclin marquant une situation où le capital-investissement est également potentiellement éligible à apporter une solution à la situation.

Se limitant aux phases de développement de l'entreprise, tel qu'illustré par la figure n°10 ci-dessus, Lachmann identifie trois métiers du capital-investissement couvrant, chacun, un ou plusieurs phases du cycle de développement de la vie de l'entreprise : la création, le développement et la transmission/reprise de l'entreprise.

Une schématisation plus complète du cycle de vie d'une entreprise en relation avec les différents métiers de capital-investissement, est ainsi proposée en y intégrant, comme illustré par la figure n°11 ci-dessous, le stade de déclin généralement favorisé par le capital-retournement (*vulture capital*)<sup>2</sup>.

**Figure n° 11 : Cycle de vie d'entreprise et métiers du capital-investissement**



*Source : Cerveaux, L. K. Analyse de la pertinence du modèle de financement du capital investissement. Thèse de doctorat, Université de la Réunion, France, 2014, p62.*

*Lecture : La phase 0 est financée par le capital amorçage, la phase 1 par le capital-risque, a phase 2 par le capital-développement, la phase 3 par le capital-transmission et la phase 4 par le capital-retournement.*

La dynamique du cycle de vie de l'entreprise est marquée par l'évolution du risque associé au développement du processus d'innovation et au comportement du financier. L'analyse des phases de développement d'une entreprise révèle un ensemble d'éléments financiers fondamentaux pour les investissements à réaliser et à financer. Elle éclaire le profil temporel des besoins de financement de l'entreprise et met également en évidence le risque qui caractérise une activité entrepreneuriale, tout particulièrement lorsqu'elle est

<sup>1</sup> Lachmann, J. *Capital-risque et Capital-investissement*, Economica, Paris, France, 1999, p29.

<sup>2</sup> Cerveaux, L. K. *Analyse de la pertinence du modèle de financement du capital investissement*. Thèse de doctorat, Université de la Réunion, 2014, p62.

nouvelle.

Ainsi, l'approche du cycle de vie d'une entreprise permet de mieux faire apparaître toute la logique du financement d'une entreprise. Selon le stade de développement, le risque est plus ou moins élevé, et les moyens de financement plus ou moins disponibles. Au fur et à mesure du développement de la jeune entreprise, voire d'un processus d'innovation, les problèmes entrepreneuriaux perdent de leurs spécificités. En effet, quand la nouvelle entreprise entre dans la phase de croissance ou de maturité, elle est examinée selon les mêmes critères qu'une activité traditionnelle existante. Or, c'est en amont du cycle de croissance d'une entreprise que les difficultés d'accès aux moyens de financement sont à leur minimum.

Cette approche permet donc d'identifier clairement la gamme des métiers exercés par les financiers et toute la logique du financement par capital-investissement pouvant venir en complément des autres capitaux internes.

## Section 2 : Métiers du capital-investissement

L'objectif dans cette section est d'analyser, suivant le cycle de financement type d'une expertise, les différents métiers du capital-investissement dans une optique de spécialisation selon le profil de l'entreprise financée et son stade de développement. Cette distinction des métiers constitutifs de l'activité de capital-investissement est basée sur la notion du cycle de vie de l'entreprise présentée au niveau de la section précédente.

### Sous-section 1. Cycle de financement des entreprises

Le capital-investissement appartient au monde de la finance, même s'il reste loin d'être seulement une classe d'actifs financiers. L'analyse de l'univers des investissements dans cette industrie montre la nature spécifique du capital-investissement, qui est probablement le seul instrument financier capable de suivre une entreprise à travers chacune des étapes de son existence. De plus, que ce soit dans le processus d'investissement, les méthodes d'investissement ou dans le suivi de l'investissement, ce qui distingue le capital-investissement est l'importance de l'analyse qualitative par rapport aux données quantitatives. À cet égard, les individus sont vraiment la composante de base du capital-investissement<sup>1</sup>.

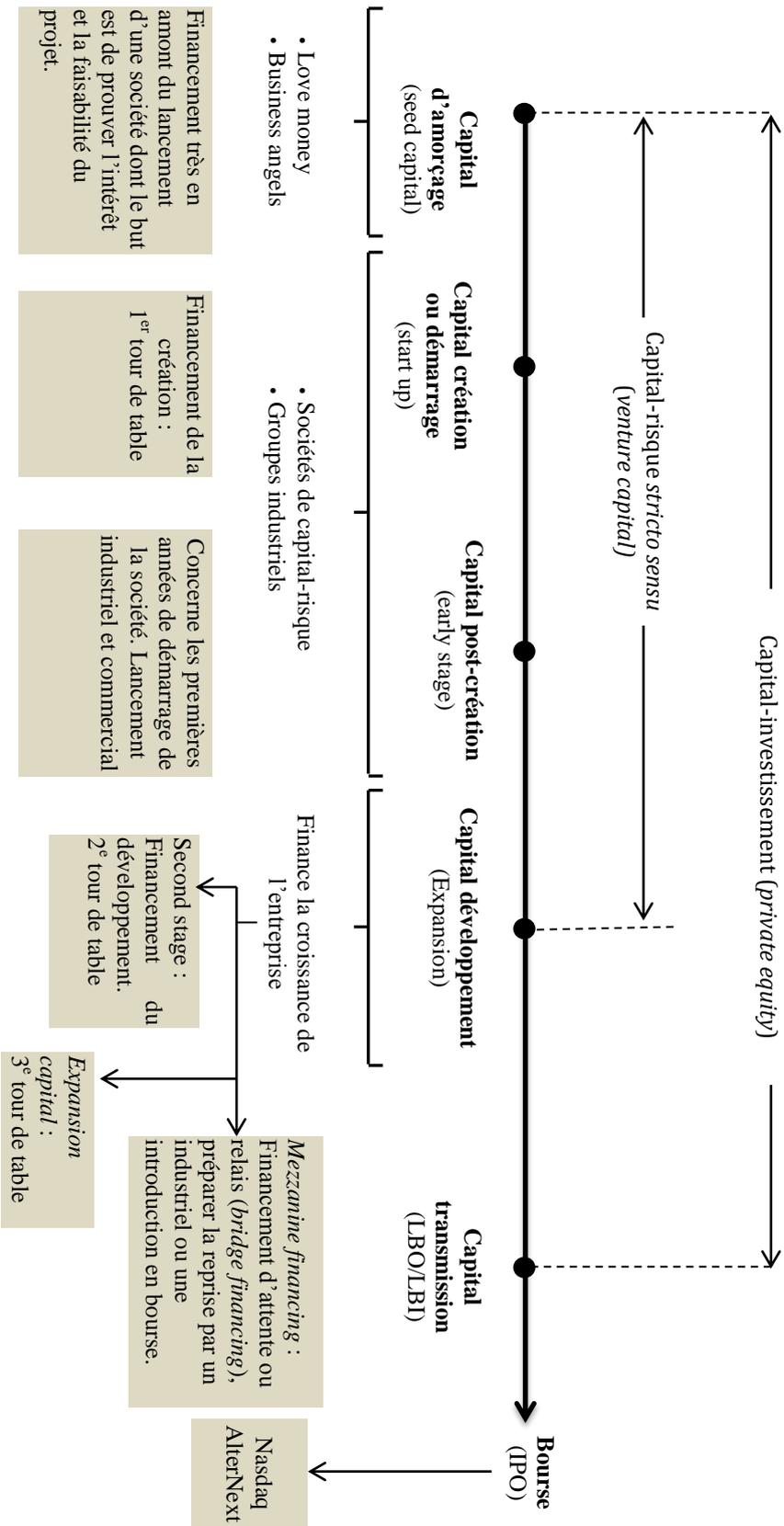
Le capital-investissement offre une solution de financement par capitaux propres ou quasi-fonds propres, de la création, au développement et à la restructuration d'une entreprise. La frontière entre les différents secteurs de l'investissement est relativement indéfinie. Ainsi, les fonds de capital-risque et les fonds de capital-développement peuvent parfois investir ensemble dans la même entreprise. À certains égards, le capital-développement et le capital-transmission peuvent également apparaître comme étant étroitement liés.

La figure n°12 ci-dessous récapitule les différentes formes d'intervention des capital-investisseurs tout au long des phases par lesquelles un projet d'entreprise passe depuis sa création jusqu'à son éventuelle cotation en bourse, marquant ainsi la sortie du capital-investisseur du capital de l'entreprise ainsi financée.

---

<sup>1</sup>- Demaria, C. *Op-cit.*, 2013, p117.

Figure n° 12 : Cycle de financement des projets innovants



Source : Cherif, M., *Le capital-risque*, Revue Banque, Paris, France, 2<sup>ème</sup> Ed, 2008, p 51.

## Sous-section 2. Segmentation des métiers de capital-investissement

Il s'agit dans ce qui suit de présenter les différents segments du capital-investissement selon la phase d'intervention de son financement au sien de l'entreprise. Ainsi, quatre (4) métiers de base sont identifiés pour un capital-investisseur : le capital-risque, le capital-développement, le capital-transmission et le capital-retournement.

### 1. Le capital-risque stricto sensu

La profession de capital-risqueur *stricto sensu*, inspiré de la démarche américaine du *venture capital*, est formée par les trois premiers stades du cycle de vie de l'entreprise, tels que présenté ci-dessus, le *seed capital*, *start-up* et *early growth*.

En guise de rappel, le capital-amorçage (*seed capital*), le capital-création (*startup*) et la post-création (*early stage*) forment la profession des capital-risqueurs *stricto sensu*, par opposition aux autres métiers du capital-développement et du capital-transmission. L'ensemble des métiers est appelé capital-investissement et le capital-risque n'est qu'une de ses composantes.<sup>1</sup>

#### 1.1. Capital-amorçage (*seed capital*)

Le financement de l'amorçage est nécessaire pour la création d'une nouvelle entreprise. La création spécifie l'idée d'entreprise ou le plan de développement d'un produit qui n'est pas encore créé. Au cours de ce type de financement, les entreprises financées n'ont pas un produit réel à vendre et sont incapables de générer des revenus..

L'objectif du financement d'amorçage est de transformer des projets de recherche & développement en entreprises commerciales réussies ou start-ups. Par conséquent, le capital-amorçage financé par les institutions financières est utilisé pour créer de nouvelles entreprises. Le profil risque-rendement est très difficile à définir, parce que le risque est très élevé, alors que les rendements attendus sont impossibles à calculer en raison de l'incertitude des résultats de la recherche & développement et les difficultés avec la transformation de la recherche & développement en entreprises<sup>2</sup>.

Parmi les caractéristiques de cette étape est le fait que le financement des nouvelles firmes ne peut être assuré que par des fonds personnels ou des ressources mises à la disposition de l'entrepreneurs par les amis et la famille (*love saving*) ou par des particuliers-investisseurs à la recherche d'avantages fiscaux (*business angels*). La finalité est de permettre l'élaboration du *business plan* pour convaincre des investisseurs de financer le démarrage ou le lancement d'un nouveau projet<sup>3</sup>.

Le capital-amorçage, source de financement de la création d'entreprises, intervient à une période critique de la vie d'une entreprise désignée sous le terme de « vallée de la mort » (*death valley*), et la sortie de l'entreprise, saine et sauve, de cette phase est déterminante pour sa viabilité. À ce stade de son cycle de vie, l'entreprise assume des coûts financiers liés à sa création alors qu'elle n'a pas encore de revenus significatifs stables puisque le cycle d'exploitation n'a pas encore commencé. Les financements apportés par des tiers à l'entreprise à ce stade sont particulièrement importants afin de minimiser les flux de trésorerie négatifs de la jeune société. Le but de l'entreprise

---

<sup>1</sup>- Lachmann, J., *Op-cit.*, 1999, p31.

<sup>2</sup>- Caselli, S. *Op-cit.*, 2010, p18.

<sup>3</sup>- Lachmann, J., *Op-cit.*, 1999, p31.

nouvellement créée est de traverser la vallée de la mort afin d'atteindre le point mort ou seuil de rentabilité qui correspond au moment où l'entreprise devient bénéficiaire.

En raison des risques élevés, les investisseurs publics et privés offrent, tous les deux, un financement d'amorçage. Il n'existe pas une distinction claire entre eux, mais le secteur privé fournit l'expertise nécessaire à la gestion efficace et efficiente, même si le financement est (en partie) fourni par les instances publiques. Les pouvoirs publics ont un rôle clair de leadership dans les décisions de développement, en décidant comment allouer des fonds publics utilisés pour combler les lacunes dans la fourniture du capital-amorçage et de développer le marché.

L'investissement d'amorçage est l'un des champs les moins favorisés de l'investissement, parce que le taux de survie des entreprises est plutôt faible et les rendements sont généralement générés au cours de plus de cinq années. Les « *Business angels* » sont considérés comme les éléments clés de l'investissement en amorçage. Ils représentent 20% des tours de financement en capital-risque, sans lesquels un grand nombre d'opportunités d'investissement offertes au capital-risque n'aurait tout simplement pas existé<sup>1</sup>. Les « *Business angels* » sont un catalyseur pour l'émergence de petites structures à partir d'idées et de *business plans*. Ils aident les entrepreneurs à structurer leurs idées, les développer professionnellement, recueillir le capital initial et les ressources humaines clés, et d'identifier leurs premiers partenaires commerciaux.

Au côté des *business angels*, le *crowdfunding* est une nouvelle procédure de levée de fonds se situant à l'intersection entre le marché de l'investissement individuel, l'internet et le capital-amorçage. Il s'agit d'"un appel ouvert, essentiellement par le biais d'Internet, pour la mobilisation de ressources financières sous forme de don ou en échange d'une certaine forme de récompense et / ou de droits de vote afin de soutenir des initiatives à des fins spécifiques"<sup>2</sup>. Les plateformes Internet sont apparues pour aider les jeunes entreprises (start-ups), souvent en phase d'amorçage, prêtes à recueillir de l'argent et/ou de vendre leurs premiers produits au public. Cette forme de financement participatif, en termes simples, met en commun les ressources financières de nombreuses personnes pour transformer une idée en un projet ou une entreprise<sup>3</sup>.

Bien que très apprécié par les entrepreneurs qui y voient une source de financement peu onéreuse et facilement accessible, au même titre que les particuliers et les politiques, cette solution pourrait ne pas être aussi optimale que ce qu'il paraît. En effet, plusieurs critiques sont adressées à ce genre de financement/investissement telles que la passivité et le manque d'implication dans les projets financés, contrairement au *business angels* dont la majeure partie de la valeur créée l'est à travers une implication active dans les projets, en leur procurant du conseil, de l'expertise, et des réseaux, en plus du contrôle du management de l'entreprise, son assistance ou, éventuellement, son remplacement. Le *crowdfunding* est également un secteur qui ne protège pas les investisseurs individuels, contrairement à l'investissement individuel effectué sur les marchés organisés des valeurs mobilières<sup>4</sup>. En termes de critères de sélection, malgré les différences significatives de l'environnement de sélection, les *crowdfunders* apprécient les qualités entrepreneuriales du

---

<sup>1</sup>- Demaria, C., *Op-cit.*, 2013, p132.

<sup>2</sup>- Schwiendacher, A., & Larralde, B., "Crowdfunding of small entrepreneurial ventures", Social Science Research Network-Id1699183, 2010, p4.

<sup>3</sup>- Dresner, S., *Crowdfunding: a guide to raising capital on the Internet*, John Wiley & Sons, NJ, USA, 2014, p3.

<sup>4</sup>- En termes de critères de sélection,

projet au même titre que les capital-investisseurs<sup>1</sup>, mais sont plus enclins à développer un comportement d'imitation dans leur décisions d'investissement<sup>2</sup>.

Les investisseurs du capital-amorçage sont, le plus souvent, les fondateurs du projet d'entreprise, utilisant de l'épargne ou empruntant des capitaux des « premiers adoptants », désignés par les « *Three Fs* »<sup>3</sup>, pour « *family, friends, and foolhardy strangers* », pour famille, amis et étrangers téméraires. Le terme « foolhardy » fait référence au risque supporté par les investisseurs extérieurs à l'entreprise qui acceptent de financer le projet. « *Love money* » fait référence aux capitaux apportés par la famille et les amis des entrepreneurs vue la proximité affective qui existe entre ces investisseurs et les porteurs du projet, unis par des liens forts entre un individu et un cercle restreint de proches, qui peuvent être des membres de la famille, des amis ou des collègues de travail. La « *love money* » apporte une aide financière plus ou moins symbolique au démarrage. Au-delà de l'aspect pécuniaire, elle constitue un soutien affectif qui renforce la confiance de l'entrepreneur dans la réussite de son projet.

**Tableau n° 09 : Financement d'amorçage**

<b>Objet</b>	Financement d'une idée d'entreprise ou d'une activité de recherche afin de produire une idée d'entreprise; l'argent n'a pas été utilisé pour créer la nouvelle entreprise.
<b>Profil risque-rendement</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- L'argent est utilisé pour financer la recherche.</li> <li>- Le risque est très élevé en raison de l'incertitude de l'activité de recherche et développement de l'entreprise.</li> <li>- Le calcul du Taux de Rendement Interne (TRI) attendu est très difficile.</li> </ul>
<b>Aspects critiques à gérer</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Donner un fort soutien à la recherche.</li> <li>- Traduire l'idée d'entreprise en un processus de brevetage.</li> <li>- Construire l'équipe.</li> <li>- Gérer le risque d'échec subit.</li> </ul>
<b>Implication managériale</b>	Très limitée

Source : Elaboré à partir de Caselli, S., *Op-cit.*, 2010, pp18-19.

## 1.2. Capital de démarrage (*startup*)

Cette partie du capital-investissement concerne la création de l'entreprise, comme premier tour de table au cours des premières années de la vie de l'entreprise<sup>4</sup>. Si le financement d'amorçage, comme expliqué ci-dessus, transforme la recherche &

<sup>1</sup>- Mollick, E. R., "Swept away by the crowd? Crowdfunding, venture capital, and the selection of entrepreneurs", *Social Science Research Network*-id239204, 2013.

<sup>2</sup>- Åstebro, T., Fernández Sierra, M., Lovo, S., & Vulkan, N., "Herding in Equity Crowdfunding". *Social Science Research Network*-id 3084140, 2017.

<sup>3</sup>- Bygrave, W., et Hunt, S. "For Love Or Money ? A Study of Financial Returns on Informal Investments in Businesses Owned by Relatives, Friends and Strangers", *Babson College Entrepreneurship* research paper no.2008-09, Wellesley Mass (Social Science Research Network-id 1269442), 2008, pp1-2.

<sup>4</sup>- Lachmann, J., *Op-cit.*, 1999, p30.

développement en une idée d'entreprise, le financement de démarrage convertit l'idée d'entreprise en une société d'exploitation réelle. Pour les entrepreneurs, le financement de démarrage est utilisé pour mettre en place des projets et de lancer la production. Les ressources financières sont utilisées pour acheter des équipements, du stock, les immobilisations et toute autre chose utile pour faire avancer l'idée d'entreprise vers les opérations.

Le financement de démarrage est un pari pour le financier. Bien que les investisseurs qualifient l'idée d'entreprise comme une bonne affaire, ils ne savent pas si le marché va soutenir l'idée et la transformer en une entreprise rentable. Le profil risque-rendement des investisseurs suppose des rendements élevés, mesurés comme Taux de Rendement Interne (TRI) attendu, et des risques élevés avec des retards possibles dans le projet ou carrément son échec.

Durant le financement d'amorçage, les financiers devraient être expérimentés dans les domaines techniques et d'ingénierie. Dans le financement de démarrage, étant donné que le stade de la recherche & développement est déjà finalisé, les financiers devraient soutenir le *business plan*, avoir une compréhension profonde de sa nature et de ses hypothèses, évaluer l'équipe de management, et définir la stratégie utilisée pour mettre en œuvre les propositions. Pour cette raison, les opérateurs de capital-investissement sont très impliqués dans le management de l'entreprise et possèdent un grand nombre d'actions, pouvant être la majorité des actions émises par l'entreprise ou faisant des opérateurs financiers les plus grands actionnaires de l'entreprise.

**Tableau n° 10 : Financement de démarrage**

<b>Objet</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Financement du démarrage d'une nouvelle entreprise qui va de l'idée aux opérations.</li> <li>- Les fonds sont utilisés pour acheter tout ce qui est nécessaire pour commencer l'activité (équipements, stocks, immobilisations, etc.).</li> </ul>
<b>Profil risque-rendement</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le risque est très élevé en raison de l'incertitude de l'évolution future de l'entreprise.</li> <li>- Il est possible de calculer le TRI attendu, même si la maturité de l'investissement peut être très longue.</li> </ul>
<b>Aspects critiques à gérer</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Donner un fort soutien au business plan.</li> <li>- Offrir une capacité à comprendre profondément la nature et les hypothèses du business plan.</li> <li>- Réaliser une forte valorisation de l'équipe de management.</li> </ul>
<b>Implication managériale</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Très forte et liée à toutes les activités qui sont nécessaires pour produire le business plan.</li> <li>- Le pourcentage des actions peut être également très élevé.</li> </ul>

Source : Elaboré à partir de Caselli, S., *Op-cit.*, 2010, pp19-20.

### 1.3. Capital de première croissance (*early growth*)

La première croissance concerne les deux ou trois premières années de démarrage de l'entreprise et va jusqu'au stade du lancement industriel et commercial du projet, qui

constitue encore une période de très grande vulnérabilité et qui peut relever des mêmes difficultés de financement que la phase de démarrage<sup>1</sup>.

Le financement du stade de première croissance est essentiel lors du passage du stade de démarrage au cycle de vie de l'entreprise réelle. Dans cette phase, les ventes et la croissance de l'entreprise commencent. L'objectif du financement de la première croissance est de créer une organisation stable et permanente.

Au cours de cette phase, tous les problèmes liés au projet, à la conception, au test et au lancement sont résolus. Les ressources financières sont utilisées pour financer une petite entreprise développée qui a besoin de capitaux pour poursuivre sa croissance. Pour les financiers, c'est le stade où le financement commence réellement.

Le profil risque-rendement à ce stade est similaire aux phases antérieures: il a plus d'incertitude sur le marché que sur les éléments techniques ou questions de faisabilité. De ce fait, le financement au cours de cette phase est ouvert aux nouveaux investisseurs dans le secteur ou le marché. Le TRI attendu et le risque y afférent sont élevés, car les investissements sont déjà réalisés et il n'y a aucune certitude sur le développement des ventes. Dans cette phase, les institutions financières sont conviées à réviser et renforcer le *business plan*.

Les opérateurs de capital-investissement ou de capital-risque sont très impliqués dans le management de l'entreprise et possèdent un grand nombre d'actions. Les activités réalisées et requises comprennent l'aide aux décisions stratégiques, la certification du *business plan*, le marketing et les conseils financiers.

**Tableau n° 11 : Financement de la première croissance**

<b>Objet</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Financement de la phase de première croissance d'une entreprise financée par capital-risque qui passe du stade de démarrage au stade des ventes.</li> <li>- Les fonds sont utilisés pour acheter des stocks et soutenir l'écart existant entre les cash-flows et les fonds requis.</li> </ul>
<b>Profil risque-rendement</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le risque est très élevé en raison de l'incertitude sur l'avenir du développement de l'entreprise.</li> <li>- Il est possible de calculer le TRI attendu et réviser correctement le business plan précédent.</li> </ul>
<b>Aspects critiques à gérer</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Soutenir fermement les premiers pas de l'entreprise.</li> <li>- Offrir des capacités de vérification si la nature et les hypothèses du business plan sont réalistes.</li> <li>- Donner une forte assistance dans les processus de décision stratégique.</li> </ul>
<b>Implication managériale</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Très forte et lié à toutes les activités qui sont nécessaires pour éviter les erreurs.</li> <li>- Le pourcentage des actions peut être également très élevé.</li> </ul>

Source : Elaboré à partir de Caselli, S., *Op-cit.*, 2010, p21.

<sup>1</sup>- Idem, p30.

## 2. Le capital-développement

Bien que probablement la plus ancienne forme du capital-investissement, le capital-développement n'est toutefois pas facile à identifier. Souvent, il se confond avec le capital-risque, notamment sur le stade de croissance rapide qui marque la frontière, controversée, entre le capital-risque et le capital-développement, et qui peut financer des entreprises à cash-flow positif, voire même des entreprises rentables. Il peut aussi se chevaucher avec les petits et moyens LBOs, notamment lorsque le LBO est accompagné d'une injection de capitaux sous forme de fonds propres. Le capital-développement se concentre donc sur le financement de la croissance, l'aide des entreprises qui ne sont pas en mesure d'obtenir des prêts, soit en raison de leur taille, de leur situation financière ou simplement parce-que les banques les jugent encore trop risquées<sup>1</sup>.

Le développement de l'entreprise distingue généralement trois sous-étapes de financement<sup>2</sup>:

- Le financement du second stade de croissance (second stage) ou du deuxième tour de table financier permet de couvrir les besoins en fonds de roulement résultant de la croissance des ventes, en particulier quand l'entreprise se trouve contrainte d'accorder des délais de paiement plus longs pour accéder à certains marchés.
- Le financement de l'expansion (expansion capital) ou du troisième tour de table permet la réalisation de nouvelles extensions des capacités de production ou du réseau commercial. Si l'autofinancement ou les ressources internes ne sont pas suffisants, l'obtention de concours financiers extérieurs ne devrait pas poser de gros problèmes à ce stade de développement de l'entreprise.
- Le financement d'attente (mezzanine financing) ou le financement relais (bridge financing) permet à l'entreprise de faire le relais pour préparer la reprise par une autre société ou l'introduction en bourse nécessitant des moyens financiers que les dirigeants ou les repreneurs ne peuvent pas toujours mobiliser. Il s'agit généralement d'un financement obligataire ou de prêts subordonnés, voire des prêts relais, qui permettent éventuellement au « prêteur mezzanine » une entrée au capital à des conditions avantageuses.

Le financement de la croissance est destiné aux entreprises qui ont besoin ou envie d'étendre leurs activités, si les conditions du marché sont propices.<sup>3</sup> Certaines entreprises trouvent qu'elles ont besoin du financement de croissance lorsque la croissance rapide de l'activité est possible. Ainsi, des fonds propres ou des dettes sont fournies pour soutenir l'endettement croissant et les stocks. Les fonds sont utilisés pour l'expansion des usines, le marketing et le fonds de roulement, ou pour le développement d'un produit amélioré, une technologie plus récente, ou une gamme de produits élargie.

Les principales caractéristiques du stade de la croissance rapide peuvent être résumées comme suit :

- Coûts réduits par les économies d'échelles.
- Croissance importante des volumes de vente.
- Profits croissants pour l'entreprise et marges élevées.

---

<sup>1</sup>- Demaria, C. *Op-cit.*, 2013, p152.

<sup>2</sup>- Lachmann, J., *Op-cit.*, 1999, pp31-32.

<sup>3</sup>- Caselli, S. *Op-cit.*, 2010, p20.

---

- Début de concentration du marché.

Les fonds de capital-développement prennent des participations minoritaires et parfois majoritaires dans les entreprises, principalement par augmentation de capital. Ces entreprises ne sont pas endettées (ou le sont à des niveaux très modestes) du moment qu'elles ont besoin de l'ensemble de leurs ressources disponibles pour financer leur développement. Ils ne sont généralement pas une cible compétitive pour un LBO, étant donné qu'elles ne peuvent pas servir la dette d'acquisition et peuvent être soumises à des revenus instables en fonction de leur capacité à saisir des parts de marché ou de pénétrer un nouveau marché.<sup>1</sup>

**Tableau n° 12 : Financement de la croissance**

<b>Objet</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Financement de la phase de croissance rapide d'une entreprise qui vise à consolider sa position sur le marché.</li> <li>- Les fonds sont utilisés pour financer la croissance des ventes et soutenir l'écart existant entre les flux de trésorerie et les fonds nécessaires.</li> </ul>
<b>Profil risque-rendement</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le risque est modéré (et lié à l'entreprise), parce que la tendance du développement de l'entreprise est bien connue.</li> <li>- Il est possible de calculer le TRI attendu.</li> </ul>
<b>Aspects critiques à gérer</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fournir un appui solide.</li> <li>- Faire face aux risques liés au processus de la croissance rapide (sélections précises des nouveaux marchés à accéder, les choix des stocks, etc.).</li> </ul>
<b>Implication managériale</b>	Encadrement et activité de conseil dans la définition des hypothèses appropriées pour les décisions stratégiques.

Source : Elaboré à partir de Caselli, S., *Op-cit.*, 2010, pp21-22.

### 3. Le capital-transmission/reprise

Après la phase de croissance (rapide et lente), les entreprises deviennent plus stables et entrent dans la période de maturité. Bien que la rentabilité et les flux de trésorerie soient stables, les financements du capital-investissement jouent encore un rôle important. Durant la phase de maturité, les entrepreneurs modifient leurs besoins et, alors que presque toutes les priorités étaient basées sur le développement des ventes et l'accroissement de la taille, les problèmes viennent, dans cette période, des décisions de gouvernance ou de finance de l'entreprise.

Le capital-transmission, soutien typique du financement par capital-investissement pour les entreprises durant la phase de maturité, finance les entreprises qui cherchent des décisions stratégiques associées au système de gouvernance et au statut de l'entreprise, plutôt que l'approche financière de l'entreprise. Ce type d'investissement peut être réalisé de différentes manières :<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- Demaria, C. *Op-cit.*, 2013, p154.

<sup>2</sup>- Caselli, S. *Op-cit.*, 2010, p22.

- Cotation en bourse.
- Remplacement des actionnaires.
- Un nouveau design pour la gouvernance de l'entreprise.

Ce type de financement n'est pas utilisé pour stimuler la croissance des ventes ou réaliser des investissements dans les usines. Il est plutôt utilisé pour les opérations stratégiques ou d'acquisition. Le capital-transmission est, ainsi, la solution adaptée pour financer des projets de spin-off, de restructuration de la propriété, de substitution des actionnaires, d'introductions en bourse, de Buy-In/Buy-Out familiaux, etc.

**Tableau n° 13 : Financement de transmission/reprise**

<b>Objet</b>	- Financement d'une entreprise mature qui veut faire face à des décisions stratégiques liées à sa gouvernance ou aux décisions de son financement. - Les fonds sont utilisés uniquement pour soutenir la stratégie ou les processus d'acquisition.
<b>Profil risque-rendement</b>	- Le risque est modéré et lié à la qualité du processus stratégique à mettre en place. Exemples: IPO, retournement, LBO, restructuration de la gouvernance familiale. - Il est possible de calculer le TRI attendu.
<b>Aspects critiques à gérer</b>	- Donner un appui solide pour gérer les décisions stratégiques. - Le rôle du capital-investissement devient une activité de consultant réel au lieu d'un simple travail de financeur.
<b>Implication managériale</b>	Très haute et qualifiée, en termes de connaissance approfondie de l'industrie et une forte capacité à gérer les questions de gouvernance d'entreprise et les opérations de financement.

Source : Elaboré à partir de Caselli, S., *Op-cit.*, 2010, pp21-23.

Différentes situations peuvent se présenter : le dirigeant-proprétaire d'une société qu'il a porté à maturité voudrait soit engager une dernière ou une nouvelle poussée de croissance, soit se retirer en vendant tout simplement son affaire, soit réaliser une partie de son patrimoine. Le capital-investissement peut l'accompagner dans cette phase et il est d'ailleurs particulièrement approprié et recherché par les repreneurs. Il peut également s'agir de la cession d'une entreprise familiale ou d'une filiale d'un grand groupe industriel ou financier reprise par ses salariés ou par un manager extérieur.<sup>1</sup>

Les techniques financières de reprise/transmission d'entreprises sont directement inspirées du MBO (*Management Buy-Out*) ou LBO (*Leveraged Buy-Out*) utilisant l'effet de levier financier à travers une holding et l'appel à l'endettement. Les repreneurs peuvent être les dirigeants en place (*Buy-Out*), une équipe extérieure (*Buy-In*) ou un mélange des deux. Lors des premiers LBO, une société holding était créée dans le but d'acquérir la totalité des titres de la société cible, avec la mobilisation de deux types d'endettement. D'une part, une dette senior était contractée auprès d'un pool de banques dirigé par un établissement bancaire principal (*lead bank*). Le taux d'intérêt de cet emprunt était supérieur à celui des marchés interbancaires avec une durée de remboursement comprise

<sup>1</sup>- Lachmann, J., *Op-cit.*, 1999, p32.

entre cinq et sept ans. D'autre part, une dette mezzanine, également appelée « dette junior », était contractée auprès d'investisseurs par le biais de fonds de LBO. Le remboursement de la dette junior était subordonné à celui de la dette senior.<sup>1</sup>

Lors d'une opération de LBO, la société holding formée pour l'opération de rachat s'endette auprès des établissements bancaires et des fonds de capital transmission/LBO afin d'acheter l'entreprise cible. Le remboursement de cette dette se fait par la suite grâce aux dividendes versés par la cible ou lors de la revente de la cible. Le principal avantage de ces opérations était de permettre à des cadres dirigeants ou à des investisseurs de prendre le contrôle d'une société cible avec un apport personnel minimum dans la mesure où son acquisition était largement financée par un emprunt bancaire, dont le coût est inférieur au taux de rentabilité attendu par la cible.

L'opération de LBO peut également être considérée comme le résultat de l'innovation financière : l'utilisation de plusieurs leviers (financier, juridique et fiscal) pour acquérir une entreprise, ou encore plusieurs entreprises dans le cadre des opérations de LBU (*Leveraged Build-Up*)<sup>2</sup>. Une fois l'entreprise cible identifiée, la structuration est basée sur la création d'une société holding qui est financée par un fonds de LBO et certains montants empruntés. Avec cette trésorerie disponible, la société holding procède à l'acquisition de l'entreprise cible.

La notion de levier peut ainsi être considérée sous divers aspects, donnant naissance à plusieurs formes de LBO :

**Levier fiscal** : selon les lois fiscales locales, la structuration d'un LBO vise généralement un certain pourcentage de propriété. Ce pourcentage de participation, à hauteur de 98% de la propriété en Suisse, 95% en France, 90% au Royaume-Uni<sup>3</sup>, accorde au gestionnaire du fonds la possibilité de consolider les états financiers de la holding et de la cible. Comme la holding n'a pas d'autres buts que de conserver les actions de la cible, elle devient une source de déficits principalement en raison du remboursement de sa dette. Grâce à la consolidation, la holding peut imputer ses pertes structurelles aux bénéfices de la cible et réduire, ainsi, l'impôt à payer.

**Levier financier** : le second effet de levier est d'ordre financier et est attribué à deux phénomènes cumulatifs:

- Comme l'entreprise est acquise grâce à une dette d'acquisition et est rentable, elle distribue des dividendes. Ces dividendes sont utilisés pour rembourser la dette d'acquisition et les intérêts y afférents. Au fur et à mesure, la dette d'acquisition est entièrement remboursée. Il s'agit là d'une situation théorique, car souvent, la maturité de la dette d'acquisition va au-delà du temps moyen de détention de la société en portefeuille par le fonds (via la société holding). En effet, la période de détention varie entre trois et cinq ans en moyenne<sup>4</sup>, alors que la maturité de la dette est souvent de six à huit ans. Cela signifie qu'une partie de la dette d'acquisition est ainsi remboursée au moment de la sortie grâce aux produits de la vente, ou parfois, la holding d'acquisition est cotée en bourse et la dette continue et est remboursée par la société comme d'habitude jusqu'à son échéance).

---

<sup>1</sup>- Cerveaux, L. K. *Op-cit.*, 2014, p67.

<sup>2</sup>- Demaria, C. *Op-cit.*, 2013, p155.

<sup>3</sup>- Idem, p166.

<sup>4</sup>- Cette période s'est vue réviser à la hausse pour devenir de 5-8 sous l'effet de la crise financière de 2008. Voir à ce sujet (Mäkiaho, J., & Torstila, S., "Prolonged Private Equity Holding Periods: Six Years is the New Normal", Social Science Research Network-id2872585, 2016).

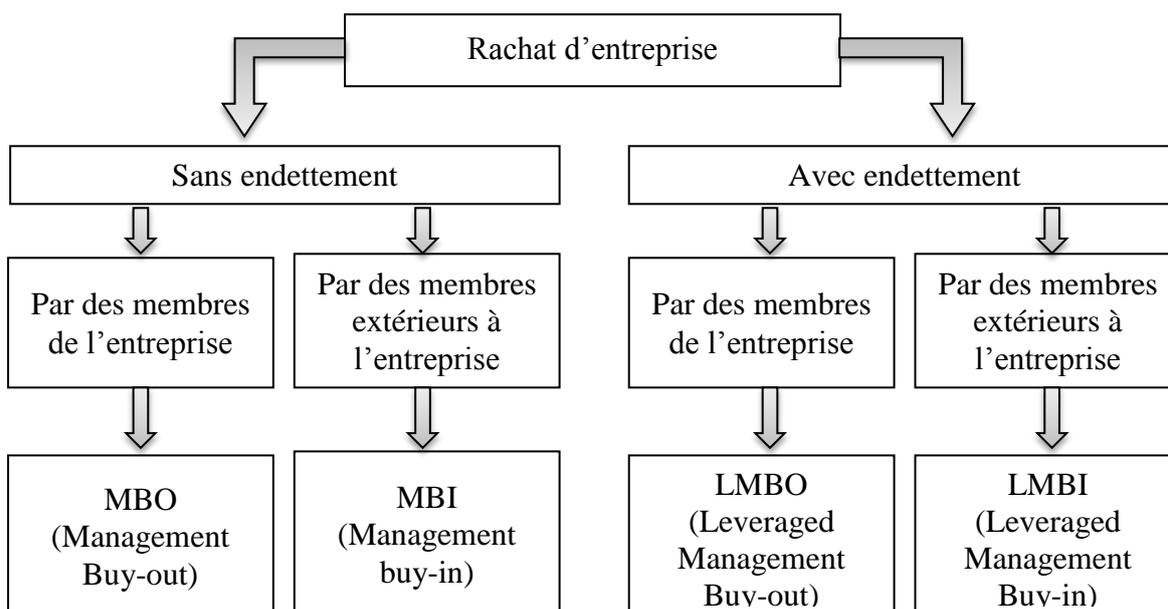
- La société cible est acquise en partie par la dette contractée par la société holding. Cette dernière achète la société cible grâce, en partie, à un capital à coût fixe (par exemple 6% par an, sur cinq ans). Si l'investissement est réussi, et la holding vend la société cible (par exemple avec un TRI de 26% hors effet de levier), cela signifie que les investisseurs gagnent la différence de 2000 points de base entre le coût de la dette et les rendements annuels générés.

**Levier juridique :** La structuration de l'opération donne au propriétaire de la société holding plein contrôle sur la gouvernance et le Conseil d'administration de la société. Si un fonds détient, seul, 100% de la société holding, alors la société de gestion du fonds (*general partner*) est capable de contrôler très étroitement l'exécution de la stratégie du LBO par le management (en effet, ça peut aller au point de remplacer le management si nécessaire, quoique cela se produise assez rarement). Si, au contraire, la société holding est détenue par des fonds de capital-investissement et le management de l'entreprise, alors la situation change et l'effet de levier juridique pourrait être moins efficace. Néanmoins, il est très rare qu'un fonds (ou un groupe de fonds) ne détient pas la majorité de la holding pour être en mesure d'exercer leurs droits politiques de la manière la plus efficace.

**Levier managérial :** vise, par l'instauration de clauses contractuelles, à la résolution des conflits d'intérêts relatifs aux flux de trésorerie entre actionnaires et dirigeants.

Une classification des opérations de transmission/reprise peut être réalisée suivant le mode de financement de la transaction et de l'identité des repreneurs (figure n°13).

**Figure n° 13 : Principaux montages d'un LBO**



Source : Cerveaux, L.K., *Op-cit.*, 2014, p70.

La première variation au sein des opérations LBO dépend du recours ou non à l'emprunt. Dans le premier cas, le LBO est réalisé selon le schéma classique étudié précédemment où, l'acquisition de l'entreprise se fait par une combinaison d'apports financiers par les cadres de l'entreprise et d'un financement bancaire ou encore sans apports des repreneurs par un financement bancaire classique associé à un second type d'endettement plus complexe dont le remboursement est subordonné au premier. Dans le second cas, la société cible peut être rachetée uniquement à partir d'apports financiers apportés par les repreneurs. Il n'y a dans ce cas aucun recours à l'emprunt.

La seconde différence entre les LBOs se situe au niveau de l'identité des repreneurs de la société. Lorsque le rachat de l'entreprise est réalisé par des membres de la société, le suffixe « out » est utilisé dans l'expression « *Buy-Out* ». Une acquisition par des cadres de la société est ainsi appelée MBO (*Management Buy-Out*) si l'opération est effectuée sans endettement et LMBO (*Leveraged Management Buy-Out*) quand il y a recours à l'emprunt. Au contraire, le suffixe « in » est utilisé pour décrire une opération menée par des personnes morales ou physiques extérieures à l'entreprise. Ainsi, l'acquisition d'une société cible par des cadres extérieurs est appelée MBI (*Management Buy-In*) quand elle est réalisée sans endettement et LMBI (*Leveraged Management Buy-In*) quand il y a recours à l'emprunt. Enfin, lorsque l'acquisition de la société se fait à la fois par des salariés de l'entreprise et des membres extérieurs on parle de BIMBO (*Buy-In Management Buy-Out*).

#### 4. Le capital-retournement

Même lorsque les entreprises sont en phase de déclin ou en crise, les opérateurs de capital-investissement sont des partenaires appropriés. En effet, quand une entreprise est en difficulté financière, le capital-investissement peut offrir le financement de retournement, utilisé principalement pour restructurer les entreprises, leur permettant d'améliorer leur performance financière, d'exploiter de nouvelles opportunités stratégiques et de regagner leur crédibilité.

Pour les investisseurs, le financement de retournement est très risqué du moment que rien ne garantit que l'entreprise sera revitalisée par le plan de survie. Les investisseurs/sauveteurs prennent souvent le contrôle par l'achat de titres de premier rang, et deviennent souvent des membres du conseil ou des dirigeants de la société cible, d'où ils peuvent proposer un plan de survie, le mettre en œuvre et contrôler la croissance de l'entreprise. Le financement de retournement sert à discipliner les gestionnaires d'entreprises en difficulté.

Le rôle fondamental de l'opérateur de capital-investissement est de soutenir les décisions stratégiques managériales et la mise en œuvre de la conception de l'opération entière. Cela nécessite une connaissance industrielle profonde ou la capacité à gérer les questions de gouvernance et les opérations de financement des entreprises.

**Tableau n° 14 : Financement de retournement**

<b>Objet</b>	- Financement d'une entreprise en crise ou en déclin. - Les fonds sont utilisés pour soutenir l'écart financier généré par la baisse de la croissance. Ils ne servent pas à financer la croissance des ventes ou une nouvelle perspective, mais de lancer un plan de survie.
<b>Profil risque-rendement</b>	- Le risque est très élevé et est lié à la nature de la crise (restructuration de la dette, redressement ou faillite). - Il est difficile de calculer le TRI attendu.
<b>Aspects critiques à gérer</b>	- Fournir un appui solide. - Gérer les décisions stratégiques. - Le rôle du capital-investissement devient une activité d'entrepreneuriat efficace au lieu d'un simple travail de financeur.
<b>Implication managériale</b>	Très haute et qualifiée, en termes de connaissances industrielles profondes et d'une forte capacité à gérer les questions de gouvernance et les opérations de financement des entreprises.

Source : Elaboré à partir de Caselli, S., *Op-cit.*, 2010, pp23-25.

Cela étant, avec la crise financière 2007-2008, la plupart des grands établissements intervenant dans ce secteur de financement, qui ont été plombés par des pertes des *subprimes* et sous le coup de la restructuration de leur propre capital et d'investissements hasardeux, ont été obligés d'arrêter l'activité de *trading* de dettes d'entreprises en difficulté et de se recentrer sur les activités traditionnelles de la banque. Dans cette même tendance, les sociétés de capital-risque précisent dans leur règlement intérieur ou dans leur protocole d'actionnaires que les interventions dans les entreprises en difficulté sont écartées, mais ne s'interdisent pas de regarder des projets d'entreprises qui traversent des difficultés financières<sup>1</sup>.

### Sous-section 3. Autres interventions du capital-investissement

Au fil du temps, les interventions du capital-investissement se sont diversifiées de manière significative, au point que le concept a été étendu pour englober des actifs qui, à l'origine, ne font pas partie de cette catégorie, tels que l'immobilier, les infrastructures, les beaux-arts.

#### 1. Innovations du capital-investissement

Loin de rester immobiles, les gestionnaires de fonds de capital-investissement ont beaucoup innové dans leur métier en envahissant lentement la gamme complète du passif des entreprises. Les investisseurs américains sont allés encore plus loin en achetant les dettes des entreprises en difficulté (*distressed debt investments*) placés sous la protection de la loi sur les faillites (Code américain de la faillite, chapitre 11)<sup>2</sup>. En achetant les dettes des entreprises défaillantes, les investisseurs peuvent devenir des créanciers prioritaires et planifier un redressement de ces sociétés en échange de la restructuration de leur capital. Ceci est particulièrement efficace lorsqu'une entreprise possède des actifs tangibles importants, telle qu'une chaîne de restauration possédant les installations.

La figure n° 14 ci-dessous illustre les nouveaux champs d'intervention franchis par les professionnels du capital-investissement dans une tendance d'élargissement de l'éventail d'affaires pouvant intéresser les investisseurs en capital.

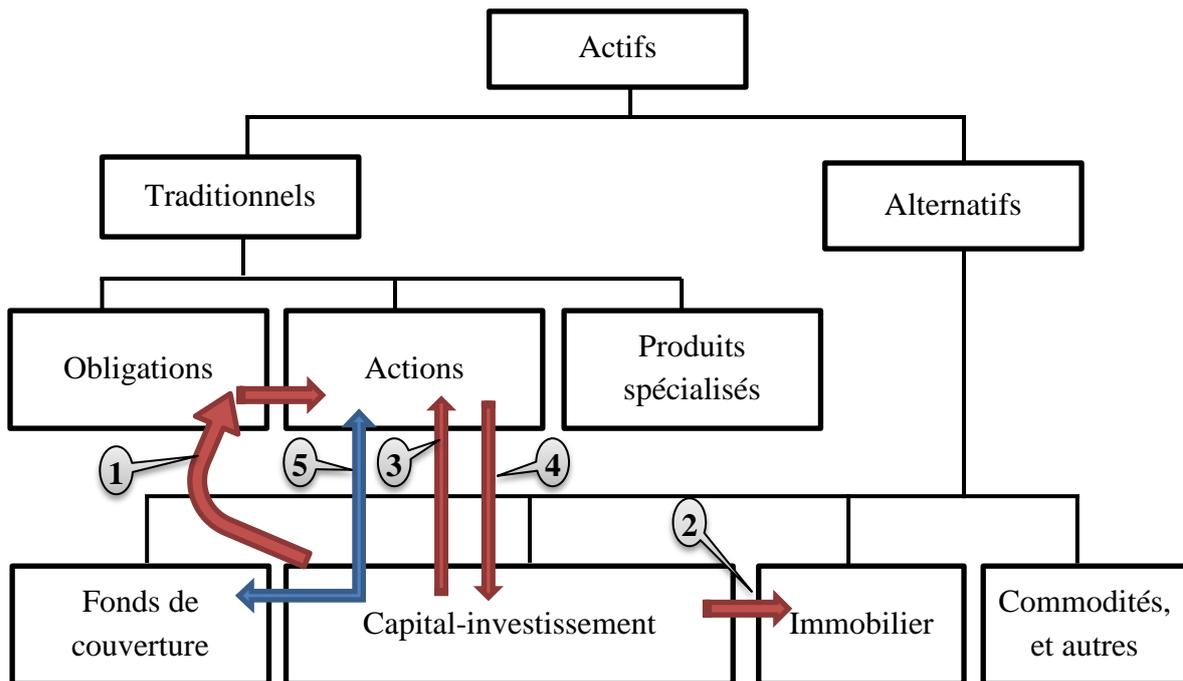
---

<sup>1</sup>- Lachmann, J. *Op-cit.*, 2010, p23.

<sup>2</sup>- Demaria, C. *Op-cit.*, 2013, p177.

---

Figure n° 14 : Evolution innovatrice du capital-investissement



Source : Elaboré à partir de Demaria, C., *Op-cit.*, 2013, pp177-199.

- 1) Dette décotée & mezzanine de retournement
- 2) Immobilier & LBO d'infrastructure
- 3) PIPE
- 4) Sortie de bourse (radiation)
- 5) Concurrence avec les fonds de couverture.

Dans cette même logique d'innovation, les fonds de capital-investissement ne se sont pas contentés des seuls titres non cotés mais ont évolué pour s'intéresser aux titres cotés en bourse (*PIPE* et *Public-to-Private*), ce qui les confronte avec la stratégie d'autres acteurs tels que les fonds de couverture (*hedge funds*).

## 2. Private Investment in Public Equity (PIPE)

Le but du *PIPE* est de prendre une participation à long terme dans une société cotée qui a du mal à lever des capitaux sur le marché boursier. Un fonds de capital-investissement investit en échange d'avantages spécifiques, tels qu'un prix par action à l'acquisition inférieur au prix du marché. Le fonds accepte de conserver ces actions pendant une durée minimale prédéfinie au cours de laquelle la société financée procède à une restructuration.

D'après *PrivateRaise*<sup>1</sup>, entre 2001 et 2015, il y a eu 11.296 placements privés d'actions ordinaires par des sociétés cotées aux États-Unis ayant mobilisé 243,9 milliards de dollars. Les entreprises qui mobilisent des fonds par le biais des *PIPE* ont tendance à être de petites tailles, avec 93% des émetteurs d'actions ordinaires sous forme de *PIPE*

<sup>1</sup> Une base de données leader sur les transactions *PIPE* (<http://www.privateraise.com/> Consulté le 14/03/2017).

disposant d'une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard de dollars<sup>1</sup>.

### 3. Public-to-private

Les fonds de capital-investissement prennent parfois le contrôle de sociétés cotées afin de les retirer de la cote (*de-listings*). L'objectif de cette opération est de redonner une certaine flexibilité à l'entreprise et la restructurer plus facilement. Les réglementations locales exigent souvent une participation minimale au capital d'une société cotée afin de pouvoir forcer les actionnaires minoritaires de vendre leurs actions.

Plus récemment encore, juste avant et durant la crise financière de 2007-2009, le phénomène inverse s'est fait remarquer durant les années du boom qu'a enregistré le marché de capital-investissement, avec des opérations d'introduction en bourse de sociétés de capital-investissement (*Public Private Equity-PPE*)<sup>2</sup>. L'introduction des sociétés de capital-investissement en bourse permet aux petits investisseurs de diversifier encore leurs portefeuilles avec des placements dans un actif alternatif aux titres cotés en bourse.

### 4. Instruments quasi-fonds propres

Tout comme la dette des entreprises en difficultés (*distressed debt*) a donné accès au fonds propres de ces entreprises tout en protégeant l'apporteur du capital jusqu'à ce que l'entreprise atteigne un certain stade dans sa reprise, les investisseurs ont mis au point une gamme d'instruments de créance convertibles pour l'acquisition d'entreprises (*Mezzanine et second lien debt*).

### 5. Interaction entre les fonds de couverture et le capital-investissement

La participation croissante du capital investissement dans d'autres marchés de capitaux, y compris la bourse, le confronte, en fait, avec la stratégie d'autres acteurs, tels que les fonds de couverture. Ces derniers identifient les opportunités de marché telles que les sociétés cotées sous-évaluées, y prendre des positions puis les liquider lorsque les marchés évoluent comme prévu.

La confrontation de ces acteurs du marché boursier avec le capital-investissement est due au fait que les gestionnaires des fonds de capital-investissement peuvent également cibler les sociétés sous-évaluées sur leur marché boursier, mais pour des raisons différentes telles que son retrait de la cote boursière (*delisting*)<sup>3</sup>.

## Section 3 : Les intervenants sur le marché de capital-investissement

Le marché de capital-investissement, comme expliqué au premier chapitre de ce travail, consiste en un circuit d'intermédiation, en dehors des marchés de capitaux organisés, permettant la mobilisation des capitaux auprès d'investisseurs, généralement institutionnels, pour les besoins d'investissement exprimés par les entreprises non cotées selon leur phase de développement.

---

<sup>1</sup>- Lim, J., Schwert, M. W., & Weisbach, M. S., "The Economics of PIPEs", National Bureau of Economic Research, n° w23967, 2017.

<sup>2</sup>- Kim, S. E. S., "Typology of Public-Private Equity", Social Science Research Network-id 2896438, 2017.

<sup>3</sup>- Voir la comparaison des deux types de fonds d'investissement abordée en section 2 du Chapitre 1 de la présente recherche.

---

Les intervenants impliqués dans ce circuit d'intermédiation spécifique peuvent être regroupés en cinq catégories principales : le fonds de capital-investissement, la société de gestion, les investisseurs, les entreprises et les agents et consultants.

### Sous-section 1. Le fonds de capital-investissement

Le fonds de capital-investissement représente le véhicule permettant la levée des fonds dont la gestion est confiée aux organismes de capital-investissement.

#### 1. Structure du Fonds de capital-investissement

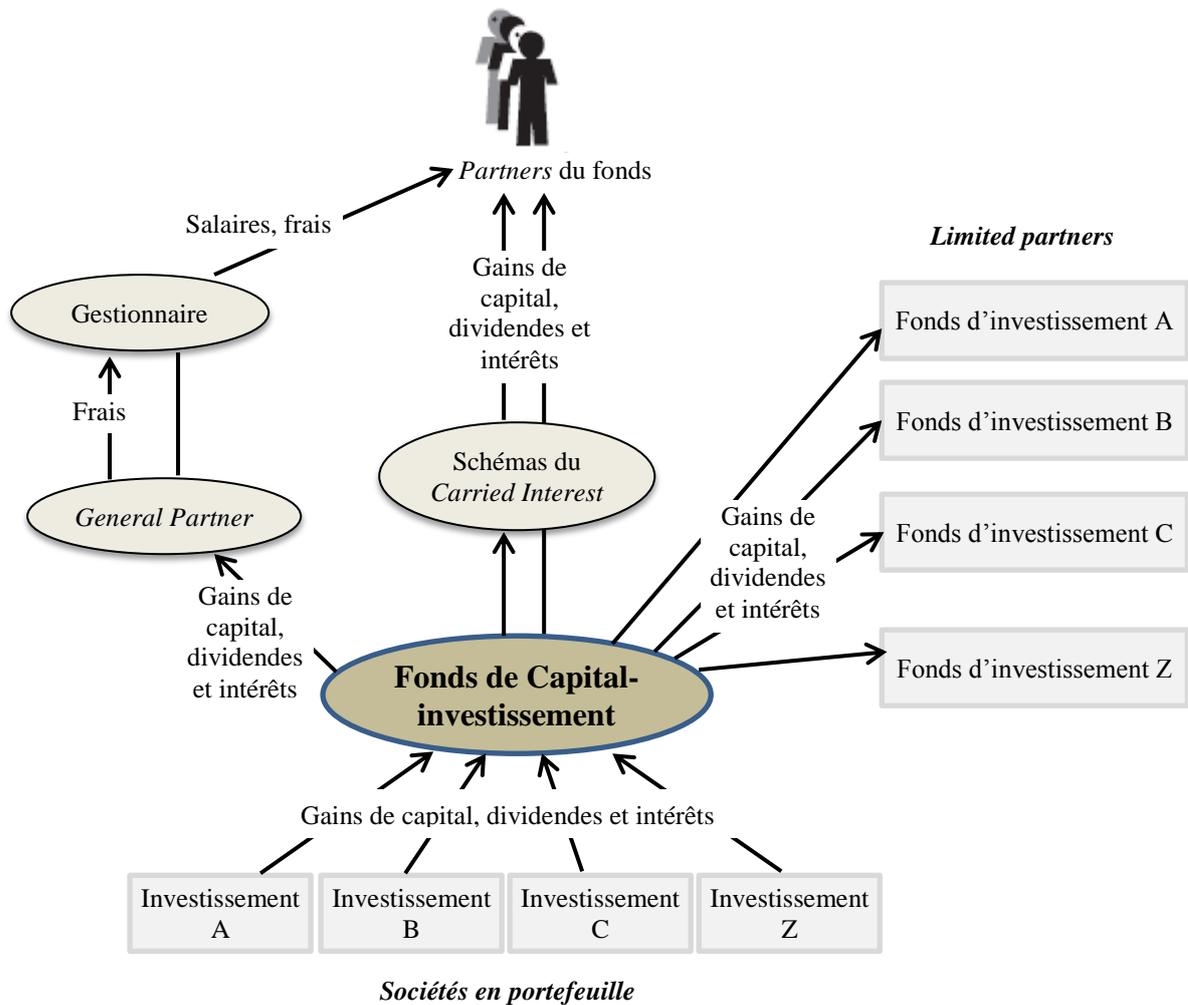
Un fonds de capital-investissement est une forme de « club d'investissement » dans lequel sont regroupés les apports en capitaux des investisseurs, et dont l'objectif consiste à investir des fonds propres ou du capital à risque dans un portefeuille d'entreprises non cotées identifiées et analysées par les gestionnaires du fonds. Les fonds de capital-investissement sont généralement conçus pour générer des gains en capital provenant de la cession des participations plutôt que les revenus de dividendes, les frais et les paiements d'intérêts.

Un fonds de capital-investissement peut être structuré de différentes façons possibles, mais en général, ils sont semblables à de nombreux autres véhicules de placement collectif. Les différences par rapport aux autres structures de placement sont en grande partie dues aux aspects réglementaires et fiscaux dans les diverses juridictions qui influent sur la gestion du fonds et ses investisseurs, ainsi que le fait que les fonds de capital-investissement ont généralement une durée de vie limitée.

Le modèle le plus utilisé actuellement est celui reposant sur une structure duale, dont la durée est limitée dans le temps. Les formes précises que peuvent prendre les fonds de capital-investissement diffèrent d'un pays à l'autre. A l'origine, dans les pays anglo-saxons (Etats-Unis d'Amérique et Royaume-Uni), le modèle de référence est celui du *limited partnership*. Ainsi, un Fonds est organisé juridiquement comme une société en commandite (*limited partnership*) dans laquelle le commandité (*general partner*), le partenaire à responsabilité non limitée, investit 1% du Fonds, alors que les apporteurs de capitaux, en qualité de commanditaires (*limited partners*), fournissent évidemment l'essentiel des fonds. Ce n'est que dans les années quatre-vingt que la forme de sociétés en commandite s'est développée et a supplanté la forme juridique adoptée jusque-là pour les Fonds d'investissement, à savoir les fonds commun de placement à capital fixe (*closed-end mutual fund*).

La figure n° 15 illustre les liens entre les différents acteurs de la structure duale du métier de capital-investissement.

Figure n° 15 : Structure d'un fonds typique de capital-investissement



Source : Gilligan, J. & Wright, M., *Op-cit.*, 2014, p38.

Ainsi, les fonds de capital-investissement sont le véhicule collectif qui investit dans un portefeuille de sociétés cibles. Ils sont structurés principalement en *partnerships* de manière à permettre aux partenaires d'agir collectivement tout en garantissant d'atteindre un équilibre entre :

- L'efficacité fiscale maximale pour les investisseurs et les gestionnaires.
- La gestion des charges et bénéfices réglementaires.
- Le contrôle et la gestion des responsabilités potentiels envers les investisseurs et les gestionnaires.
- Le maintien de la confidentialité des partenaires et investisseurs.

Chaque structure de type *partnership* se caractérise par :

- Une durée de vie généralement limitée à 10 années avec une extension possible de deux années.
- La présence d'un commandité (GP) à responsabilité illimitée vis-à-vis des obligations du *partnership*.

- Un certain nombre de commanditaires (LP) dont la responsabilité est limitée au montant de leurs investissements dans le Fonds.
- Un gestionnaire en charge de la gestion des placements au nom de tous les partenaires.

## 2. Typologie des Fonds de capital-investissement

Il existe une variété de statuts ou types de structures de capital-investissement se déterminant essentiellement par les liens d'affiliation vis-à-vis d'une autre société, d'intégration dans un programme spécifique ou, inversement, par son indépendance, ou encore la dimension contractuelle que les parties prenantes tentent de mettre en place pour résoudre les problèmes d'agence dans le processus de gestion des investissements.

Dans cette perspective, trois catégories de fonds de capital-investissement peuvent être identifiés : les fonds indépendants, les fonds captifs et les fonds publics.<sup>1</sup>

### 2.1. Les Fonds indépendants

Les fonds de capital-investissement indépendants constituent leurs capitaux à partir de sources multiples et externes et ne sont pas filiales d'aucune autre entité, ni financière ni industrielle. Les caractéristiques de cette forme organisationnelle des fonds de capital-investissement sont le résultat contractuel des négociations entre le *general partner* (la société de capital-investissement gérée par des professionnels de l'investissement) et les *limited partners* (les investisseurs).

Deux caractéristiques de la constitution d'un fonds de capital-investissement indépendant sont à observer : la levée des fonds et la négociation des contrats. En termes de levée de fonds, les *limited partners* sont des investisseurs institutionnels qui investissent dans un large éventail d'actifs sur l'étendue du risque (en fonction de leur structure actif-passif). Le capital-investissement forme une partie relativement faible du portefeuille d'actifs des investisseurs institutionnels. La deuxième caractéristique de la constitution d'un fonds de capital-investissement indépendant est la négociation des clauses et conventions (*covenants*) de l'accord de partenariat, dans le sens où cette structure particulière est conçue pour atténuer les problèmes d'asymétrie de l'information et les problèmes d'agence associés au fait que des gestionnaires de fonds investissent des capitaux dans des firmes entrepreneuriales au nom d'investisseurs institutionnels.

### 2.2. Les Fonds captifs

Contrairement au fonds indépendants, les fonds captifs sont totalement (captifs) ou partiellement (semi-captifs) détenues par des parties autres que les professionnels du capital-investissement. Les fonds captifs peuvent être affiliés à des banques, des sociétés de valeurs mobilières, les grandes institutions financières diversifiées ou une division/unité d'une société.

La structure de propriété du fonds captif signifie que sa structure juridique et organisationnelle diffère de celle du fonds indépendant de plusieurs manières cruciales. Premièrement, les fonds captifs obtiennent principalement les capitaux de leurs institutions mères et investissent en leur nom. Deuxièmement, la gouvernance des sociétés de capital-investissement au sein du fonds captif est sensiblement différente de la gouvernance telle que contractée à travers les clauses et conventions dans le partenariat indépendant. Au contraire, l'entreprise agit comme un important (et souvent unique) actionnaire majoritaire

---

<sup>1</sup> - Landström, H. *Op-cit.*, 2007, pp160-169.

du fonds. Troisièmement, les capital-risqueurs investissent dans des projets d'entreprises afin de satisfaire des fonctions qui peuvent contenir des objectifs financiers et non financiers.

### 2.3. Les Fonds publics

Les programmes de capital-risque soutenus par le gouvernement en faveur des entreprises sont très populaires dans le monde entier lorsque les gouvernements soutiennent le développement des marchés de capital-risque nationaux desservant toutes les étapes du processus d'investissement entrepreneurial, en particulier celui relatif à la création et premiers stades de croissance.

En règle générale, ces programmes fournissent un financement public aux côtés du financement du secteur privé (parfois avec une option de «racheter» la part publique à un taux de rendement inférieur, fournissant un effet de levier pour le partenaire privé). L'objectif d'investissement est généralement d'atténuer l'échec du marché perçu dans la mobilisation de capitaux pour les phases d'amorçage et de première croissance pendant lesquelles les asymétries d'information sont les plus élevées. Les fonds de capital-risque publics sont souvent motivés par des objectifs politiques associés aux effets de l'aide sociale pour renforcer la structure du marché, améliorer les alternatives de financement des jeunes entreprises, accroître l'emploi, favoriser l'innovation et soutenir la croissance économique du pays.

La structure des fonds publics implique des clauses sur les conditions géographiques par secteur/stade, sur le comportement d'investissement, un engagement envers les objectifs politiques plus larges tels que le transfert des compétences, et le développement de l'industrie du capital-risque locale.

## 3. Structures des organismes de capital-investissement

La pratique du métier de capital-investissement dans divers environnements juridiques et économiques permet de faire la distinction entre deux structures majeures du côté offre du capital-investissement : structure unique et structure duale.

### 3.1. Structure unique

Le capital-investissement était, à l'origine, structuré en regroupant au sein de la même entité et l'équipe de gestion et les moyens et fonds à investir. Généralement captives, ces sociétés étaient destinées à investir les liquidités de groupes industriels ou d'une institution financière.

La structure unique présentait toutefois des inconvénients à plusieurs égards, par exemple :

- La majorité de ces structures étaient financées soit par des établissements bancaires soit par les pouvoirs publics, ainsi ces structures mêlaient allègrement leurs rôles de prêteurs à celui d'investisseurs. On retrouvait alors des investissements de montants importants équivalents à l'apport d'un seul investisseur.
  - La nécessité de libérer la totalité du capital en une seule fois et de ne retourner aux investisseurs la plus-value que sous forme de dividendes, réduisant ainsi leurs potentiels de rentabilité.
-

### 3.2. Structure duale

L'idée principale de la structure dite duale est de dissocier la Société de gestion du véhicule d'investissement. Les membres de la société de gestion sont des professionnels qui gèrent, grâce à un mandat de management délivré par le fonds d'investissement, les participations de ce dernier. La structure duale permet à la société de gestion de durer au-delà de la vie du fonds, qui est par construction limitée dans le temps (une dizaine d'années) et de prévenir les risques.<sup>1</sup>

En effet, la structure duale ou *limited partnership* permet, entre autres, de :

- Protéger les actionnaires contre la mauvaise exécution du mandat de gestion.
- Protéger les actionnaires contre les conflits d'intérêts potentiels et séparer les pouvoirs (les dirigeants de la Société de gestion dépendent uniquement du conseil d'administration de cette dernière, composé généralement des promoteurs du fonds et des dirigeants).
- Identifier clairement les compétences et les responsabilités (les investisseurs institutionnels transfèrent la responsabilité de la gestion des participations à une société de gestion indépendante). Les responsabilités sont partagées autour des organes de décision (conseil d'administration du fonds et de la société de gestion, comité d'investissement).
- Fidéliser les membres de la société de gestion dont elle assure également la continuité.
- Garantir une transparence fiscale complète : la taxation des revenus du fonds s'effectue au niveau de chacun des partenaires avec des régimes fiscaux particuliers.

Un fonds se constitue à partir des engagements ou des promesses (*commitments*) des apporteurs de capitaux de verser un certain montant de capital (*target*) dès que la demande (*call*) en sera faite par le gestionnaire du fonds. Les capitaux que les apporteurs se sont engagés à verser ne sont en effet pas nécessairement appelés en une seule fois. Ils sont appelés en fonction des besoins, c'est-à-dire en fonction des investissements que souhaitent réaliser les gestionnaires. Ils peuvent cependant, le cas échéant, être versés au moment de la constitution du fonds et investis dans un placement d'attente. La pratique sur ce point a évolué. Le fonds a une durée de vie limitée fixée à l'avance, en général dix (10) ans, mais sa vie peut être prolongée de deux (2) ou trois (3) ans. A l'échéance, les actifs disponibles (liquidités et titres) sont redistribués aux investisseurs.

Le fonds de capital-investissement est à l'origine de tous les coûts et revenus vis-à-vis des différents intervenants. Les revenus du fonds se composent principalement des éléments suivants :

- Gains de capital des investissements.
- Dividendes et intérêts des investissements.
- Intérêts sur les dépôts bancaires.

Les charges d'un fonds englobent :

- Les pertes d'investissements.
- Intérêts dus sur les crédits.

---

<sup>1</sup>- Cherif, M. *Op-cit.*, 2008, p34.

- Frais de gestion et intéressement pour la société de gestion.  
Par ailleurs, le fonds supporte des coûts supplémentaires tels que :
  - Frais d'établissement, généralement de 1% de la taille totale du fonds.
  - Frais d'administration du Fonds (également appelés frais de garde), s'ils sont prévus, généralement de 0,05% à 0,1% par an.
  - Les coûts opérationnels, qui peuvent varier sensiblement, couvrent les commissions d'audit, juridiques et d'expertise, ainsi que les frais de la *due diligence* pour les nouveaux investissements même s'ils ne se matérialisent pas (*abort fees*).

## Sous-section 2. Les partenaires de la relation de financement

La relation de financement par capital-investissement implique les sociétés de gestion des fonds de capital-investissement en tant qu'intermédiaires entre, d'un côté, les investisseurs qui leur confient leurs fonds et, de l'autre côté les entreprises en besoin de financement.

### 1. Les sociétés de gestion des fonds de capital-investissement

Moyennant une rémunération convenue avec les investisseurs, ces sociétés prennent en charge le placement et le suivi des participations suivant les directives arrêtées par les apporteurs des capitaux.

#### 1.1. Caractéristique de la Société de Gestion

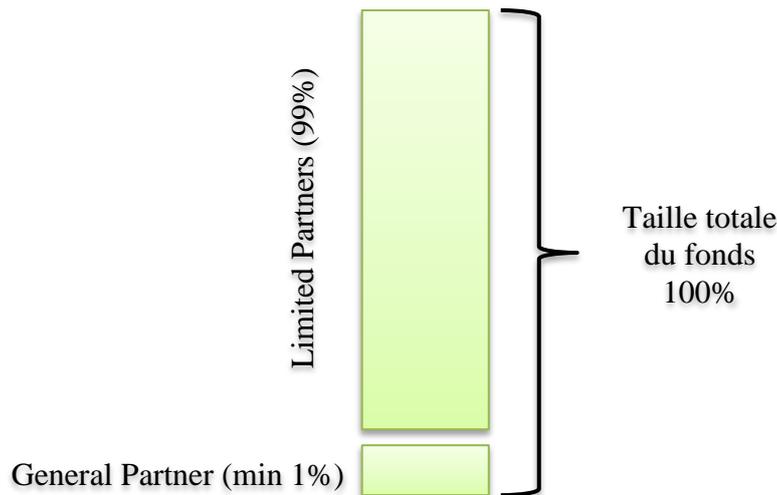
Comme expliqué précédemment, les fonds de capital-investissement sont généralement créés pour une durée de vie de dix (10) ans, avec une extension optionnelle de deux à trois ans. En pratique, ces dix (10) années sont ensuite subdivisées en une période d'investissement (généralement de cinq années, avec une extension possible d'une année) et une période de cession (les cinq années restantes avec une extension possible). Les fonds sont conseillés par le gestionnaire du fonds (ou la société de gestion), composé de professionnels qui, par un accord de partenariat, sont en charge de gérer et de faire fructifier les capitaux collectés par le fonds, ainsi que des analyses et des recommandations d'investissement. Ces professionnels sont également en charge de communiquer régulièrement aux investisseurs la situation des fonds qu'ils gèrent pour leur compte. L'équipe de gestion est donc permanente, alors que les fonds sont des véhicules d'investissement créés pour une durée déterminée, et la société de gestion est la seule à avoir une personnalité juridique.

La société de gestion peut gérer plusieurs fonds en même temps, ce qui peut donner lieu à des conflits d'intérêts. La distinction entre les fonds et les sociétés de gestion, en plus des avantages susmentionnés, fournit une séparation stricte entre les fonctions d'analyse et de *reporting* et les fonctions d'investissement. L'alignement des intérêts entre les investisseurs et la société de gestion est théoriquement garanti par la contribution en capital de la société de gestion, étant généralement de 1%<sup>1</sup> de la taille du fonds (figure n° 16).

---

<sup>1</sup>- Le marché européen prévoit une participation de la société de gestion de l'ordre de 2% dans le capital du fonds d'investissement géré (voir *Caselli, S., Op-cit., 2010*).

Figure n° 16 : Structure de capital d'un fonds à l'étape de création



Source : Demaria, C, *Op-cit.*, 2013, p94.

## 1.2. Rémunération de la Société de Gestion

La rémunération de la Société de Gestion se compose de deux éléments : une commission de gestion et un intéressement qui dépend généralement des performances réalisées.

### 1.2.1. Frais de gestion

Les frais de gestion (*management fees*) sont une commission payable annuellement par le fonds pour les services fournis par la Société de Gestion (conseils, analyses, gestion de fonds et reporting), et sont calculés comme un pourcentage de la valeur de l'actif net (valeur totale du portefeuille d'investissement nette des dettes). Ces frais sont généralement de l'ordre de 1,5% à 2,5%<sup>1</sup> par an pour un fonds d'investissement direct (environ 0,5% à 1% pour un fonds de fonds), en fonction de la taille du fonds. Cette taxe est calculée sur la taille du fonds (capital engagé) au cours de la période d'investissement, et souvent sur la valeur liquidative du portefeuille une fois la période d'investissement est terminée.

Les frais de gestion, durant la phase d'investissement, étant indexés à la taille du fonds mesurée généralement par le montant des engagements, une taille plus importante du fonds induit plus de frais de gestion (quoique à un taux inférieur à celui appliqué aux fonds de petite taille), et le plus de capitaux sous gestion plus le revenu des honoraires.

L'accroissement de la taille des fonds a créé une nouvelle variante du problème d'agence (agent-principal) au sein des fonds de capital-investissement<sup>2</sup>. Or, les fonds de taille importante génèrent des frais qui peuvent entraîner des bénéfices substantiels aux gestionnaires. Ces bénéfices s'accumulent peu importe si le fonds lui-même est couronné de succès. Cela remet en question l'idée centrale de la création de valeur à travers l'alignement des intérêts des partenaires, du moment que les gestionnaires peuvent

<sup>1</sup>- Certains marchés appliquent des fourchettes de taux légèrement différentes, telles que 2,5%-3% (Cherif, M. *Op-cit.*, 2008) ; 1,5%-3% (Gilligan, J., & Wright, M. *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*, ICAEW Corporate Finance Faculty, UK, 2<sup>nd</sup> Ed, 2010).

<sup>2</sup>- Gilligan, J., & Wright, M. *Op-cit.*, 2010, p170.

bénéficiaire d'un rendement sans risque s'ils peuvent mobiliser un fonds de taille importante.

Le pourcentage des frais de gestion est négocié entre la Société de Gestion et les investisseurs, sachant que c'est dans le meilleur intérêt de l'investisseur de payer un pourcentage faible de coûts fixes, tandis que l'inverse est valable pour la Société de gestion. Toutefois, ces frais ne doivent pas être trop faibles, car ils sont destinés à couvrir tous les coûts d'exploitation engagés par la Société de Gestion. Les frais de gestion sont un frais brut, car ils couvrent les frais d'exploitation, les honoraires des conseillers et techniciens ainsi que les coûts fixes, et enfin la rémunération des dirigeants de la Société de Gestion.

### 1.2.2. Intéressement (*Carried Interest*)

En vue d'aligner les intérêts des investisseurs et ceux l'équipe de gestion, cette dernière ouvre droit à un intéressement (*carried interest* ou «*carry*»), dû uniquement à la fin de la durée de vie du fonds, et représente le pourcentage des bénéfices perçu par la Société de Gestion auprès des investisseurs sous forme d'un gain en capital et va aux dirigeants / gestionnaires du fonds lui-même. Le *carried interest* est généralement de l'ordre de 20% (5% à 10% pour les fonds de fonds) sur la performance générée par le fonds<sup>1</sup>. Certaines Sociétés de Gestion ont carrément indexé leur intéressement sur l'évolution de certains indicateurs de performance<sup>2</sup>.

Cette partie, variable, de la rémunération de la société de gestion est fonction donc des performances réalisées et n'est versée à la société de Gestion qu'après que les investisseurs aient été remboursés de l'intégralité de leurs apports et souvent qu'ils aient reçu, selon le principe de subordination, des distributions leur assurant un rendement prioritaire (*hurdle rate*) qui peut varier de 5 à 8%.

Le *Carried interest* et le *hurdle rate* sont fixés au moment de l'établissement du fonds et ils apparaissent au code interne de l'activité de chacun des fonds. Ils sont déterminés suite à de longues négociations entre les investisseurs et la Société de Gestion du fonds.

Afin de bénéficier de cet intéressement, les gestionnaires du fonds doivent souscrire à des parts spécifiques qui concrétisent leur prise de risque financière et leur implication personnelle dans la vie du fonds. Généralement, seuls les «*key men*» (dirigeants clés) en bénéficient afin de les fidéliser dans une optique de convergence des intérêts des partenaires du fonds d'investissement<sup>3</sup>.

## 1.3. Missions de la société de gestion

Les gestionnaires de fonds de capital-investissement ont quatre rôles principaux tout au long du cycle de vie d'un fonds de capital-investissement, à savoir : la levée des fonds auprès des investisseurs, le *sourcing* des opportunités d'investissement, la gestion active des investissements réalisés et la réalisation des gains en capital en cédant ou introduisant

---

<sup>1</sup>- Demaria, C., *Op-cit.*, 2013, p179.

<sup>2</sup>- Un exemple d'indexation du «*Carry*» : si un fonds ne génère pas un TRI supérieur à 5%, le *carry* est de 0%; si le fonds génère un TRI entre 5% et 9,99%, le *carry* est de 10%; si le TRI est compris entre 10% et 14,99%, le *carry* est de 15%; si le TRI est compris entre 15% et 19,99%, le *carry* est de 20%; si le TRI est compris entre 20% et 24,99%, le *carry* est de 25%; si le TRI est supérieur à 25%, le *carry* est de 30% (Demaria, 2013). Caselli (2010) introduit une formule de calcul du taux du *carried interest* comme suit :  $Carried\ Interest = \% [Final\ IRR - Hurdle\ Rate]$ .

<sup>3</sup>- Cherif, M. *Op-cit.*, 2008, p38.

en bourse les sociétés investies.<sup>1</sup>

### 1.3.1. Levée de fonds

Les fonds sont levés auprès d'investisseurs internationaux, dont beaucoup sont des fonds de pension, des banques, des compagnies d'assurance et des particuliers fortunés. En général, ces investisseurs vont investir via une *limited partnership*, au même titre que les gestionnaires du fonds de capital-investissement eux-mêmes. Les plus grands investisseurs dans le capital-investissement sont, de loin, les fonds de pension et les compagnies d'assurance.

### 1.3.2. Sourcing d'investissements

Un fonds de capital-investissement doit sélectionner et finaliser des projets réussis afin de générer des profits et soutenir la levée de fonds supplémentaires. Des efforts et des ressources considérables sont investis dans la prospection de transactions et du relationnel avec des personnes pouvant donner accès à des opportunités d'investissement viables. Ceux-ci comprennent des banques d'investissement, des comptables et d'autres conseillers et hauts responsables de l'industrie du capital-investissement.

### 1.3.3. Gestion active des investissements

Les gestionnaires de fonds de capital-investissement sont devenus, de par la nature de leur métier, des gestionnaires de type *hands-on* de leurs investissements, c'est-à-dire qu'ils adoptent des stratégies interventionnistes au sein des sociétés financées. Bien qu'ils ne les contrôlent pas au jour le jour, les sociétés de gestion de fonds sont activement impliquées dans la définition et le suivi de la mise en œuvre de la stratégie des sociétés en portefeuille. Ceci est à la base de l'argument que le capital-investissement est devenu un modèle alternatif de gouvernance d'entreprises, que certains auteurs préfèrent au mécanisme basé sur les marchés, notamment avec l'accentuation des imperfections de ce dernier suite aux crises financières récurrentes<sup>2</sup>.

### 1.3.4. Réalisation des gains en capital

L'industrie du capital-investissement fixe en général un horizon de sortie de trois à cinq ans, ce qui signifie que l'investissement sera réalisé sous l'hypothèse explicite qu'il sera vendu ou coté en bourse pendant ce délai. Cet horizon de sortie est la source de la critique que le capital-investissement est une stratégie de placement à court terme. Notons, toutefois, que la littérature en la matière suggère qu'il existe une grande variété dans la durée qu'un investissement est maintenu, et que rien ne prouve que l'industrie du capital-investissement cherche systématiquement à «raccourcir» les investissements dans un court laps de temps. En effet, la durée moyenne de détention a augmenté au fil du temps.

## 2. Les investisseurs

Les investisseurs représentent, au sein de l'industrie du capital-investissement, la source des fonds mobilisés par les fonds de capital-investissement, afin qu'ils soient affectés aux différentes opportunités d'investissement que représentent les entreprises. Ces intervenants clés peuvent avoir des profils variés tels que des personnes physiques ou morales qui réalisent des opérations de capital-investissement directement avec des entreprises, ou de façon indirecte par le biais d'un intermédiaire.

---

<sup>1</sup>- Gilligan, J., & Wright, M., *Op-cit.*, 2010, pp4-5.

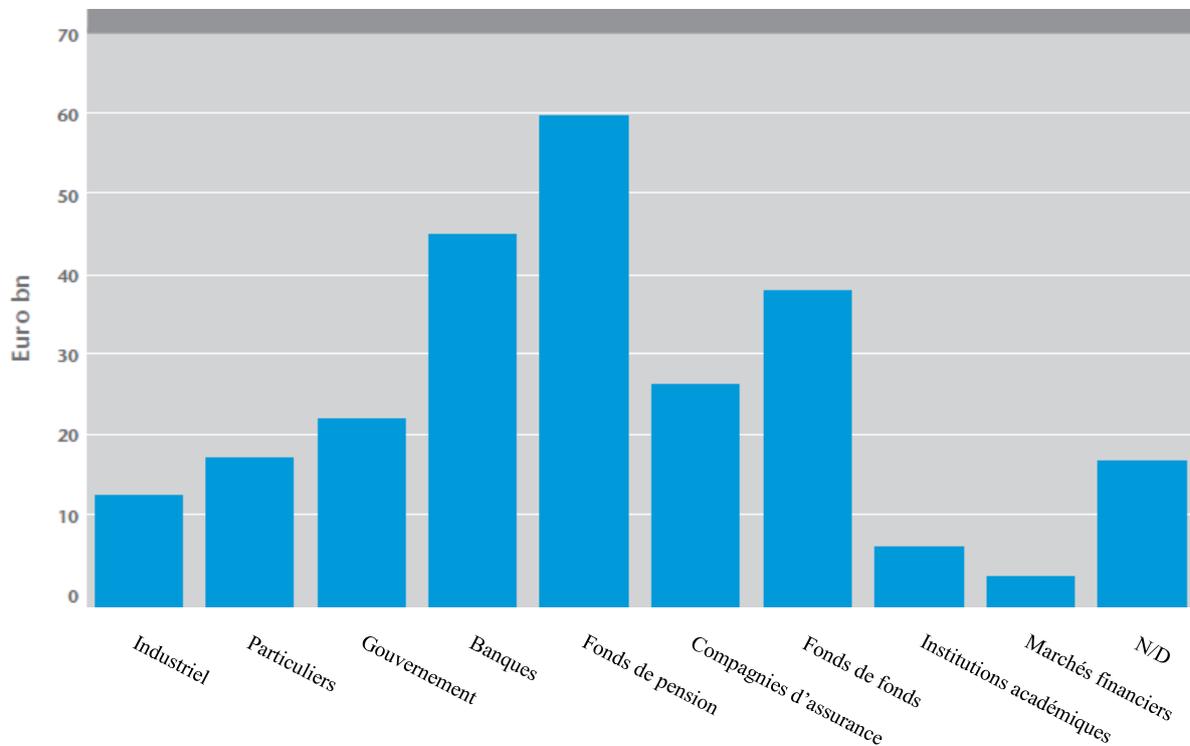
<sup>2</sup>- Talmor, E., *Op-cit.*, 2016.

Les investisseurs institutionnels sont des acteurs importants du capital investissement, ils placent l'épargne qu'ils ont collectée auprès d'autres acteurs économiques dans des opérations de capital-investissement, principalement de long terme. Ce sont, notamment, des sociétés d'investissement, des fonds de pension publics et privés, des sociétés d'assurance, des fonds souverains ou encore des établissements bancaires. Les autres personnes morales de droit privé qui interviennent dans des opérations de capital-investissement sont des fonds de dotation, des associations, des sociétés civiles, des sociétés commerciales et des personnes physiques.

Les apporteurs de capitaux (*limited partners*), du fait de leur statut de partenaire à responsabilité limitée dans le circuit du capital-investissement, n'ont pas la possibilité d'intervenir activement dans la gestion du fonds. Ils peuvent toutefois intervenir par un vote dans certaines décisions comme celle, par exemple, de la prolongation de la durée de vie du Fonds. Ils exercent un contrôle a priori sur les investissements des gestionnaires du fait des conventions (*covenants*) conclues entre les deux parties, c'est à dire des règles contractuelles qui assignent certaines limites aux décisions des gestionnaires.

La figure n° 17 ci-dessous montre que les plus grands investisseurs dans la classe d'actif capital-investissement sont les fonds de pension. Il convient de noter que les investisseurs dans les fonds de fonds sont généralement des fonds de pension, compagnies d'assurance et les particuliers fortunés. Le grand public est donc indirectement un investisseur dans le secteur du capital-investissement par le biais de ces véhicules d'investissement collectifs internationaux.

**Figure n° 17 : Investisseurs en capital-investissement par type (2002-2006)**



Source : Gilligan, J., & Wright, M. *Op-cit.*, 2010 p45.

Une étude réalisée en 2003 montre qu'une grande disparité existe entre les formes adoptées par les fonds de capital-investissement<sup>1</sup>. Ainsi, parmi les 51 types de fonds distingués par *Thomson Securities Data*, l'étude susmentionnée les regroupe en 16 catégories selon les agents institutionnels qui interviennent à travers eux :

- 15 représentent des investissements effectués directement par les apporteurs de capitaux : sociétés non financières, institutions financières ou bancaires, fondations, investisseurs individuels et Fonds de pension.
- 14 sont des organismes filiales d'apporteurs de capitaux : sociétés financières ou non financières, fondations, etc.
- 9 sont des organismes ayant le statut de S.B.I.C., c'est-à-dire s'intégrant dans le cadre du programme gouvernemental éponyme.
- 5 sont des partenariats.
- 6 correspondent à des programmes publics ou universitaires,
- 2 " autres " sont non classables

Les catégories les plus importantes sont :

- Les partenariats privés indépendants (*Independent Private Partnership*). Sur l'ensemble de la base, tous pays, tous types de Fonds et toutes années confondues, les partenariats privés indépendants représentent à eux seuls 60 % de l'ensemble des engagements et un peu plus de 59% en termes d'effectifs.
- Les partenariats non-indépendants, filiales ou affiliés aux banques d'investissement (*Investment Bank Affiliate or Subsidiary Partnership*). Sur l'ensemble de l'échantillon, tous pays, tous types de Fonds et toutes années confondues, les partenariats filiales ou affiliés aux banques d'investissement représentent à eux seuls 13,5 % de l'ensemble des engagements. La part des Fonds de capital-risque filiales de banques d'investissement est de 2,7% dans le total des engagements de l'échantillon. Ce qui signifie que les engagements des banques d'investissement, au travers de leurs deux principales modalités institutionnelles d'intervention dans ce domaine, représentent au total 16% de tous les engagements en capital-investissement.
- Les instruments institutionnels de l'investissement en capital-risque des sociétés non financières (*Corporate venture capital*). D'un côté, on trouve des Fonds affiliés à des groupes industriels (*Corporate venturing*) ; de l'autre, les interventions en directs, sans passer par des Fonds, de ces groupes (*Corporations*). Les deux modalités ne sont pas incompatibles. Sur l'ensemble de l'échantillon, tous pays, tous types de Fonds et toutes années confondues, les engagements de toutes natures des sociétés non financières (directs et indirects) représentent à peu près 4% de l'ensemble des engagements
- Les instruments institutionnels des institutions financières, bancaires et des assurances. On y retrouve les Fonds affiliés, les interventions en direct et les partenariats affiliés (*subsidiary partnership*).
- Il existe aussi des partenariats publics (*Public Venture Capital Funds*). Ceux-ci ont recours, pour se financer, aux marchés de capitaux. Ces derniers sont donc soumis aux obligations d'information auxquelles sont soumises les sociétés cotées en bourse. Leurs engagements représentent moins de 1 % du total.

---

<sup>1</sup>- Paulré, B. "Le capital-risque aux Etats-Unis d'Amérique : Structure et évolution du système (1959-2001)", HAL Id: halshs-00135483, 2003

### 3. Les entreprises

Les entreprises financées par le capital-investissement possèdent des caractéristiques variées, tant en termes de taille, de secteur, de niveau de développement ou encore d'organisation managériale, et leurs besoins de financement diffèrent en fonction surtout du stade de leur cycle de vie.

Le choix du financement par capital-investissement par des petites et moyennes entreprises (PME) peut, notamment, s'expliquer par une plus grande accessibilité de ce secteur par rapport à d'autres moyens de financement externes tel que le marché boursier.

Les entreprises ciblées par des fonds de capital-risque sont généralement des entreprises jeunes, souvent des entreprises innovantes développant des activités susceptibles de connaître une forte croissance dans le futur. Elles peuvent également être des entreprises en création, ou encore au stade de Recherche et Développement et des premières tentatives de commercialisation, ou des entreprises plus mûres à la recherche d'opportunités de croissance.

Depuis le début des années 1980, le capital-amorçage est devenu marginal et a laissé la place, en termes de volumes d'investissement, aux autres segments du capital-investissement ciblant des entreprises plus établies. La majorité des capitaux est investie dans des entreprises de taille moyenne. Ces entreprises sont souvent stables et bénéficiaires, avec des activités dans la production, la distribution, les services et les biens de consommation. Elles lèvent des capitaux auprès des fonds de capital-investissement pour financer leur expansion – en renouvelant leur moyens de production ou en faisant l'acquisition d'autres entreprises - ou pour modifier la structure de leur capital (dans les années 1990, une vague de départ à la retraite de nombreux dirigeants d'entreprises a accéléré la croissance du capital risque).

Le dernier type d'entreprises ayant recours au capital-investissement sont les sociétés anonymes avec appel public à l'épargne. Ces sociétés utilisent le capital-investissement afin de se financer en vendant des actions de leurs entreprises aux fonds du secteur. Ces sociétés qui peuvent être cotées en bourse sollicitent également le capital-investissement en période de détresse financière afin d'éviter les coûts d'enregistrement et les révélations d'informations liées aux offres publiques d'achat.

#### Sous-section 3. Les banques et autres agents et conseillers

Les banques fournissent la dette dans les opérations de transmission/reprise. Cette dette peut prendre plusieurs formes et être fournies par de nombreux acteurs du marché, y compris un ou plusieurs banques commerciales, les banques d'investissement, les fournisseurs dédiés de la dette mezzanine et des fonds spéculatifs ou des fonds spécialisés similaires. Le fonds de capital-investissement peut également intégrer dans son schémas de fonctionnement le placement des capitaux mobilisés auprès de banques de dépôts, permettant de réaliser des revenus et fructifier le capital en attendant qu'il soit alloué aux investissements retenus.

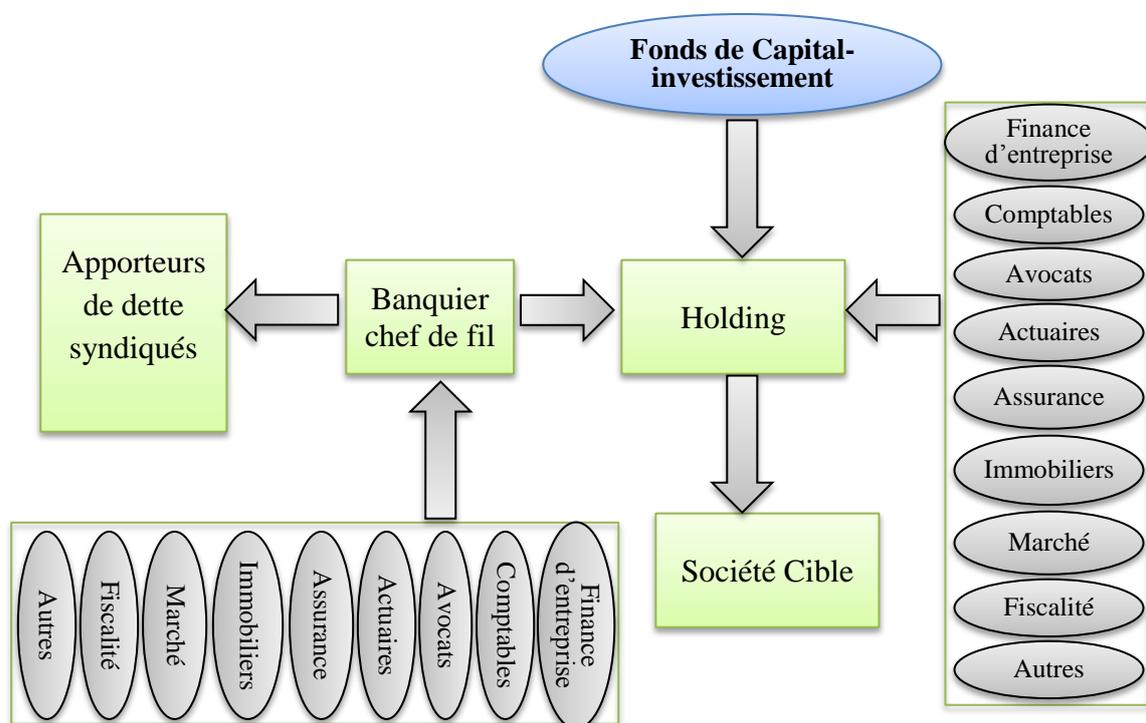
Par ailleurs, avec la croissance de l'industrie du capital-investissement, tout un secteur d'activité s'est mis en place, spécialisé dans l'intermédiation et la production d'information. Ces acteurs interviennent à différents stades du cycle d'investissement. Ils ont notamment pour rôle d'établir des partenariats entre les investisseurs et les fonds de capital-investissement et de participer au placement des fonds levés. Afin de réaliser leurs missions, les agents et conseillers récoltent des informations sur l'évolution du marché et

sur l'historique des transactions réalisées par les fonds.

Les agents et les conseillers peuvent intervenir auprès des investisseurs institutionnels et des institutions financières afin d'évaluer la qualité des intermédiaires et par conséquent faciliter le processus de sélection de partenaires fiables. Ils peuvent également être sollicités par des fonds de capital investissement.

Les fonds de capital-investissement externalisent de nombreuses fonctions<sup>1</sup>. Contrairement aux grandes banques, très peu de fonds de capital-investissement ont des structures comptables et des avocats internes, et la plupart externalisent autant de services que possible. Ces relations de service et de conseil externalisés se répartissent en trois grandes catégories: services externalisés, conseillers en transactions et conseillers en collecte de fonds (figure n°18).

**Figure n° 18 : Conseillers pour une transaction à effet de levier**



Source : Gilligan, J., & Wright, M., *Op-cit.*, 2014, p73.

Pour lever des fonds, les sociétés de gestion mettent en place un réseau de distribution, qui peut adopter divers canaux de commercialisation :

- Commercialisation en direct auprès des investisseurs institutionnels.
- Courtier en ligne : Ils s'occupent de la distribution des fonds en ligne et proposent les fonds aux Conseillers en Gestion de Patrimoine ou aux particuliers.
- Les Conseillers en Gestion de Patrimoine Indépendants : ils participent aussi à la distribution des parts de fonds auprès de leur clientèle privée, qu'ils conseillent - gérants privés, banques privées et *Family offices*: Les clients cibles des banques privées sont des personnes fortunées. Les *Family offices* sont des cabinets qui gèrent le

<sup>1</sup>- Gilligan, J., & Wright, M. *Op-cit.*, 2014, p73.

patrimoine d'une famille fortunée uniquement ou de plusieurs familles.

- Banques à réseau: Les clients cibles des banques à réseau sont des particuliers aux revenus moyens.

Les conseillers perçoivent des commissions substantielles sur leurs interventions au sein de l'industrie du capital-investissement, et créent à travers leurs multiples interventions une série complexe de motivations. Ainsi, les banques d'investissement, à titre d'exemple, représentent à la fois une source de transactions pour le capital-investissement, en qualité de conseillers pour les vendeurs d'entreprises, et un fournisseur de service de conseil et de distribution (via la syndication) en qualité de conseiller pour le fonds de capital-investissement.

## Conclusion du chapitre deux

L'objectif de ce chapitre était d'étudier les spécificités organisationnelles et fonctionnelles du marché de capital-investissement. Pour cela, le marché de capital-investissement est analysé à travers ses deux cotés qui sont l'offre et la demande des capitaux, ainsi que les différents intervenants dans le cycle de financement par capital-investissement.

Du côté de l'offre des capitaux au sein du marché de capital-investissement, les apporteurs des capitaux à la recherche d'opportunités d'investissement conformes à la logique d'investissement de ce modèle sont généralement classés en trois catégories, chacune se caractérisant par des objectifs et/ou pratiques spécifiques. Le premier groupe de ces investisseurs, libellé capital-investissement institutionnel, est composé des institutions financières, d'une organisation particulière, dont l'objectif principal de l'opération d'investissement est de dégager des rendements principalement sous forme de plus-values lors de la sortie du capital des entreprises investies. Dans cette catégorie de capital-investisseurs, les sociétés de capital-investissement institutionnel agissent en qualité d'intermédiaires entre les institutions financières, telles que les grandes entreprises, fonds de retraite, familles riches, etc., et les entreprises non cotées, en levant des fonds auprès des premiers pour les investir chez les derniers. Cette catégorie de capital-investissement représente l'unité d'analyse de la présente recherche.

En se basant sur le concept du cycle de vie d'une entreprise avec les différentes phases de son développement, les divers métiers de l'activité de capital-investissement sont cernés selon le stade de développement de l'entreprise visée par le financement. En effet, l'univers des investissements dans cette industrie montre la nature spécifique du capital-investissement, qui est probablement le seul instrument financier capable de suivre une entreprise à travers chacune des étapes de son existence. Ainsi, la création, le démarrage et la première croissance d'une entreprise comme premiers stades de son développement sont favorisés par le métier de capital-risque *stricto sensu*, inspiré de la démarche américaine de *venture capital*. Une fois l'entreprise franchi le second stade de croissance et d'expansion, le capital-développement, comme métier spécialisé du capital-investissement, prend le relais en terme de financement en fonds propres en dehors du marché boursier. Ensuite, le capital-transmission, soutien typique du financement par capital-investissement pour les entreprises durant la phase de maturité, finance les entreprises qui cherchent des décisions stratégiques associées au système de gouvernance et au statut de l'entreprise, plutôt que l'approche financière de l'entreprise. En fin, le capital-investissement peut offrir, aux entreprises en difficulté financière, le financement de retournement qui sert principalement pour restructurer les entreprises leur permettant d'améliorer leur performance financière, d'exploiter de nouvelles opportunités stratégiques et de regagner leur crédibilité.

## CHAPITRE III : PRATIQUES DU FINANCEMENT PAR CAPITAL- INVESTISSEMENT

L'activité d'intermédiation sur laquelle se base l'industrie du capital-investissement répond à deux besoins opposés. D'une part, les entreprises collectent des fonds car les entrepreneurs ne disposent pas de ressources financières suffisantes pour soutenir le développement de leurs entreprises et d'autre part, ces ressources financières sont détenues par des investisseurs qui financent des projets à haut risque et haut rendement.

Les véhicules dédiés à l'investissement en capitaux propres ont une chaîne de valeur spécifique avec des phases et des fonctions organisationnelles qui peuvent être classés dans une optique universelle en plusieurs phases, chacune requiert une contribution différente de la part de la direction, du conseil consultatif et du conseil d'administration du fonds de capital-investissement. Les phases typiques de l'investissement en capital sont la levée de fonds, l'investissement, le pilotage et la sortie, présentés successivement au niveau de la première section du présent chapitre.

La deuxième section de ce chapitre se focalise sur les instruments et pratiques mis en place par les professionnels de cette industrie afin de mener à bien la fonction de financement des entreprises avec des capitaux propres et de gérer les relations et aléas qui en découlent, tout en mettant l'accent sur la relation de financement établie entre la société de gestion du fonds de capital-investissement et le représentant de l'entreprise soutenue par le fonds. Or, la relation de la société de capital-investissement avec l'entreprise à financer, puis financée, change selon l'avancement dans le processus de financement, induisant, par conséquent, le besoin de mettre en place des instruments et pratiques propres adaptées aux exigences de chaque étape.

Une fois le véhicule d'investissement créé et les fonds levés, la décision de financer une entreprise se base sur une analyse minutieuse de son profil et plan de développement à travers les *business plan* et travaux de vérification de *due diligence* visant à vérifier la validité des données fournies par l'entreprise candidate au financement et la solidité de son plan de développement. Une fois la décision de financement prise, les deux parties s'engagent à des termes régissant cette relation temporaires à travers un package contractuel détaillant les droits et obligations des deux parties contractantes.

---

## Section 1 : Processus de financement par capital-investissement

La mobilisation des capitaux au service des entreprises qui en ont besoin passe, au sein du marché de capital-investissement, par des étapes chronologiques initiées par la création du fonds de capital-investissement lui-même, comme véhicule de collecte des fonds auprès des investisseurs en capital, pour être achevées par la sortie du capital-investissement du capital de l'entreprise investie. Les différentes étapes du processus de financement nécessitent des pratiques et instruments adaptés afin de mener à bien les multiples relations tissées entre les différentes parties prenantes au sein du marché de capital-investissement.

Cette section, à travers deux sous-sections, présente ces deux composantes de la pratique de capital-investissement dans sa fonction de financement des entreprises.

### Sous-section 1. Cycle de vie d'un fonds de capital-investissement

Pour reprendre les mots de Cherif<sup>1</sup>, les fonds de capital-investissement sont un « mix » entre du capital disponible pour être investi, et des professionnels qui investissent dans des entreprises non cotées à fort potentiel pour générer de la valeur.

Un fonds de capital-investissement connaît plusieurs étapes tout au long de son cycle de vie. En règle générale, les investisseurs engagent leur capital dans le fonds à l'avance, mais ne le déboursent que progressivement sur plusieurs années, contre les appels de fonds de la part de la société de gestion. Un fonds de capital-investissement a généralement une période initiale de cinq ans pour faire des tirages sur les engagements des investisseurs afin de les affecter aux nouvelles opportunités d'investissement (période d'investissement), avec des tirages par la suite (les cinq dernières années de la vie du fonds) limités à des investissements de suivi dans ces premières opportunités (période de suivi).

Parfois, les termes d'un fonds de capital-investissement permettent un « recyclage » partiel du produit d'un investissement achevé dans de nouveaux investissements. Ainsi, après cinq ans, il n'y aura généralement pas d'investissements à entreprendre par le fonds dans de nouvelles opportunités, mandatant la levée d'un nouveau fonds par la société de gestion à ce moment-là pour que cette dernière ne risque pas de rester inactive sur le marché. De plus, le pacte d'actionariat permet parfois une extension de la durée de vie du fonds lorsque les partenaires conviennent que la valeur peut être créée en maintenant les investissements restants pour un à deux ans au-delà de la vie normale du fonds. Dans ces cas où un tel « filet de sécurité » est employé, cette période nécessite généralement les investisseurs de payer des frais de gestion réduits aux capital-investisseurs pour tenir compte du fait que ces derniers ne gèrent que quelques investissements restant à liquider.<sup>2</sup>

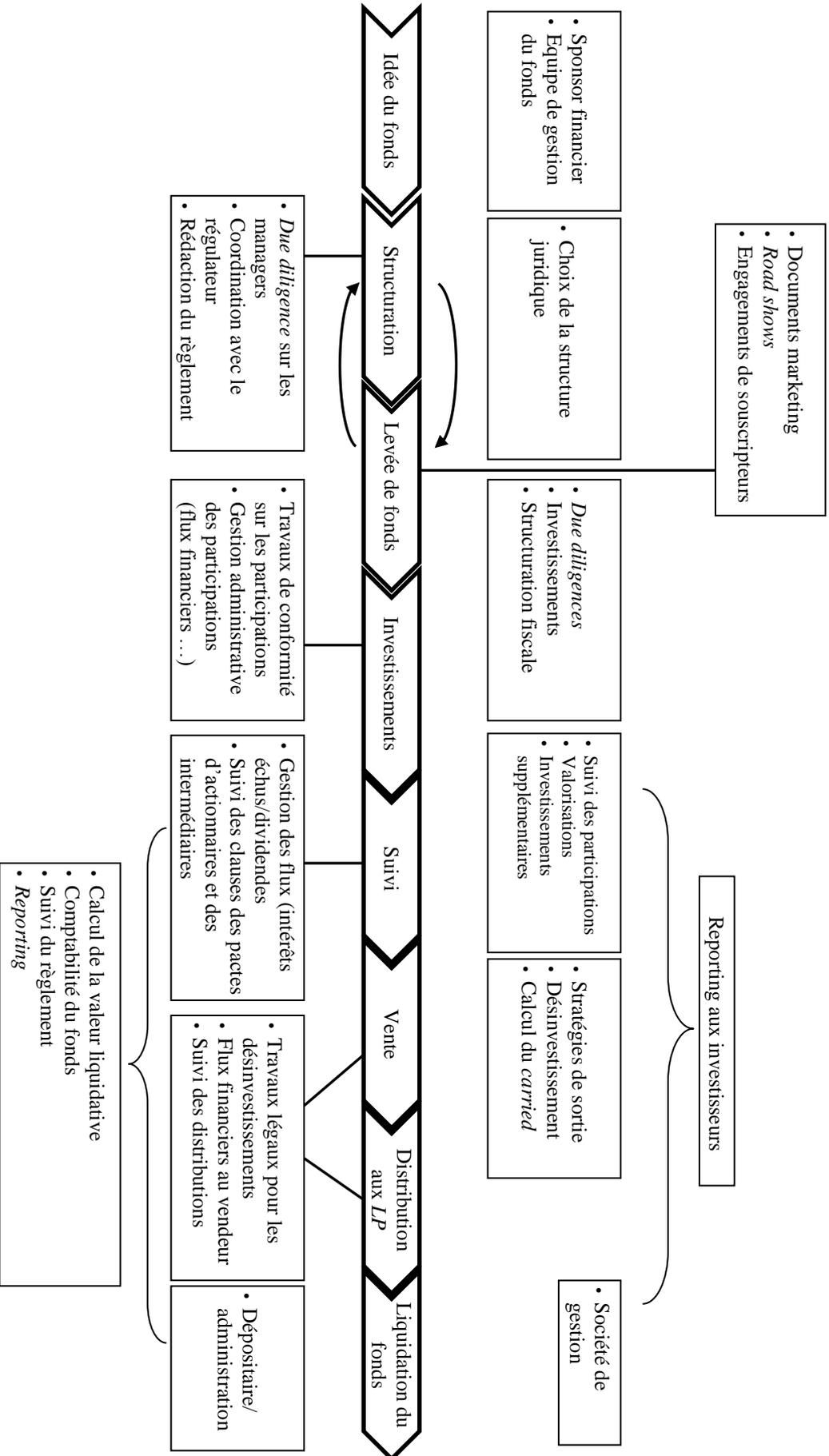
Le processus complet par lequel passe un fonds de capital-investissement, depuis son initiation jusqu'à la liquidation de ses participations, est présenté dans la figure n° 19.

---

<sup>1</sup> - Cherif, M. *Op-cit.*, 2008, p22.

<sup>2</sup> - Pearce, R., & Barnes, S. *Raising venture capital*, John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 2006, p20.

Figure n° 19 : Cycle de vie d'un fonds de capital-investissement



Source : Cherif, M., *Op-cit.*, 2008, p23.

Comme le montre la figure n°19, un fonds de capital-investissement connaît plusieurs étapes tout au long de son cycle de vie, à savoir :

- La levée des fonds (*fundraising*).
- La période d'investissement.
- La période de suivi des investissements avec comme objectif la création de valeur.
- La cession des lignes de participation.

## Sous-section 2. Segmentation du cycle de vie d'un fonds de capital-investissement

Le fonds est initié par la société de gestion avec la tâche de levée des fonds auprès des investisseurs, puis l'engagement de ces fonds dans des opérations de financement que la société de gestion assure le suivi, avant de procéder au désinvestissement qui marque la fin du cycle de vie du fonds de capital-investissement.

### 1. Levée des fonds

La levée des fonds correspond à l'opération de promotion d'un nouveau véhicule d'investissement en fonds propres sur le marché; l'objectif est de trouver des fonds et créer un engagement. La principale motivation, du point de vue des investisseurs lors de la sélection des fonds, est basée sur l'obtention de rendements plus élevés que ceux offerts par le marché financier. Cette performance supplémentaire exigée par les investisseurs couvre le risque supplémentaire lié à la faible liquidité du fonds et au risque plus élevé associé aux entreprises non cotées.

La levée des fonds est une activité directement influencée et déterminée à la fois par l'offre de capital-investissement (la volonté relative des investisseurs institutionnels d'allouer le capital au secteur), et la demande de capitaux privés (le nombre d'entrepreneurs ayant de bons projets et qui veulent être financés).

De plus, le bilan ou *track-record* des gestionnaires d'investissements est pris en considération en termes de leurs compétences, leur réputation et leurs performances précédentes<sup>1</sup>. Si l'équipe de gestion lève son premier fonds d'investissement, son *track-record* sera celui des professionnels qui la composent. Si cette équipe peut prouver que ses professionnels ont réalisé déjà des succès, ce serait un atout dans le processus de levée de fonds et l'équipe de gestion peut écarter le syndrome du « *first time fund* » qui rend difficile la levée du fonds. Dans une phase de levée, plus le *track-record* d'un premier fonds, voire de plusieurs fonds précédents, est satisfaisant, plus la levée en sera facilitée<sup>2</sup>.

Un investisseur fait attention à l'expérience cumulée des gestionnaires du fonds ainsi qu'à leur complémentarité en termes d'expertise. L'expérience permet en effet de sécuriser le *deal-flow* (connaissance des prescripteurs, des intermédiaires, des dirigeants d'entreprises, des autres intervenants en fonds propres et en endettement), de choisir les structures adaptées à la détention des participations et de mieux négocier les conditions de l'entrée et celles de sortie du capital des sociétés investies. La complémentarité des expertises est très importante, particulièrement dans le suivi des participations (expertise de

---

<sup>1</sup> Lahr, H., & Trombley, T. E., "Early Indicators of Fundraising Success by Venture Capital Firms", *Social Science Research Network*-id3020256, 2017.

<sup>2</sup> Krishnan, C. N. V., Ivanov, V. I., Masulis, R. W., & Singh, A. K., "Venture capital reputation, post-IPO performance, and corporate governance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(5), 1295-1333, 2011

management, fiscale, juridique, comptable, financière,...). Une équipe bien équilibrée entre les seniors, les profils intermédiaires et les juniors, sera particulièrement apprécié dans l'analyse des investisseurs.

Dans cette perspective, Balboa & Martí<sup>1</sup> ont montré que le flux de capitaux alloués à l'industrie du capital-investissement est fonction non seulement de facteurs macroéconomiques, mais également de facteurs intrinsèques de l'industrie du capital-investissement elle-même. Cette étude a porté sur les facteurs clés derrière la levée de fonds par le capital-investissement dans des économies caractérisées par une information rare et asymétrique sur les rendements à obtenir. L'étude constate que les montants investis pendant l'année précédente ont un impact positif et significatif sur la levée de fonds, en ce sens que le marché évaluerait la capacité des gestionnaires de fonds à investir la totalité des montants que les investisseurs ont déjà engagés.

Par ailleurs, le développement spectaculaire de l'industrie du capital-investissement ces dernières années a créé le besoin pour les gestionnaires de fonds de confier la tâche de levée des fonds à des agents de placements spécialisés. Ainsi, en 1991, pratiquement aucun fonds n'a utilisé un agent de placement, alors qu'en 2011 près de 75% des fonds créés se sont servis des agents de placement<sup>2</sup>.

Les agents de placement sont des intermédiaires financiers qui commercialisent, pour le compte de Sociétés de gestion, les fonds de capital-investissement aux investisseurs externes, tels que les fonds de pension, les fonds de dotations et les fondations. L'usage de ces intermédiaires pour la levée de fonds est théoriquement justifié par les économies d'échelles qu'ils sont capables de réaliser à travers leurs réseaux et capital relationnel, ainsi que le rôle de certification qu'ils fournissent aux fonds constitués. Les sociétés de capital-investissement ont engagé de plus en plus d'agents de placement pour faciliter le processus de levée de fonds. Cependant, la récente crise financière de 2008 a eu un effet significatif sur l'industrie du capital-investissement en général et le temps moyen de levée de fonds est passée de 12 à plus de 18 mois en 2009.<sup>3</sup> La figure n°20, ci-après, illustre l'impact de la crise sur l'activité de capital-investissement mondiale, en termes de fonds initiés et de montants levés.

Malgré l'omniprésence croissante des agents de placement dans l'industrie du capital-investissement, les controverses récentes et les condamnations à leur encontre pour le paiement de commissions occultes et des activités frauduleuses (telles que le *pay to play*) laissent penser que le rôle de ces agents est plus compatible avec le trafic d'influence et la vente de leurs réseaux aux sociétés de gestion, et n'ajoutent pas une valeur réelle à l'industrie. De plus, des études empiriques<sup>4</sup> réalisées sur l'effet de l'utilisation de ces intermédiaires dans le processus de levée de fonds constatent que la présence des agents de placement a également un effet négatif sur le rendement interne des fonds en moyenne<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> Balboa, M., & Martí, J. "The determinants of private equity fundraising in western Europe", Social Science Research Network-id269789, 2001.

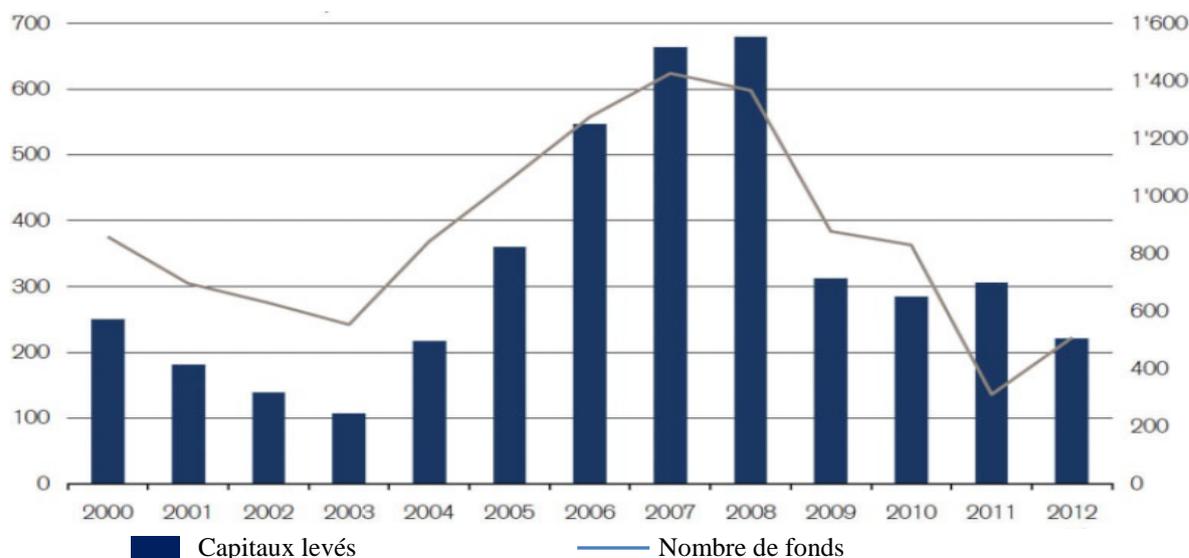
<sup>2</sup> Cain, M., Davidoff, S., & McKeon, S. "Placement agents and private equity: Information production or influence peddling", Ohio State University Working Paper, 2017, p3.

<sup>3</sup> Rikato, M., & Berk, A. S. "Costliness of Placement Agents", Journal of Financial Services Research, Vol. 48, No. 3, 2015, p5.

<sup>4</sup> Cain, M., Davidoff, S., & McKeon, S. "Intermediation in Private Equity: The Role of Placement Agents", Social Science Research Network-id 2586273, 2015.

<sup>5</sup> Pour lutter contre ces pratiques, les autorités de régulation sur le marché américain (SEC) ont passé le règlement 206(4)-5 interdisant certaines pratiques relatives aux agents de placement en particulier les services fournis aux fonds de pension (<https://www.sec.gov/rules/final/2010/ia-3043-secg.htm>) .

Figure n° 20 : Levées de fonds mondiales (2000-2012).



Source : Demaria, C., *Op-cit.*, 2013, p59.

## 2. Investissement

Il est extrêmement important pour les entrepreneurs à comprendre les motivations et le mode de fonctionnement des investisseurs en capital-investissement. Or, l'investissement est au cœur des activités du capital-investissement et de sa manière de développer une idée d'entreprise pour l'investisseur, suivant un certain modèle décisionnel spécifique basés sur des critères de sélection propres au métier.

### 2.1. Modèles décisionnels des capital-investisseurs

La décision d'investissement du capital-investisseur est basée sur un processus logique lui permettant de vérifier la fiabilité du projet objet du financement.

#### 2.1.1. Base de modélisation de la décision d'investissement

La décision d'investissement se réfère à la décision d'engager les ressources de l'entreprise (capital, ressources humaines, savoir-faire, etc.) dans des projets particuliers dans le but de réaliser des bénéfices, financiers et non financiers, plus élevés dans le futur. Ces actifs peuvent être tangibles, tels que des terrains et bâtiments, des installations et équipements et des stocks, ou immatériels tels que l'investissement dans les brevets, marques, savoir-faire et le facteur humain. A noter que, au cours des dernières années, l'importance des actifs incorporels a augmenté de façon spectaculaire. Internet et ses «dérivés», tels que le e-commerce, ont déplacé l'attention vers les actifs incorporels. Aujourd'hui, dans certains cas, la valeur marchande d'une entreprise est davantage basée sur la valeur du capital humain des employés<sup>1</sup>.

Le processus d'investissement adopté par les investisseurs en capital a évolué avec le temps et la maturation de l'activité. Ainsi, les capital-risqueurs étaient au début confrontés à

<sup>1</sup>- Roosvall, M., & Larsson, J., *Overruling uncertainty-A study of venture capital decision making*, Master Thesis, School of Economics and Commercial Law, Göteborg University, 2001, p5.

moins de doutes sur la perspective de leurs sociétés d'investissement, donc moins de critères / procédures étaient définies dans leur processus décisionnel. Avec le développement de la concurrence dans l'environnement d'entreprises et de projets, plus d'entreprises innovantes et hautement risquées recherchent un financement de type capital-risque. Par conséquent, les investisseurs en capital sont devenus confrontés à de plus grandes incertitudes dans leurs investissements et plusieurs critères sont rajoutés dans le choix de leurs sociétés d'investissement. Ils sont convaincus qu'un bon modèle de décision les aide à séparer les meilleurs candidats à l'investissement des candidats marginaux. Des études ultérieures cependant attribuent les différences dans les processus de prise de décision à l'environnement culturel, institutionnel et réglementaire dans différents pays<sup>1</sup>.

**Tableau n° 15 : Processus décisionnel des investisseurs en capital**

Auteur	Modèle décisionnel	Processus décisionnel
Wells (1974)	Modèle à 3 étapes	Prospection d'investissements, filtrage des propositions, évaluation des propositions.
Tyebjee and Bruno (1984)	Modèle à 4 étapes	<i>Deal origination</i> , filtrage des propositions, évaluation des propositions, structuration des transactions.
Hall (1989)	Modèle à 6 étapes	Générer un flux d'affaires, filtrage des propositions, appréciation de propositions, évaluation de propositions, <i>due diligence</i> , structuration des transactions.
Fried and Hisrich (1994)	Modèle à 6 étapes	<i>Deal origination</i> , <i>screening</i> spécifique entreprise, <i>screening</i> générique, 1 <sup>ère</sup> phase d'évaluation, 2 <sup>ème</sup> phase d'évaluation, clôture.
Boocock and Woods (1997)	Modèle à 7 étapes	Générer un flux d'affaires, filtrage initial, première réunion, deuxième réunion, présentation au conseil d'administration, <i>due diligence</i> , structuration de l'opération.

Source : Elaboré à partir de Narayansamy, C., Hashemoghli, A., & Mohd Rashid, R., *Op-cit.*, 2012.

Le nombre exact d'étapes, tout comme la terminologie y afférente, diffère entre les études réalisées sur cet aspect de l'industrie, mais il existe généralement un consensus sur le fait que le processus de prise de décision implique au moins deux étapes - le *screening* et l'évaluation/*due diligence* - et que le cycle d'investissement se compose de plusieurs étapes.<sup>2</sup>

Une étude<sup>3</sup> ayant particulièrement exploré la pratique de la prise de décision sur les marchés de capitaux de tailles relativement modestes montre qu'il existe des différences

<sup>1</sup>- Narayansamy, C., Hashemoghli, A., & Mohd Rashid, R., "Venture capital pre-investment decision making process: an exploratory study in Malaysia", *Global Journal of Business Research*, 6(5), 49-63, 2012, p51.

<sup>2</sup>- Boocock, G., & Woods, M. "The evaluation criteria used by venture capitalist: Evidence from UK venture fund", *International Small Business Journal*, 16, 36 – 57, 1997, p45.

<sup>3</sup>- Silva, J. "Venture capitalist decision-making in small equity markets: A case study using participant observation", *Venture Capital*, 6(2/3), 125-14, 2004.

sur ces marchés par rapport aux marchés élaborés en termes de phases et d'ordre chronologiques des activités, qui constituent chacune des phases du processus de prise de décision.

L'importance relative des premières étapes du processus décisionnel adopté par les capital-investisseurs est confirmée par certaines études empiriques. Ainsi, Sørensen<sup>1</sup> estime que la contribution de la phase du suivi et pilotage à la valeur ajoutée est de 40% alors que celle du *sourcing* et de la sélection des opportunités est de 60%. Ces résultats sont d'ailleurs confirmés par Gompers et al.<sup>2</sup> qui rapportent que les phases antérieures à la décision d'investissement l'emportent sur la création de valeur post investissement, tout en distinguant la sélection du *sourcing*, qui s'est avérée avoir un rôle crucial dans le modèle d'investissement en capital.

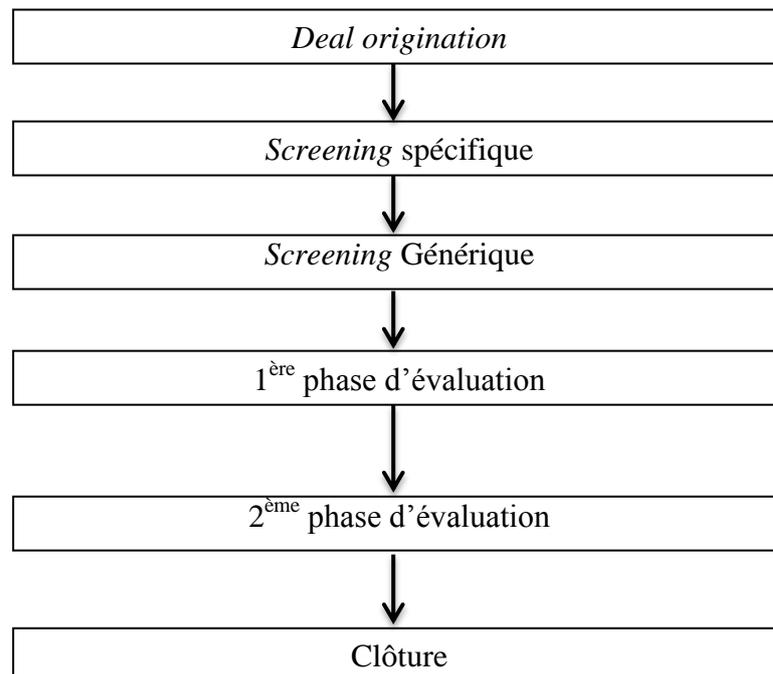
### 2.1.2. Le modèle de Fried & Hisrich

#### 2.1.2.1. Présentation du modèle

Parmi tous les modèles proposés par la littérature traitant des processus décisionnels des capital-investisseurs sur les marchés évolués, le modèle de Fried & Hisrich (Figure n°21) a été largement accepté et testé dans différentes régions.

La figure n°21 ci-dessous illustre les étapes par lesquelles passe une proposition d'investissement avant qu'une éventuelle décision d'investissement puisse être prise par le capital-investisseur.

**Figure n° 21 : Modèle de Fried & Hisrich**



*Source : Roosvall, M., & Larsson, J. Overruling uncertainty-A study of venture capital decision making. Master Thesis, Göteborg University, 2001, p17.*

<sup>1</sup>- Sørensen, M., "How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital", *The Journal of Finance*, **62**(6), 2725-2762, 2007.

<sup>2</sup>- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A., *Op-cit.*, 2016.

L'étude de Fried & Hisrich<sup>1</sup> s'est articulée autour d'entretiens personnels avec des capital-risqueurs de 18 sociétés de capital-risque. Les auteurs ont demandé aux capital-risqueurs interrogés de décrire leur processus d'investissement, sélectionner leurs critères d'investissement, estimer le temps nécessaire pour prendre des décisions et si, éventuellement, une vérification complète a été impliquée dans le processus de décision.

Sur la base des réponses recueillies, les auteurs ont développé un processus générique de prise des décisions d'investissement par les capital-risqueurs suivant une démarche itérative et séquentielle décomposée en six étapes principales.

Les étapes clés de ce modèle décisionnel des capital-investisseurs sont présentées un peu plus en détail dans les paragraphes suivants.

#### 2.1.2.2. Processus décisionnel du modèle

Les étapes du processus décisionnel sont présentées ci-dessous.

##### 2.1.2.2.1. Deal origination

La première phase du processus décisionnel concerne la création d'affaires qui décrit la façon dont les sociétés de capital-investissement ont eu la connaissance d'opportunités d'investissements éventuelles. La capacité des efforts déployés par les capital-risqueurs en vue de générer des propositions d'investissement se concentre sur le développement d'un réseau de références. Quoique les sociétés de capital-investissement attendent généralement que des offres leur soient proposées, elles prennent l'initiative pour se faire connaître auprès des entreprises et entrepreneurs par le biais des canaux et annuaires de l'industrie. Tout en évitant d'investir dans les offres qui leur sont faites « à froid », c'est-à-dire sans aucune introduction, les capital-investisseurs parfois connaissent déjà l'entrepreneur par son travail, soit en tant que manager d'un investissement préalable ou un consultant.

Quatre sources d'opportunités d'investissement peuvent être retenues :

- Les entrepreneurs viennent présenter eux-mêmes leurs dossiers.
- L'entreprise appartient à un réseau spécifique.
- Les dossiers sont proposés par des intermédiaires (banque, consultants, investisseurs dans la société de gestion) ou d'autres capitaux-risqueurs (pour le cas de syndication).
- Les affaires à financer peuvent résulter d'une recherche explicite des chargés d'affaire de l'investisseur en capital par le biais, par exemple, de compagnes de presse.

Deux raisons sont à l'origine de cette fréquence considérable de recommandeurs. Tout d'abord, les offres recommandées sont plus susceptibles de franchir le *screening* générique si le capital-risqueur a confiance dans le jugement du recommandeur. Deuxièmement, le recommandeur de l'affaire est plus susceptible de comprendre le type d'investissements que le capital-risqueur pourrait trouver intéressants<sup>2</sup>.

##### 2.1.2.2.2. Screening spécifique

Cette phase de filtrage est principalement liée à la politique d'intervention définie par les investisseurs du fonds qui ont généralement des critères spécifiques liés à la société de

---

<sup>1</sup>- Fried, V. H., & Hisrich, R. D. "Toward a model of venture capital investment decision making", *Financial management*, 28-37, 1994.

<sup>2</sup>- Roosvall, M., & Larsson, J. *Op-cit.*, 2001.

---

capital-investissement, particulièrement en termes de la taille de l'investissement, des industries dans lesquelles ils investissent, la localisation géographique de l'investissement et le stade de développement de l'entreprise à financer.

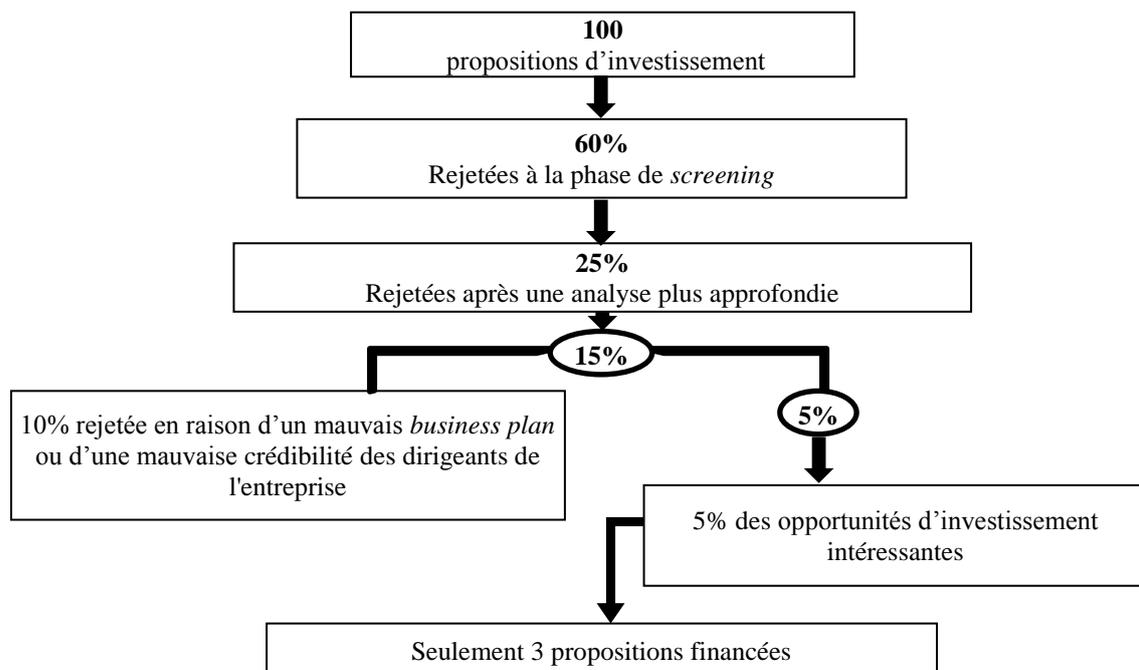
Le *screening* spécifique à la société de capital-investissement sert à éliminer les propositions qui ne répondent clairement pas à ses critères. Toutefois, selon Fried & Hisrich, ce ne serait pas toujours le cas puisque même si la plupart des sociétés de capital-investissement admettent avoir un *screening* spécifique à la société, elles sont généralement opportunistes, et les opportunités d'investissement exclues par ce filtrage peuvent encore avoir la possibilité d'être financées. En gros, le *screening* spécifique à la société implique un regard rapide sur le *business plan* sans aucune analyse de la proposition.

#### 2.1.2.2.3. Screening générique

De nombreuses propositions d'investissement franchissent le filtrage spécifique à la société de capital-investissement pour être rejetées sans examen approfondi après que le capital-investisseur analyse l'investissement proposé en appliquant des critères génériques. La plupart des offres qui passent à travers le *screening* spécifique sont rejetées lors de la sélection générique basée sur une lecture du *business plan* conjointement avec toute information existante que le capital-investisseur peut avoir sur la proposition. Le *screening* générique est appliqué avec une moindre rigueur lorsque la qualité du tiers recommandeur est élevée. Le résultat net des deux phases de *screening*, spécifique et générique, est que la plupart des propositions se trouvent rejetées avec un investissement minimal de temps de la part du capital-investisseur.

La règle d'or dans cette pratique de sélection préalable est que, à partir de 100 propositions d'investissement, seulement 10 survivront la phase de *screening*. Ce processus de filtrage est schématisé dans la figure ci-dessous.

**Figure n° 22 : Règle de filtrage des propositions d'investissement**



Source : Caselli, S., *Op-cit.*, 2010, p137.

Les critères génériques suivants sont appliqués au niveau de cette phase afin de vérifier la présence des éléments clés suivants :<sup>1</sup>

- un retour sur investissement élevé.
- un projet innovant.
- un avantage concurrentiel.
- un besoin de financement mesuré.
- un management expérimenté.

#### 2.1.2.2.4. Première phase d'évaluation

La sélection des investissements réalisée par les capital-investisseurs est un processus complexe, en raison particulièrement de l'existence d'une asymétrie d'information basée sur l'interaction entre des éléments impartiaux, des analyses avec une forte rigueur méthodologique, et l'expérience et intuition subjectives. La première étape d'évaluation est la phase de pré-investissement où une série de facteurs critiques est définie pour vérifier leurs effets potentiels et la manière dont ils affectent l'investisseur. Cette sélection est fortement influencée par l'orientation stratégique de l'investisseur.

Une fois que la proposition aie franchi la phase de *screening* permettant aux investisseurs de décider qu'elle servira un marché suffisamment important, a un avantage concurrentiel significatif et, au minimum, a un entrepreneur compétent et commercial, les capital-investisseurs commencent à recueillir des informations supplémentaires sur la proposition afin de procéder à son évaluation définitive. Cette phase est organisée de manière à ce qu'elle permette de confronter les informations obtenues par les différentes sources d'informations à disposition de la société de gestion (visites d'entreprise, rencontres avec les dirigeants, audit propre et par des consultants extérieurs...) avec celles contenues dans le *business plan* présenté par l'entreprise candidate au financement.

La première phase d'évaluation, fondée sur des *due diligences* dont la nature et l'importance varient selon le type d'investissement à financer, commence généralement par une rencontre avec les dirigeants de l'entreprise en quête de financement. Au cours de l'évaluation de la proposition, une série de réunions avec toute l'équipe dirigeante est réalisée. Ces réunions ont deux objectifs: accroître la compréhension du capital-investisseur de l'entreprise et permettre une évaluation de la compréhension des dirigeants de l'entreprise de l'industrie, de la proposition, et des problèmes qui peuvent être rencontrés. De plus, ces rencontres fournissent une possibilité d'évaluer la manière dont les dirigeants de l'entreprise réfléchissent et se comportent. Les capacités des dirigeants sont également évaluées par la vérification des références fournies, ainsi que d'autres qui ne sont pas identifiés par l'entrepreneur. L'étendue de la vérification des références varie en fonction de la connaissance préalable du capital-investisseur sur l'entrepreneur.

A travers ces rencontres et d'autres contacts avec les partenaires de l'entreprise à financer, l'investisseur en capital cherche principalement à :<sup>2</sup>

- augmenter sa compréhension du projet de développement de l'entreprise par confrontation des différents scénarios.
- comprendre l'environnement de l'entreprise.

---

<sup>1</sup>- Stéphan, É. *Op-cit.*, 2003, p133.

<sup>2</sup>- Idem, p114.

- tester les capacités du management.
- évaluer les risques et le retour sur investissement.
- analyser les besoins de financement.

#### 2.1.2.2.5. Seconde phase d'évaluation

Le capital-investisseur développe à un certain stade du processus décisionnel un engagement «émotionnel» vis-à-vis de la proposition, ce qui marque le début de la deuxième phase du processus d'évaluation<sup>1</sup>. Les activités d'évaluation se poursuivent, mais la quantité de temps passé par le capital-investisseur sur la proposition augmente considérablement, et son objectif change.

En effet, alors que durant la première phase d'évaluation l'objectif est de déterminer s'il y a un intérêt sérieux pour une transaction, l'objectif de la deuxième phase du processus d'évaluation est de déterminer les éventuels obstacles à l'investissement et les solutions adaptées pour les surmonter.

##### 2.1.2.2.5.1. Négociation

La phase de seconde évaluation se base sur la tâche de négociation entre le capital-investisseur et les dirigeants de l'entreprise et est axée principalement autour de quatre questions fondamentales :

- le prix de la participation qui résulte de l'évaluation financière de l'entreprise, des perspectives des plus-values escomptés à terme, de l'estimation de la durée de l'investissement et du mode de sortie envisagé.
- le pourcentage de capital détenu par la société de capital-investissement (ou le syndicat d'investisseurs).
- les clauses juridiques composant le contrat à mettre en place entre les deux acteurs.
- les titres financiers choisis pour réaliser la participation (actions ordinaires, titres hybrides ...).

La négociation entre capital-investisseurs et dirigeants est une étape cruciale dans le processus d'investissement dans le sens où elle permet de lister les éléments importants de la transaction, déterminer les priorités et établir un équilibre dans l'affaire. Dans cette perspective, le prix n'est pas le seul levier utilisé par les parties de la transaction. Pour avoir une lettre d'intention, il est nécessaire de définir des critères communs d'évaluation et de définir la manière de déterminer la valeur de l'entreprise. A ce stade, les dirigeants de l'entreprise, l'équipe d'investissement et le vendeur seront activement impliqués dans la réduction des éléments d'incertitude et l'achèvement du meilleur niveau possible de connaissance de l'entreprise.

L'équipe dirigeante de l'entreprise joue un rôle important dans le processus de négociation, particulièrement si elle n'est pas l'actionnaire principal. Dans le cas du capital-risque et du capital-développement, l'équipe dirigeante et les actionnaires sont communément au moins partiellement le même groupe de personnes. Dans le cas d'une opération de type LBO, cela peut être différent. Dans la plupart des cas, l'équipe de gestion doit non seulement préserver les intérêts de l'entreprise en tant que personne morale, mais aussi aider le vendeur et l'acheteur à parvenir à un accord. Les dirigeants de l'entreprise sont également responsables de la transmission de l'information remise au vendeur pour

---

<sup>1</sup> - Roosvall, M., & Larsson, J. *Op-cit.*, 2001, p20.

l'aider à respecter ses obligations de *due diligence*. A ce stade, les responsabilités des dirigeants de l'entreprise sont importantes, car toute erreur substantielle pourrait avoir un impact significatif sur le prix de vente de l'entreprise<sup>1</sup>.

#### 2.1.2.2.5.2. Structuration

Si le capital-investisseur trouve que la proposition d'investissement est crédible et que l'évaluation est telle que les rendements l'emportent sur les risques, l'étape suivante dans le processus d'investissement consiste à structurer la transaction. En fonction de la nature de l'opération, la structure financière de la transaction peut être plus ou moins complexe. Un investissement en capital-risque, via une prise de participation minoritaire dans une start-up, peut apparaître simple, mais il implique nécessairement une certaine formulation juridique formelle et probablement la mise en place d'instruments incitatifs pour le personnel de l'entreprise<sup>2</sup>.

Quel que soit le type de structuration, il est dans l'intérêt des investisseurs que les dirigeants atteignent, voire éventuellement dépassent, les objectifs fixés pour l'entreprise. Les fonds d'investissement prévoient généralement un plan d'options d'achat d'actions indexé sur les résultats de l'entreprise. Ce levier peut être très efficace si l'équipe dirigeante détient une très faible participation au sein de l'entreprise. Il est également dans l'intérêt de l'investisseur de céder une part du bénéfice réalisé par l'investissement en capital au personnel de la société si cela peut augmenter les chances d'atteindre les objectifs fixés. Ce plan permet également d'aligner les intérêts des uns et des autres, du moment que les dirigeants trouvent un meilleur avantage dans la vente de l'entreprise conformément aux intérêts du fonds, que dans leurs salaires et primes potentiels.

La structuration devrait également couvrir l'organisation des pouvoirs et la communication entre les investisseurs et les gestionnaires du fonds. Plus les gestionnaires du fonds sont impliqués financièrement dans l'entreprise, plus ils vont contrôler et surveiller les activités de l'équipe de gestion. De plus, la structuration est un reflet des négociations et vise une sortie optimale de l'investissement ainsi que des clauses de sortie pour les actionnaires.

#### 2.1.2.2.6. Clôture

Après avoir progressé à travers la seconde phase d'évaluation, la proposition d'investissement passe à l'étape de clôture (*closing*) ou prise de décision, où les détails de la structure de la transaction sont finalisés et les documents juridiques négociés.

Le *closing* est un processus qui implique la production de documents juridiques, tels que le pacte d'actionnaires ou un audit financier intermédiaire. Dans le cas d'un LBO, certaines garanties peuvent être demandées par le vendeur. La transaction est le résultat d'un équilibre des pouvoirs et d'un équilibre délicat. Or, Il n'est pas rare qu'une transaction est annulée en raison de la manifestation d'un nouveau facteur, que ce soit une vente ou une augmentation de capital. Une transaction interrompue représente un coût considérable pour le fonds d'investissement (coûts d'avortement). La *due diligence* représente un coût d'expertise et autres qui ne peuvent être compensés ou remboursés dans le cas d'un désaccord sur la transaction.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup>- Demaria, C., *Op-cit.*, 2013, p227.

<sup>2</sup>- Golis, C., Mooney, P., & Richardson, T. F. *Enterprise and Venture Capital: A Business Builder's and Investor's Handbook*, Allen&Unwin, Australia, 2009, p224.

<sup>3</sup>- Demaria, C., *Op-cit.*, 2013, p229.

Deux types de documents peuvent être émis à cette étape :<sup>1</sup>

- Un accord de confidentialité peut être mis en place entre l'entreprise et le capital-risqueur. Lors des différentes évaluations, l'entrepreneur doit communiquer à l'investisseur des informations privilégiées (nécessaires à l'évaluation du potentiel de l'entreprise) dont la connaissance par des tiers peut être préjudiciable pour le devenir de l'entreprise. Etabli pour une durée donnée, l'accord de confidentialité définit la liste des informations confidentielles, le cadre d'utilisation et de communication des informations ainsi que les modalités de restitution de l'information. Si l'investissement objet de la négociation est définitivement retenu, alors le contrat de confidentialité se dénoue par la mise en place d'autres contrats tels que le pacte d'actionnaires.
- La lettre d'intention (*term sheet*) est envoyée par l'investisseur afin que les dirigeants de l'entreprise valident les modalités opérationnelles du financement par capital-investissement. L'objectif de ce document est de préciser les conditions de réalisation de l'opération de financement. Lors de sa réception, le dirigeant peut vérifier la conformité des conclusions avec les résultats des négociations précédentes.

## 2.2. Critères d'investissement

Différents bailleurs de fonds, tels que les banquiers, les *business angels* ou capital-risqueurs, mettent l'accent sur différents critères d'investissement lors de la prise des décisions d'investissement. Les entrepreneurs ont besoin de se familiariser avec ces critères ou diverses exigences des investisseurs potentiels afin d'ajuster leurs *business plans* pour qu'il soit le plus parant pour l'investisseur et l'incite à s'intéresser au maximum à la proposition.

### 2.2.1. Critères applicables par source de financement

Les banques, les sociétés de capital-investissement ou les *business angels* prennent leurs décisions de financement en tenant compte de différents critères d'investissement et en mettant l'accent sur différents types d'informations<sup>2</sup>. Par ailleurs, différents investisseurs ont des critères différents qui sont d'une importance majeure lors de l'approbation des financements, ainsi que des objectifs différents qu'ils visent à atteindre<sup>3</sup>.

Pour les trois Fs (*family, freinds and fools*), une relation personnelle basée sur la confiance est importante<sup>4</sup>, tandis que pour les banquiers le plus important est la capacité de remboursement du prêt et les garanties. Pour les capital-risqueurs et *business angels* qui sont des investisseurs en fonds propres, le marché (taille, niveau de concurrence, croissance) et l'information financière (niveau de rentabilité, utilisation des fonds, etc.) sont très importants, alors que les aspects financiers de l'entreprise sont importants principalement pour les banquiers<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> Stéphanie, É. *Op-cit.*, 2003, pp115-116.

<sup>2</sup> Mason, C., & Stark, M. "What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels", *International Small Business Journal*, 22(3), 227-248, 2004.

<sup>3</sup> Callegati, E., Grandi, S., & Napier, G. "Business Incubation and Venture Capital—An International Survey on Synergies and Challenges", *Joint IPI/IKED Working Paper*, 2005.

<sup>4</sup> Bygrave, W., et Hunt, S., *Op-cit.*, 2008.

<sup>5</sup> Mason, C., & Stark, M., *Op-cit.*, 2004.

---

Tableau n° 16 : Exemple de critères d'investissement des investisseurs

Apporteurs de fonds	Critères d'accès aux sources de financement
<i>Family, freinds &amp; fools</i>	Relation personnelle basée sur la confiance.
<i>Business angels</i>	Réunion ou rapprochement des entrepreneurs individuels avec les <i>business angels</i> .
	Atmosphère de confiance entre les individus.
	<i>Business plan</i> crédible du point de vue du <i>business angel</i> .
	Bonne équipe dirigeante.
	Incidations fiscales.
	Connaissance du marché de l'entrepreneur.
	Disponibilité de la voie de sortie.
	Retour sur investissement (gain en capital).
Banques	Disponibilité des garanties et collatéraux.
	Capacité estimée de remboursement du prêt.
	Bilan et historique de l'entreprise.
	Notation.
	Bon management.
Prêts à court terme	Caractère innovant des projets d'investissement.
	Qualité du <i>business plan</i> .
	Équipe de gestion.
Capital-risque	Crédibilité du <i>business Plan</i> .
	<i>Business plan</i> avec technologie brevetée.
	Bilan (sur les années précédentes).
	Capacité à se développer rapidement et fournir un retour sur investissement rapide.
	Qualité de l'équipe dirigeante.
Financement public	Nouveaux emplois.
	Investissement dans des outils de production.

Source : Callegati, E., Grandi, S., & Napier, G., *Op-cit.*, 2005, p18.

### 2.2.2. Critères applicables par les capital-investisseurs

S'agissant de l'industrie du capital-investissement, la sélection et l'évaluation des *business plans* soumis par les entrepreneurs en quête de financement en fonds propres est une composante majeure du processus de prise de décision employé par les capital-investisseurs pour décider d'investir ou ne pas investir dans une nouvelle entreprise<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A., "How Do Venture Capitalists Make Decisions?", *National Bureau of Economic Research*, n°w22587, 2016.

Cité par Šimić<sup>1</sup>, une étude de Hall & Hofer<sup>2</sup> a montré comment la connaissance des critères d'investissement, que les fonds prennent en compte lors de la prise de décisions d'investissement, est d'une importance majeure pour les entrepreneurs qui ont l'intention de bénéficier d'un financement auprès des fonds de capital-investissement. La compréhension des critères d'investissement permettrait aux entrepreneurs un accès plus facile au financement requis. En outre, Fried & Hisrich<sup>3</sup> ont affirmé que, en plus de la connaissance des critères d'investissement utilisés par les sociétés de capital-investissement lors de l'évaluation des investissements potentiels, il est également nécessaire de connaître le processus d'investissement de ces investisseurs.

De plus, les capital-risqueurs utilisent une variété de critères lors de l'évaluation des investissements potentiels dans la phase de sélection. Le processus de sélection des *business plans* entrepreneuriaux dans le domaine du capital-investissement peut être mieux caractérisé par la règle « *vital few and trivial many* » de Pareto<sup>4</sup>. Le principe de Pareto, la règle 80-20, est une heuristique utile qui s'applique au compromis entre l'efficacité et les rendements décroissants sur l'effort, les dépenses, ou le temps. Ainsi, environ 20% des résultats (bénéfice pour les fonds sous gestion) obtenus par les sociétés de capital-investissement proviennent de 80% des entreprises dans lesquelles ils investissent. Plus important encore, seulement 20% des entreprises dans lesquelles les capital-investisseurs investissent génèrent 80% du total des bénéfices réalisés par le fonds d'investissement. Le défi du capital-investisseur est ainsi de distinguer la bonne 20% du reste trivial des propositions en se servant d'un processus d'évaluation efficace pour filtrer les bons investissements des mauvais.

Motivés par le phénomène de capital-investissement, plusieurs études empiriques<sup>5</sup> sont réalisées pour tenter d'apporter des éléments de réponse à la question sur les plus importants critères d'investissement observés par les capital-investisseurs. La plupart des recherches ont montré que chaque proposition d'investissement passe par un processus d'évaluation polyphasique, en tenant compte de cinq catégories de base: caractéristiques de l'entrepreneur/équipe dirigeante, les caractéristiques des produits/services, les caractéristiques du marché, les caractéristiques financières et autres<sup>6</sup>.

La littérature traitant des critères d'investissement des capital-risqueurs peut être divisée en deux groupes de recherches. Un premier groupe concerne les chercheurs qui considèrent les compétences managerielles essentielles pour prendre une décision d'investissement en capital-risque, tandis que l'autre groupe des chercheurs trouvent que la taille du marché, le taux de croissance et la qualité du produit sont plus importants que les compétences managériales. De plus, les critères clés d'investissement que ces auteurs ont identifiés sur la base des études antérieures sont: les dirigeants, le marché et sa croissance, le produit, le risque, le rendement, la sortie, les stratégies, les clients et la concurrence.<sup>7</sup>

---

<sup>1</sup>- Šimić, M. "Investment Criteria Set by Venture Capitalists", Review of Contemporary Business, Entrepreneurship and Economic Issues, 28(2), 457-479, 2015, p461.

<sup>2</sup>- Hall, J., & Hofer, C. W. "Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation", Journal of business venturing, 8(1), 25-42, 1993.

<sup>3</sup>- Fried, V. H., & Hisrich, R. D., Op-cit., 1994.

<sup>4</sup>- Mainprize, B., Hindle, K., & Mitchell, R. "Toward the standardization of venture capital investment evaluation: decision criteria for rating investee business plans", In Proceedings of the 22<sup>nd</sup> Frontiers of Entrepreneurship Research conference (pp. 1-16), Babson College, 2002.

<sup>5</sup>- Pour une présentation comparative des études réalisées dans ce domaine particulier de recherche et une discussion des principaux résultats obtenus, voir (Šimić, M., Op-cit., 2015).

<sup>6</sup>- Šimić, M., Op-cit., 2015, p475.

<sup>7</sup>- Khanin, D., Baum, J. R., & Mahto, R. V. "Venture Capitalists' investment Criteria: 40 Years of Research", Small Business Institute Research, 2008.

---

Le degré d'indépendance des capital-risqueurs peut être un facteur qui influence les critères de sélection et d'évaluation des projets. Comparant les critères d'évaluation des capital-risqueurs français à ceux des britanniques, Broye & Desbrières<sup>1</sup> montrent que les sociétés de gestion indépendantes s'intéressent plus aux caractères techniques et commerciaux du projet (les ventes, la capacité et les techniques de production, la gamme des produits des entreprises considérées, la méthode et l'horizon de sortie) que les capital-risqueurs captifs. Au Royaume-Uni, les capital-risqueurs captifs font confiance aux rapports et statistiques officiels émis par des auditeurs ou comptables indépendants. « Ils accordent en revanche une moins grande importance à la cohérence globale du *business plan*, aux informations provenant d'autres investisseurs en capital et à l'horizon de sortie, tout en ayant moins tendance à élaborer leur propre *due diligence* que les capital-risqueurs indépendants<sup>2</sup>.

Kaplan et Strömberg<sup>3</sup> examinent les notices d'investissement des capital-risqueurs qui décrivent les thèses d'investissement et les risques de leurs investissements. Les auteurs constatent que les capital-risqueurs se concentrent sur la qualité de l'équipe de gestion, le marché ou l'industrie, la concurrence, le produit ou la technologie et le *business model* dans leurs décisions d'investissement. Toutefois, ces notices d'investissement ne classent pas l'importance des différents critères. Les qualités de l'entrepreneur, en termes notamment de compétences générales et opérationnelles, sont également rapportées par certaines études empiriques comme étant un élément clé dans l'appréciation du potentiel des opportunités d'investissement<sup>4</sup>.

Le tableau n°17 ci-dessous, adapté de l'étude de Kollmann & Kuckertz<sup>5</sup>, présentent les critères clés identifiés par les multiples études empiriques sur ce sujet.

**Tableau n° 17 : Critères d'investissement des capital-investisseurs**

Facteurs	Critères d'investissement
Personnalité de l'entrepreneur	Perception du capital-risque
	Capacités de leadership
	Engagement
Expérience de l'entrepreneur	Bilan de carrière
	Compétences techniques
	Compétences commerciales
Produit ou service	Caractère novateur
	Brevetabilité

<sup>1</sup> Broye, G., & Desbrières, P. "Critères d'évaluation des investisseurs en capital: le cas français", *Finance Contrôle Stratégie*, 3(3), 5-43, 2000.

<sup>2</sup> TO HUY Vu. *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français*, Thèse de doctorat, Université Nancy 2, 2011.

<sup>3</sup> Kaplan, S. N. and Strömberg, P. E., "Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses", *The Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210. 2004.

<sup>4</sup> Kaplan, S. N., Klebanov, M. M., & Sorensen, M., "Which CEO characteristics and abilities matter?". *The Journal of Finance*, 67(3), 973-1007, 2012.

<sup>5</sup> Kollmann, T., & Kuckertz, A. "Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria", *Journal of Business Research*, 63(7), 741-747, 2010.

	Proposition unique de vente <sup>1</sup>
Caractéristiques du marché	Taille du marché
	Croissance du marché
	Acceptation du marché
Caractéristiques financières	Cohérence avec la stratégie d'investissement
	Retour sur investissement
	Risque
	Possibilités de sortie
Autres	Stratégie
	Clients
	Concurrence

Source : Adapté de Kollmann & Kuckertz (2010) et Roosvall & Larsson (2001).

Outre les critiques relatives à leur méthodologie d'investigation, certaines études<sup>2</sup> ont toutefois noté que, malgré leur intérêt, ces études sont critiquables car, étant focalisées essentiellement sur le financement d'activités en phase de démarrage, leurs résultats ne peuvent être généralisés aux autres stades ou profils d'investissement (expansion, LBO, remplacement).

Ainsi, sur la base de cette critique, Fried & Hisrich<sup>3</sup> ont recouru à une analyse détaillée du processus adopté par les capital-investisseurs dans des cas spécifiques relevant de l'ensemble des stades ou catégories d'investissement. Ils sont arrivés à la conclusion que, avant de procéder à une évaluation détaillée des différents projets, les capital-investisseurs procèdent d'abord à une première sélection sur la base de trois critères : (1) la viabilité et l'innovation du projet ; (2) le cursus des dirigeants et leurs qualités en termes d'intégrité et de leadership ; (3) la rentabilité espérée du projet et les possibilités de sortie.

Elango *and al.*<sup>4</sup>, quant à eux, ont testé si l'utilisation d'informations extracomptables varie en fonction du stade d'investissement. Les auteurs montrent que les investisseurs intervenant dans les stades avancés sont davantage intéressés par la capacité d'absorption de la production par le marché alors que les capital-investisseurs intervenant en phase de démarrage sont surtout focalisés sur les caractéristiques de la gamme des produits et sur la croissance de leurs marchés, particulièrement si l'entreprise évolue dans un secteur technologique sur lequel peu d'informations pertinentes sont connues.

Gompers et al.<sup>5</sup>, dans leur étude de 889 capital-investisseurs institutionnels, confirment l'importance relative des critères de sélection appliqués pour filtrer les opportunités d'investissement. Ils notent que l'équipe dirigeante a été mentionnée le plus souvent à la fois comme étant un facteur important (95% des capital-investisseurs) et

<sup>1</sup> « *Unique Selling Proposition* », un concept marketing lié généralement aux compagnies publicitaires et de communication. Selon son auteur, Reeves (1966, p42), « *a U.S.P sums up the following three prerequisites : each advertisement must make a proposition to the consumer, which must be one that the competition either cannot, or does not, offer, and must be so strong that it can move the mass millions, i.e., pull over new customers to your product.* »

<sup>2</sup> Broye, G., & Desbrières, P., *Op-cit.*, 2000.

<sup>3</sup> Fried, V. H., & Hisrich, R. D., *Op-cit.*, 1994.

<sup>4</sup> Elango, B., Fried, V. H., Hisrich, R. D., & Polonchek, A. "How venture capital firms differ", *Journal of Business Venturing*, 10(2), 157-179, 1995.

<sup>5</sup> Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A., *Op-cit.*, 2016.

comme étant le facteur le plus important (47% des capital-investisseurs). Les facteurs liés à l'entreprise ont également été souvent mentionnés comme étant importants avec en tête le *business model* pour 83%, le produit pour 74%, le marché pour 68% et le secteur d'activité pour 31%.

### 3. Suivi et pilotage

Après la conclusion de la transaction, l'investisseur et l'entreprise financée ont besoin d'organiser, planifier et gérer leur partenariat, étant donné qu'ils comptent vivre ensemble une alliance temporaire mais importante. D'abord, ils doivent définir et partager divers détails et convenir les règles aussi bien moyen-long termes que quotidiennes. Deuxièmement, ils doivent s'engager à collaborer et à promouvoir la transparence dans la gestion des problèmes typiques de la relation d'agence entre les deux parties.

L'objectif partagé par l'investisseur et l'entreprise financée (ou l'entrepreneur) est toujours le même: la création de valeur. Cette condition distingue les opérations réussies des échecs, permettant à l'investisseur et à l'entreprise de réaliser les rendements escomptés. Bien qu'ils puissent avoir cet objectif commun, de nombreux aspects, opérations, et points de vue peuvent être complètement différents entre les deux partenaires. Ainsi, la durée de participation des investisseurs, les stratégies utilisées pour accroître la valeur de l'entreprise, les alliances financières et industrielles à mettre en place et les nouvelles opportunités qui modifieraient éventuellement la situation de pré-investissement sont parmi les aspects critiques à l'origine de débats et problèmes<sup>1</sup>.

L'investisseur et l'entrepreneur essaient de trouver des solutions à tous les différends potentiels avant la phase de levée de fonds, l'élaboration des règles de gouvernance d'entreprise et la conception des conventions clés. Toutefois, il est pratiquement impossible de prévoir l'avenir avec précision et pouvoir tout gérer. Les conflits surgissent également car l'investisseur a son propre portefeuille à gérer sous des contraintes provenant entre autres de l'objectif du taux de rendement interne (TRI), l'échéance résiduelle, le capital réglementaire et les conventions établies entre les initiateurs du fonds. De l'autre côté, l'entrepreneur financé par le capital-investisseur a ses propres objectifs industriels, financiers et personnels qui peuvent différer de ceux de l'investisseur.

**Tableau n° 18 : Objectifs divergents entre investisseur et entrepreneur**

Phase	Objectifs de l'entrepreneur	Objectif du Capital-risqueur
Général	Maximiser l'évaluation	- Minimiser l'évaluation, possibilité pour des <i>up-rounds</i> et rendements cibles
Au moment de l'investissement	Un capital suffisant pour satisfaire et dépasser les objectifs	- Efficience du capital, atteindre le seuil de rentabilité/indépendance financière rapidement
	Éviter la perte de contrôle	- Exercer le contrôle si les repères commencent à glisser. - Veiller à ce que l'équipe, la stratégie et la vision soient alignés
	Liberté de diriger son entreprise.	- Veiller à ce que l'exécution soit suivie

<sup>1</sup> - Caselli, S. *Op-cit.*, 2010, p147.

		les étapes prédéterminées
Entre l'investissement et la sortie	Au besoin, les investisseurs devraient assister par des financements futurs, stratégie, et réseaux de clientèle	- Si l'opportunité se développe rapidement, maintenir une participation au prorata.
	Maintenir le contrôle et expérimenter en dépit des inefficacités	- Si l'opportunité ne se développe pas assez bien et se retrouve dans la catégorie des "morts-vivants", les capital-investisseurs devraient avoir la possibilité de liquider leurs avoirs.
Au moment de la sortie	Peut choisir une sortie anticipée pour poursuivre des objectifs financiers personnels, ou retarder/éviter une sortie pour satisfaire ses besoins égoïstes.	- Vitesse de sortie et maximisation de valeur est cruciale.

Source : Ramsinghani, M., *Op-cit.*, 2014, pp256-257.

La gestion et le suivi par les capital-investisseurs doivent garantir la création de valeur et le contrôle de tout comportement opportuniste de l'entreprise investie, à travers aussi bien des actions permettant la création et la mesure de la valeur que des règles à respecter par les uns et les autres afin que l'opportunité se développe et les objectifs des deux partenaires soient atteints avec efficacité.<sup>1</sup>

Plusieurs études empiriques démontrent que les capital-investisseurs créent de la valeur pour les entreprises une fois en portefeuille, à travers la professionnalisation des start-ups<sup>2</sup>, la structuration des conseils d'administration<sup>3</sup>, le recrutement de dirigeants et directeurs externes<sup>4</sup>, le conseil stratégique et les réseaux d'investisseurs et de clientèles<sup>5</sup>, l'implication active et la gouvernance<sup>6</sup> et, plus généralement, les développements et progrès opérationnels<sup>7</sup>.

Généralement, les actions concernées qualifient la présence et la nature de l'investisseur dans le processus managérial de l'entreprise financée. Ces actions dépendent principalement des points suivants :<sup>8</sup>

- Stade de l'investissement : selon la phase d'intervention du financement (amorçage,

<sup>1</sup>- Caselli, S. *Op-cit.*, 2010, p150.

<sup>2</sup>- Hellmann, T., & Puri, M., "Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence", *The Journal of Finance*, 57(1), 169-197, 2002.

<sup>3</sup>- Lerner, J., "Venture capitalists and the oversight of private firms". *The Journal of Finance*, 50(1), 301-318, 1995.

<sup>4</sup>- Amornsiripanitch, N., Gompers, P. A., & Xuan, Y., "More than money: Venture capitalists on boards", *Social Science Research Network*-id2586592, 2016.

<sup>5</sup>- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A., *Op-cit.*, 2016

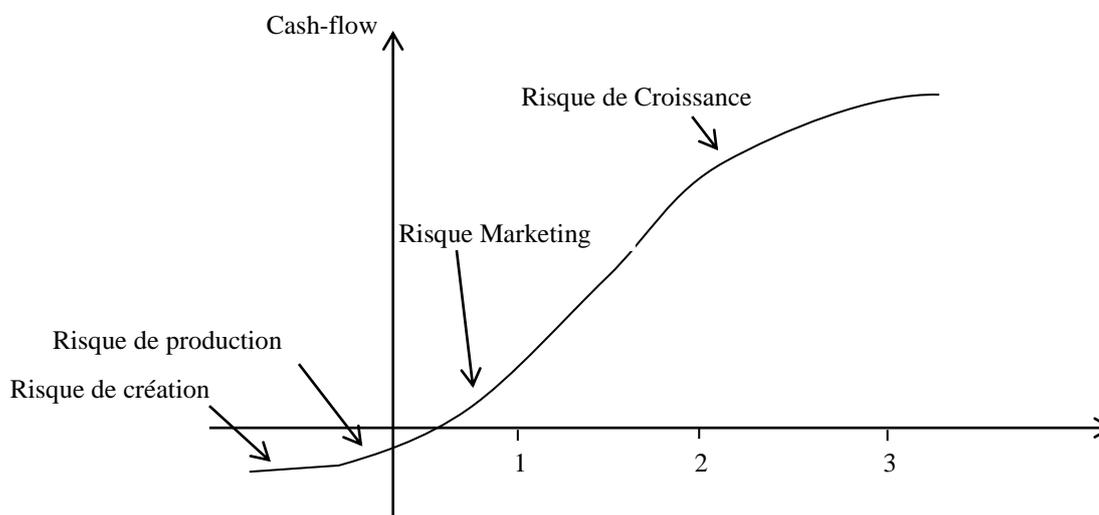
<sup>6</sup>- Acharya, V. V., Gottschalg, O. F., Hahn, M., & Kehoe, C., "Corporate governance and value creation: Evidence from private equity". *The Review of Financial Studies*, 26(2), 368-402, 2012.

<sup>7</sup>- Perembetov, K., Herger, I., Braun, R., & Puche, B., "Value Creation in Private Equity", *Social Science Research Network* -id2917112, 2014.

<sup>8</sup>- Idem, p151.

démarrage, première croissance, développement, retournement, rachat, vautour) le projet d'entreprise fait face à différents types de risques tels que le développement, la production, la commercialisation, et le risque de croissance (Figure n°23). La quantité substantielle de ressources investies garantit un siège au conseil d'administration, même si le montant ne suffit pas pour assurer un engagement réel.

**Figure n° 23 : Risque durant les phases de développement**



Source : Caselli, S., *Op-cit.*, 2010, p151.

- Tout au long des étapes de l'investissement, l'implication de l'investisseur naturellement diminue et change. Pour les deux phases d'amorçage et de démarrage, l'implication des investisseurs pourrait être de nature industrielle et stratégique, tandis que sur les phases de développement et de reprise, le soutien des investisseurs pourrait être réduit à un rôle consultatif sur les questions financières et juridiques.
- L'ampleur et l'intensité des activités de pilotage sont liées à la durée de participation dans l'entreprise cible. Vu que l'investisseur et l'équipe dirigeante de l'entreprise passent du temps ensemble, il y'a une chance qu'une relation juste et de confiance se développe entre les deux parties avec une diminution du besoin pour le contrôle.
- Le style de l'investisseur et la nature de l'accord d'investissement. En général, ceux-ci ont des profils différents
  - Approche « *hands-on* » : une forte implication tant dans la gouvernance d'entreprise que dans des décisions financières et/ou stratégiques.
  - Approche « *hands-off* » : une présence dans la gouvernance d'entreprise et une implication uniquement dans les décisions financières.
- La distance géographique et l'expertise de l'investisseur : le nombre de réunions entre l'investisseur et l'entreprise investie diminue avec de longues distances les séparant. Il est difficile d'évaluer si l'impact de l'expertise de l'investisseur est supérieur ou inférieur selon la fréquence des contacts entre les dirigeants et les autres membres du conseil d'administration.

Par ailleurs, la participation du capital-investisseur dans la gouvernance et la gestion de l'entreprise financée par capital-investissement, exige certaines règles afin de réduire les conflits et d'atténuer les problèmes d'agence entre l'investisseur et le management. La

période d'investissement est définie comme étant une alliance temporaire, le moment où l'investisseur et l'entreprise ont des risques très spécifiques à éviter.

#### 4. Sortie

Que ce soit une entreprise prospère ou avec un grand nombre de problèmes, le capital-investisseur est contraint, un jour ou un autre, d'échanger sa participation dans le capital de l'entreprise contre de l'argent. Le «*cashing out*» est, ainsi, une fin normale à tout investissement en capital.

##### 4.1. Importance et déterminants de la sortie

Etant donné que les capital-investisseurs investissent dans des entreprises non cotées sur un horizon de dix années et qu'ils ne perçoivent leur part des bénéfices ou intéressement qu'une fois les capitaux remboursés aux investisseurs, le *timing* et le type de sortie sont essentiels au succès des investissements réalisés<sup>1</sup>.

Par ailleurs, la relation entre capital-investisseurs et entrepreneurs connaît généralement toujours des hauts et des bas. D'une part, la plupart des investisseurs en capital-risque sont des entrepreneurs frustrés qui pensent que, si seulement ils pouvaient diriger l'entreprise eux-mêmes, ils pourraient le faire mieux que l'entrepreneur qu'ils ont soutenu. D'autre part, la plupart des entrepreneurs aiment bien leur investisseur le jour où ils perçoivent un financement, mais au fil des années, ils sentent qu'ils ont fait eux-mêmes tout le travail et que l'investisseur n'a rien fait pour mériter l'argent qu'ils touchent. Cette relation devient particulièrement plus tendue lorsque l'entreprise financée par le capital-investisseur a du mal à fonctionner correctement.<sup>2</sup>

Le succès de l'industrie du capital-investissement dépend fortement du processus de sortie. La structure de cette industrie est unique dans le sens où les sociétés de capital-investissement sont impliquées dans le financement de start-ups et ne sont engagées dans les entreprises qu'elles soutiennent que pour une période de temps limitée. L'opportunité de sortie est un élément clé du cycle du capital-investissement et permet les évaluations quantitatives de la performance des sociétés de capital-investissement.<sup>3</sup>

La question relative aux mécanismes par lesquels les sociétés de capital-investissement quittent les entreprises investies intéresse diverses parties impliquées dans ce processus. Les apporteurs des fonds investissent dans des entreprises de capital-investissement et ne sont pas directement impliqués dans la décision d'investir dans une entreprise en portefeuille, mais c'est plutôt les sociétés de capital-investissement qui gèrent le fonds en leur nom avec une durée de vie typique de dix ans et investissent dans un certain nombre d'entreprises, avec un rendement sur investissements qui ne se réalise qu'au moment de la sortie, particulièrement si l'on sait que les sociétés investies ne paient généralement pas de dividendes. Par conséquent, les rendements du capital-investissement sont directement liés à la sortie d'un investissement. Les entrepreneurs sont également intéressés par les sorties du capital-investisseur, en particulier une sortie par voie d'une introduction en bourse car elle leur offre la possibilité de reprendre le contrôle de leurs entreprises.

---

<sup>1</sup>- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A., *Op-cit.*, 2016.

<sup>2</sup>- Gladstone, D., & Gladstone, L. *Venture capital investing: The complete handbook for investing in private businesses for outstanding profits*, FT Press, NJ, USA, 2004, p275.

<sup>3</sup>- Espenlaub, S., Khurshed, A., & Mohamed, A. "The exit behavior of venture capital firms", *mimeo*, Manchester Business School, 2009, p5.

A la sortie des investissements, les sociétés de capital-investissement remboursent les apporteurs des fonds, avant l'initialisation d'un nouveau fonds. Par conséquent, une sortie plus rapide du capital des entreprises en portefeuille permet aux capital-investisseurs de lever des fonds supplémentaires auprès des bailleurs de fonds et permet aux entrepreneurs de contrôler l'entreprise si la sortie se fait par introduction en bourse.

Une sortie rapide d'une entreprise en portefeuille encourage la société de capital-investissement à procéder à de nouveaux investissements qui contribuent à la croissance de l'industrie. Si les investissements en capital sont détenus pour des périodes plus longues, l'industrie du capital-investissement est susceptible d'enregistrer une croissance plus lente. Par conséquent, le cycle de financement de capital-investissement est déterminé aussi bien par la présence d'une voie de sortie que par la brièveté de la présence du capital-investisseur dans le capital des entreprises en portefeuille.

Plusieurs études antérieures<sup>1</sup> réalisées sur les sorties des capital-investisseurs signalent que le choix des sorties est déterminé par l'asymétrie d'information qui prévaut entre le vendeur et l'acheteur des investissements de capital-risque, l'environnement juridique d'un pays, la liquidité du marché et le secteur d'activité de l'entreprise en portefeuille. Certaines de ces études, réalisées en Europe, ont trouvé que les sorties par voie de fusion/acquisition sont plus probables que par le biais des introductions en bourse, tandis qu'aux Etats-Unis d'Amérique les sorties par introduction en bourse sont plus probables que par le biais de fusions/acquisitions.

Cumming *et al.*<sup>2</sup> ont examiné l'impact de l'environnement juridique sur les sorties de capital-investissement par les divers modes possibles, en utilisant un échantillon de 468 entreprises soutenues par capital-investissement dans 12 pays de la région Asie-Pacifique. Les auteurs de cette étude ont constaté qu'un indice de « légalité »<sup>3</sup> élevé augmente la probabilité de sortie par la voie de la bourse, tout comme la présence d'un marché boursier actif et la qualité de l'environnement juridique qui facilitent la sortie des capital-investisseurs par introduction en bourse. Dans cette même perspective, Black & Gilson<sup>4</sup> soutiennent également l'idée qu'un marché financier développé, par les modes de sortie qu'il offre ainsi que les options contractuelles qu'il permet<sup>5</sup>, est nécessaire à l'existence d'un marché dynamique de capital-investissement.

## 4.2. Enjeux de la sortie en capital

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

---

<sup>1</sup>- Pour une présentation critique des études sur le comportement de sortie des capital-investisseurs dans différents environnements économiques, voir les articles Espenlaub *et al.* (2009), Felix *et al.* (2008), Giot & Schwienbacher (2006), Cumming *et al.* (2006).

<sup>2</sup>- Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. "Legality and venture capital exits", *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 214-245, 2006.

<sup>3</sup>- L'indice de « Légalité » est une somme pondérée des facteurs basés sur l'étude de Berkowitz *et al.* (2003), qui s'inspire des travaux de La Porta *et al.* (1997, 1998, 2000) sur les facteurs de « droit et finance » largement reconnus, comprenant le système juridique (droit civil vs. droit commun), l'efficacité du système judiciaire, la primauté du droit, la corruption, le risque d'expropriation, le risque de répudiation des contrats, et les droits des actionnaires (en d'autres termes, le contenu des codes relatifs à l'investissement, la qualité de leurs mise en application, et la probabilité qu'elles auraient besoin être appliquées).

<sup>4</sup>- Black, B. S., & Gilson, R. J. "Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets", *Journal of financial economics*, 47(3), 243-277, 1998.

<sup>5</sup>- Black, B. S., & Gilson, R. J., "Does venture capital require an active stock market?". *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(4), 36-48, 1999.

---

être cédés facilement à tout moment sur un marché. De plus, le capital-investisseur est considéré comme un partenaire temporaire dont l'objectif final est un rendement économique dans un délai moyen. En raison de l'objectif de l'investisseur, ce dernier doit s'entendre avec l'entrepreneur sur le meilleur moment et le meilleur moyen de sortir du capital de l'entreprise investie. Ce type d'investissement est très risqué de sorte que le capital-investisseur n'est jamais en mesure de planifier à l'avance avec une certitude absolue le meilleur moment pour céder sa participation. Le niveau de rendement de l'investisseur dépend des allocations réussies des fonds et de la qualité du travail fourni par l'opérateur de capital-investissement.

Les points suivants doivent être pris en compte lors de la planification de la stratégie de sortie :<sup>1</sup>

- Les règles et clauses spécifiques de l'investissement : chaque affaire a des conventions spécifiques qui régissent les relations entre les parties engagées. Ces conventions sont prévues pour prévenir et atténuer tout problème d'agence et comportement opportuniste. Elles sont destinées à influencer directement sur les raisons de la sortie ainsi que son calendrier afin de protéger les besoins et les droits tant de l'entreprise que des investisseurs.

**Tableau n° 19 : Clauses organisant la sortie du capital**

Cluses	Implications
Préemption ou agrément	Les actionnaires de l'entreprise peuvent faire valoir une clause de préemption de manière à empêcher l'entrée d'un actionnaire indésirable.
Sortie pactée	Un moyen qui vise à s'assurer que les acquéreurs de la participation de l'investisseur deviendront adhérents au pacte d'actionnaires signé entre l'investisseur et les majoritaires. Il est ainsi stipulé, par exemple, qu'aucune des parties du pacte d'actionnaires ne peut céder des actions à un tiers sans que celui-ci ait expressément adhéré au pacte.
Sortie conjointe	Cette clause a pour objectif d'obliger un actionnaire majoritaire désirant sortir du capital d'une entreprise d'organiser en même temps la sortie du capital de l'investisseur. Dans le but de faire participer le capital-risqueur à la prime de contrôle, le cédant se doit de trouver un acquéreur capable d'acquérir non seulement ses titres mais aussi ceux détenus par le capital-risqueur.
Sortie prioritaire	Les actionnaires majoritaires s'engagent à ne pas vendre leurs titres tant que l'investisseur ne sera pas sorti du capital.

Source : Stéphanie, É., *Op-cit.*, 2003, p178.

- Opportunité de sortie induite par l'activité d'entreprise en portefeuille : le moment de la sortie est directement influencé par la position de l'entreprise le long de son cycle de vie, qui est due à des facteurs externes ou internes, tels qu'une récession mondiale pouvant diminuer la capacité de l'entreprise à générer des revenus ou de nouvelles conditions réglementaires changeant la dynamique de la concurrence.
- Opportunité de sortie tirée par les marchés financiers et de fusions/acquisitions : les situations économiques et financières qui influent sur la demande ou l'offre de

<sup>1</sup>- Caselli, S. *Op-cit.*, 2010, pp159-161.

capitaux, l'opportunité potentielle de placer les actions sur le marché à un bon prix, la réduction éventuelle de la valeur, etc.

- Exigences de fonds propres : certaines réglementations, telles que "Bâle 2", attachent une importance particulière aux ratios des fonds propres requis pour les sociétés financières. Par conséquent, les besoins spécifiques de recapitalisation peuvent provoquer une sortie précoce du capital afin d'utiliser les fonds réalisés pour satisfaire les ratios exigés.
- Contraintes relatives à la maturité résiduelle du véhicule d'investissement et de l'objectif du taux de rendement interne final : vu que le taux de rendement interne est déterminé par la durée de l'investissement, le capital-risqueur doit arbitrer entre la durée de détention de l'investissement et le rendement espéré.
- Bilan des sorties du portefeuille de l'investisseur : le choix de la meilleure voie de sortie dépend de la stratégie suivie par chaque fonds de capital-investissement; Certains fonds, par exemple, préfèrent l'offre publique de vente sur le marché boursier comme stratégie de sortie au lieu des ventes commerciales.

### 4.3. Modes alternatifs de sortie

Plusieurs modes de sorties du capital existent, classés généralement en trois catégories : la ventes de gré à gré (*Trade sale or acquisition*), l'introduction en bourse (*Initial Public Offering*) et la liquidation (*write-off*).

#### 4.3.1. Importance relative des modes alternatifs de sortie

Dans une étude<sup>1</sup> de 11500 sociétés soutenues par capital-investissement ayant procédé à une levée de capitaux entre 1995 et 2008, 65,21 % ont été cédées via soit un appel public à l'épargne, soit des fusions/acquisitions. Dans cet univers, la grande majorité des sorties étaient des acquisitions, et seulement 9,61 % d'entre elles ont réalisé une sortie par l'intermédiaire d'une offre publique de vente.

Comme le montre la figure n°24 ci-après, les sorties par acquisitions sont nettement plus importantes par rapport aux offres publiques de vente. Les acquisitions représentent le chemin le plus pratique pour la plupart des entreprises soutenues par capital-investissement en raison, entre autres, de leur vitesse et de leur efficacité, ainsi que les exigences réglementaires minimales qu'elles impliquent par rapport aux introductions en bourse. Les acquisitions, comme voie de sortie du capital des entreprises investies, offrent aux grandes entreprises d'indispensables opportunités de croissance et d'expansion.

Gompers et al.<sup>2</sup> obtiennent des résultats semblables sur leur échantillon d'organismes de capital-investissement analysés. Globalement, les sociétés de capital-investissement rapportent que 15% de leurs sorties sont des introductions en bourse, 53% sont des fusions & acquisitions, et 32% sont des échecs. Les auteurs ne manquent toutefois pas de relativiser ces résultats étant donné que certaines opérations de fusion/acquisition pourraient bien être des échecs que les capital-investisseurs tendent à ne pas divulguer pour des raisons de réputation.

Ces constats ne sont pas en ligne avec les résultats confirmés par Sahlman<sup>3</sup> qui note

---

<sup>1</sup>- Tian, X., Udell, G. F., & Yu, X. "Disciplining delegated monitors: evidence from venture capital", *Social Science Research Network-id1782238*, 2015.

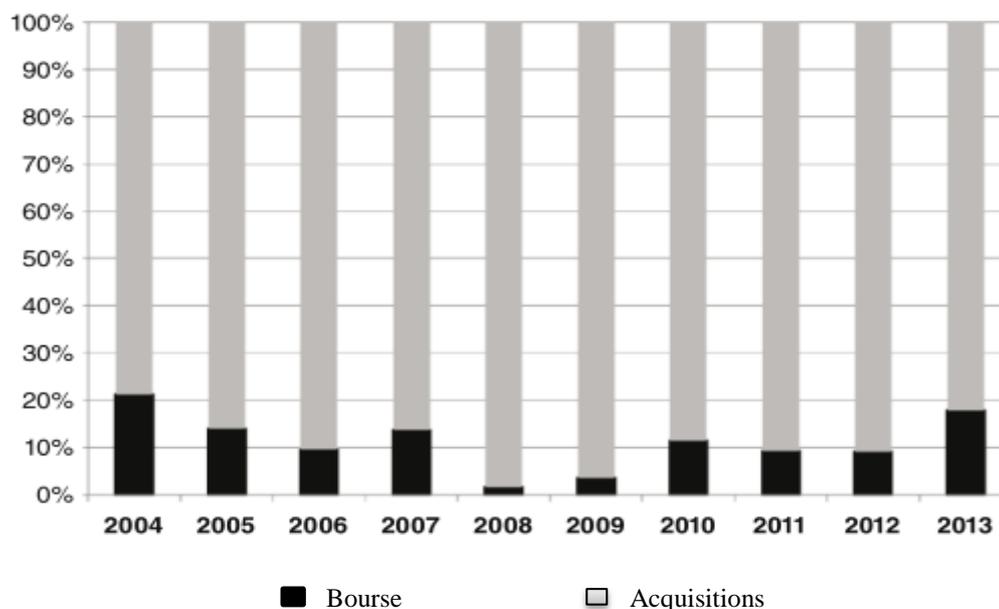
<sup>2</sup>- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A., *Op-cit.*, 2016.

<sup>3</sup>- Sahlman, W. "Risk and reward in venture capital", *Harvard Business School Entrepreneurial Management*, Case no. 811-036, 2012.

---

que « une tendance claire au cours des trente (30) dernières années a été que les plus grands rendements sur des investissements individuels sont venues lorsque ces entreprises investies ont été en mesure de se coter en bourse ». Il note en outre que, généralement, mais pas toujours, les rendements sont plus faibles lorsque les acheteurs stratégiques ou financiers acquièrent des sociétés de portefeuille. En guise d'illustration, l'auteur explique que l'évaluation moyenne post-introduction en bourse appliquée aux entreprises soutenues par le capital-investissement au cours de la période 1995-2009 a été de 3,65 fois l'évaluation moyenne des opérations de fusion/acquisition de sociétés soutenues par les capital-investisseurs.

**Figure n° 24 : Sorties en montants des sociétés soutenues par capital-risque**



Source : Ramsinghani, M., *Op-cit.*, 2014, p344.

Sur la base des données recueillies, l'étude citée ci-dessus constate que, dans un échantillon de 100 investissements cédés en capital-risque (de 1983 à 2009), le rendement moyen des entreprises cédées par introduction en bourse était de 9,4 (médiane de 8,0), contre 2,9 (médiane de 0,9) pour les entreprises cédées à des acheteurs stratégiques.

Rigamonti et al.<sup>1</sup> analysent l'effet de la spécialisation des organismes de capital-investissement sur le choix du mode de sortie du capital. Réalisée sur un échantillon de 818 transactions de rachat à effet de levier sur les marchés américain et européen durant la période de 2000-2015, l'étude trouve que la spécialisation par secteur d'activité et par phase des fonds des organismes de capital-investissement augmente les chances d'une sortie par voie d'une introduction en bourse, tandis que seule la spécialisation par secteur d'activité qui affecte positivement la probabilité d'une sortie par cession de gré à gré. Le mode de sortie par cession secondaire est plus envisageable pour les capital-investisseurs ayant un profil plutôt généraliste.

#### 4.3.2. Vente de gré à gré

Le capital-risqueur peut opter pour une cession de sa participation dans le capital de l'entreprise en portefeuille à un acquéreur qui peut être interne à l'entreprise (propriétaire,

<sup>1</sup> Rigamonti, D., Cefis, E., Meoli, M., & Vismara, S., "The effects of the specialization of private equity firms on their exit strategy". *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(9-10), 1420-1443, 2016.

management, employés), industriel ou financier.

#### 4.3.2.1. Sortie par cession à un industriel

Une sortie par cession de la participation à un industriel est généralement motivée par le plan de développement stratégique de l'acquéreur et le fait qu'une telle transaction peut être exécutée de différentes manières. Elle permet d'éviter les conditions spécifiques du marché boursier et le manque d'intérêt éventuel envers les parts d'investissement.<sup>1</sup> Le tableau ci-dessous présente les facteurs influençant le choix d'une sortie industrielle entre les deux contreparties de la transaction.

**Tableau n° 20 : Facteurs de sortie industrielle**

Acquéreurs	Vendeurs
Croissance et augmentation des revenus grâce à l'accès à de nouveaux produits, marchés géographiques...	Conditions de marché/macro-économiques positives.
Synergies opérationnelles et risque réduit grâce à la diversification	Arbitrages financiers: le temps et le capital requis pour créer de la valeur future par rapport à la valeur actuelle
Accélérer l'innovation, minimiser les risques de la R&D.	Liquidité des investisseurs
Accès aux talents (ou <i>acqui-hiring</i> )	Incapacité à lever des capitaux pour alimenter une croissance organique supplémentaire
Consolidation industrielle	Rythme réduit de la croissance
Défensif / concurrence	Capacité à maintenir des pressions concurrentielles

Source : Ramsinghani, M., *Op-cit.*, 2014, p346.

Par ailleurs, les avantages d'une sortie industrielle consistent en l'opportunité de réaliser un prix fort plus élevé et la possibilité pour le capital-risqueur de céder la totalité de sa participation par le biais d'une opération moins coûteuse et plus rapide qu'une offre publique de vente. Il est également plus facile de négocier avec moins de participants potentiels qu'avec l'ensemble du marché financier. De plus, cette issue est la seule option de sortie pour les investissements réalisés dans les petites et moyennes entreprises sur certains marchés qui ne disposent pas de compartiments dédiés aux sociétés de taille relativement modeste.<sup>2</sup>

#### 4.3.2.2. Sortie par cession à un autre capital-investisseur

Ce type de sortie consiste à vendre la participation à un autre fonds de capital-investissement. C'est une stratégie de sortie fréquemment utilisée sur le marché américain et est basée sur les relations solides entre les capital-investisseurs<sup>3</sup>. Elle s'inscrit d'une part, dans la logique d'une filière du marché de capital-investissement (rachat secondaire) et d'autre part, dans le développement de la pratique des tours de financement lorsque l'investisseur, spécialisé dans une étape spécifique du cycle de vie de l'entreprise investie, vend la participation qu'il détient à un partenaire spécialisé dans une étape différente du cycle de vie de l'entreprise (c'est-à-dire, amorçage à création, création à développement,

<sup>1</sup>- Ramsinghani, M., *Op-cit.*, 2014, p343.

<sup>2</sup>- Caselli, S. *Op-cit.*, 2010, p162.

<sup>3</sup>- Idem, pp-162-163.

etc.). Selon l'optique retenue (spatiale ou de métier), le réseau du capital-investissement, sous forme d'un marché secondaire, permet une certaine liquidité des participations. Dans cette logique, les ventes types entre capital-investisseurs comprennent les transferts suivants :

- Un fonds de capital d'amorçage vend sa participation à un fonds de capital-crédation pour démarrer le projet.
- Un fonds de financement des *start-up* vend sa participation à un fonds de capital-développement pour soutenir la croissance de l'entreprise.
- Un fonds de financement du stade de développement cède sa participation à un bailleur de fonds de transmission pour développer l'acquisition, le redressement ou introduction en bourse.
- Un capital-investisseur régional vend sa participation à un capital-investisseur national ou international.

#### 4.3.2.3. Rachat des participations par l'entreprise

Une sortie par rachat se produit lorsque le capital-investisseur vend sa participation aux actionnaires existants de la société en portefeuille ou leurs représentants. L'alternative de rachat est une opportunité de soutenir et développer l'entreprise lorsque les actionnaires en place ne souhaitent pas la quitter.

Deux cas de figure sont à admettre dans cette piste :<sup>1</sup>

- Soit le dirigeant rachète les actions détenues par le capital-investisseur. Les motivations de ce rachat peuvent refléter la volonté soit, de détenir l'ensemble du contrôle de l'entreprise, ou de renforcer sa position majoritaire. Généralement, ce type d'opérations de rachat se réalise via une holding, principalement pour des raisons fiscales et financière.
- Soit la société de capital-investissement vend les actions qu'elle détient aux cadres de l'entreprise via une opération de stock-options (plan d'options d'achat d'actions).

Par ailleurs, certains capital-risqueurs, lors de la négociation initiale de financement, mettent en place des arrangements formels qui prévoient dès le départ un mode de sortie privilégié du capital de l'entreprise investie. Ces arrangements se présentent généralement sous l'une des deux formes: un *put* ou un *call*. Un *put* est une option de vente qui confère à l'investisseur le droit de demander à l'entreprise investie d'acheter sa participation à un prix prédéterminé ou une formule prédéterminée. La disposition du *call* donne à l'entreprise le droit d'acheter la participation de l'investisseur sur la même base.<sup>2</sup>

#### 4.3.3. Sortie sur les marchés financiers

La sortie du capital-investisseur du capital de la société en portefeuille via les marchés financiers se réalise via une opération d'introduction en bourse, permettant la cession des actions détenues par l'investisseur au grand public.

##### 4.3.3.1. Perception de la sortie en bourse

Le lancement de l'annonce d'émettre des actions ordinaires sur le marché boursier, ou « *going public* » pour la première fois, occupe une place particulière dans le monde des sociétés soutenues par le capital-investissement. Il marque souvent l'arrivée de la maturité

---

<sup>1</sup>- Stéphan, É. *Op-cit.*, 2003, p181.

<sup>2</sup>- Gladstone, D., & Gladstone, L. *Op-cit.*, 2004, p286.

des entreprises, en ce sens que les entrepreneurs la voient comme l'incarnation de la réussite. Toutefois, les complexités réglementaires et du marché sont importantes et ont un impact significatif sur la dynamique des appels publics à l'épargne.

L'entrée d'une entreprise en bourse est un acte exceptionnel qui nécessite une longue préparation<sup>1</sup>. Elle implique de nombreuses mutations au sein de l'entreprise (réorganisation interne, mise en place d'une politique de communication externe, etc.) et nécessite l'appel à de nombreux conseils extérieurs (banque, commissaires aux comptes, conseillers juridiques et fiscaux ...).

Si l'entreprise est prête et les marchés sont favorables, l'offre publique de vente est certainement une meilleure option, car la plupart des acquisitions n'ont pas généré le niveau de rendement réalisé par les offres publiques. Toutefois, vu que les entreprises prêtes pour une introduction en bourse peuvent être affectées par les crises du marché et les réglementations, le volume des retours sur investissement pour les investisseurs peut être plus induit par les ventes de gré à gré que par les offres publiques. Par conséquent, les ventes à un repreneur en mode gré à gré sont des options de sortie efficaces et plus rapides.<sup>2</sup>

Le mode de sortie par appel public à l'épargne est souvent cité comme une voie royale par les investisseurs. Quoique l'opération ait des avantages apparents en termes d'accès au financement et coûts de capital, elle entraîne des coûts et autres inconvénients qu'il est nécessaire d'évaluer relativement aux autres modes de sortie.<sup>3</sup>

#### 4.3.3.2. Avantages de la sortie en bourse

L'introduction en bourse d'une entreprise soutenue par capital-investissement permet d'atteindre un ensemble d'avantages tant pour l'investisseur que l'entrepreneur. Ces avantages peuvent être résumés comme suit :

- L'introduction en bourse représente un moyen pour l'investisseur d'assurer la liquidité de ses participations et réaliser les plus-values escomptées. Ainsi, le capital-investisseur a les moyens d'une part, de rémunérer ses actionnaires, et d'autre part, de renouveler son portefeuille de participations.
- La cotation sur un marché financier d'une entreprise offre une valorisation continue du titre permettant à l'investisseur d'avoir une valorisation de sa participation.
- L'entreprise se sert de l'introduction en bourse d'une part, pour lever de nouveaux moyens de financement et d'autre part, pour diversifier la structure de son actionnariat. La présence en bourse facilite également l'acquisition future d'autres entreprises (via des paiements partiels en actions, par exemple).
- L'opération d'introduction en bourse permet d'assurer la pérennité de certaines PME en apportant une solution aux problèmes de succession.
- Outre les aspects financiers cités ci-dessus, l'entreprise peut rechercher dans l'opération d'introduction en bourse un renforcement de sa notoriété. L'opération est considérée comme une consécration et une reconnaissance du potentiel de développement de l'entreprise. La médiatisation qui entoure ce type d'opération permet de renforcer les relations de l'entreprise avec ses principaux partenaires. Au niveau interne, la réussite de l'introduction en bourse repose sur une forte implication du

---

<sup>1</sup>- Stéphane, É. *Op-cit.*, 2003, p182.

<sup>2</sup>- Ramsinghani, M., *Op-cit.*, 2014, p361.

<sup>3</sup>- Stéphane, É. *Op-cit.*, 2003, p182.

---

personnel autour du projet, et permet la mise en place de systèmes d'intéressement des salariés tels que les stock-options.

#### 4.3.3.3. Inconvénients de la sortie en bourse

L'introduction en bourse nécessite la prise en compte de certaines contraintes liées à l'opération d'introduction en bourse et les exigences de la présence sur la cote :

- La nécessité, pour la société, de fournir au marché des informations régulières et de qualité. Généralement, une entreprise financée par capital-risque est censée être à même de répondre aux exigences informationnelles du marché vu son expérience dans un *reporting* régulier sur lequel est fondé le partenariat avec le capital-risqueur. Néanmoins elle implique la mise en place d'une structure de communication, dont le coût est particulièrement important.
- Une gestion active du titre sur la cote. En effet, la valorisation du titre peut fluctuer selon la conjoncture sur la place financière, les attentes des investisseurs sur la stratégie menée par l'entreprise et l'évolution de ses résultats. La valeur du titre est généralement assimilée à un indicateur de la performance du management. Elle peut aussi impliquer une dilution du pouvoir décisionnel et du contrôle par la nécessaire prise en compte des différents actionnaires lors des différentes assemblées générales ou conseils d'administration.
- L'introduction en bourse est une opération complexe fondée sur un timing stratégiquement établi qui dépend de la conjoncture de la place, de la visibilité des stratégies menées par l'entreprise et des résultats escomptés. Le caractère complexe est principalement lié au nombre d'acteurs (commissaires au compte, banques, introducteur, les autorités du marchés...) qui entrent en jeu dans cette décision.
- Une variable importante à prendre en compte demeure le coût de l'opération, composé principalement des frais de communication, la rémunération des intermédiaires (commission d'ingénierie, commission de placement) et la commission d'admission payable à la société de gestion du marché.
- L'une des limites souvent citées de la voie de sortie par introduction en bourse est qu'elle ne permet qu'une sortie progressive dans le temps. Le marché ne comprendrait pas la cession par le capital-investisseur de la totalité des actions qu'il détient, en ce sens que son capital-réputation joue sur la cotation future du titre sur le marché un rôle de caution de la stratégie menée par l'entreprise et sur sa situation financière. Ainsi, les fonds de capital-investissement ne vendent pas tous (ou souvent même pas une partie de) leurs actions sur le marché boursier au moment de l'appel public à l'épargne, mais doivent plutôt s'engager sur une clause de « *lock-up* » avec la banque d'investissement qui prend en charge la souscription de l'offre, par laquelle ils s'engagent à ne pas vendre leurs actions pour une période généralement de six (6) à douze (12) mois, pouvant aller jusqu'à deux (2) ans particulièrement pour des entreprises soutenues par de jeunes sociétés de capital-investissement n'ayant pas encore fondé une réputation sur les marchés de capitaux.<sup>1</sup>

#### 4.3.4. Liquidation et restructuration

Une liquidation est habituellement incluse pendant le désinvestissement ainsi que la dévaluation, partielle ou totale, de la participation à la suite d'une perte non liée à un transfert de propriété. Cette option est incluse car elle est différente des autres stratégies de

---

<sup>1</sup> Povaly, S. *Op-cit.*, 2007, p122.

sortie, en ce sens qu'elle réduit ou supprime des actifs spécifiques du bilan.

Le processus de liquidation est utilisé lorsqu'aucun rendement économique n'est généré par la participation. Les lois sur la faillite sont suivies et l'investisseur peut parfois récupérer une partie de la valeur nominale de ses actions si les ressources financières des actifs de la société dépassent le montant total de la dette.<sup>1</sup>

## Section 2 : Instruments et pratiques du capital-investissement

La relation établie entre la société de capital-investissement et l'entreprise en quête de financement est régie par un ensemble d'instruments et de règles contractuelles conclues entre les deux parties afin de gérer les problèmes liés à l'asymétrie de l'information qui règne dans ce domaine particulier d'investissement.

Cette section présente les fondements de la relation entre le capital-investisseur et la société investie, ainsi que les divers instruments utilisés au sein de l'industrie du capital-investissement le long du processus de financement et du partenariat entre le fonds de capital-investissement et la société en portefeuille. Ainsi, avant de prendre la décision de financer une entreprise, le capital-investisseur mène une analyse minutieuse de l'entreprise en se basant d'une part, sur l'information fournie par les dirigeants/propriétaires de l'entreprise sous forme d'un *business plan* ou *business model* et d'autre part, sur l'opération d'audit complet, communément appelée *due diligence*, menée par le capital-investisseur lui-même couvrant pratiquement tous les aspects du projet d'investissement. Ces informations servent principalement à évaluer la viabilité de l'offre d'investissement à travers l'évaluation de l'entreprise financée.

### Sous-section 1. Relation de financement par capital-investissement

Le terme «coût d'agence» fait référence généralement à toute chose que les parties à un contrat peuvent faire et qui est dans leur propre intérêt, mais contre l'intérêt de l'autre partie. Si les problèmes d'agence n'existaient pas, alors la plupart des détails dans les contrats financiers seraient sans objet. Une grande partie de ce que font les fonds de capital-investissement implique des coûts d'agence, avec un mécanisme central par lequel ces coûts d'agence peuvent être atténués, à savoir les contrats financiers.

#### 1. Le capital-investissement et la gouvernance d'entreprises

Le capital-investisseur, contrairement à l'intermédiaire financier « classique » qui se limite à un rôle purement informationnel, légitime une approche plus élargie, fondée sur une implication dans l'organisation et le pilotage de l'entreprise financée, vu les conditions du financement : le caractère minoritaire de la participation, les situations d'asymétrie d'information, le faible degré de liquidité des titres détenus lié à l'absence d'un marché financier..., ce qui inscrit le capital-investissement, comme un mode de financement alternatif, dans la logique et les problématiques de gouvernance des entreprises.<sup>2</sup>

Dans cette perspective, le financement par capital-investissement est souvent cité comme un système spécifique de gouvernance d'entreprises. La littérature académique traitant de cette thématique présente principalement deux approches dans le cadre de la

---

<sup>1</sup>- Caselli, S. *Op-cit.*, 2010, p164.

<sup>2</sup>- Stéphany, É. *Op-cit.*, 2003, pp152-153.

relation d'agence qui s'établit entre le capital-investisseur et les dirigeants de l'entreprise financée :<sup>1</sup>

- Une approche restrictive de la gouvernance d'entreprise fondée sur la relation principal-agent. Dans ce cadre, la gouvernance d'entreprise s'entend comme étant l'ensemble des dispositifs permettant aux actionnaires de contrôler l'usage du pouvoir par le dirigeant, compte tenu des objectifs qui lui ont été fixés. Les fondements du pouvoir sont liés à la détention par les actionnaires de droits de propriété sur la firme. L'objectif recherché par l'entreprise est la maximisation de la richesse des actionnaires.
- Une conception élargie de la firme en intégrant les différents partenaires (*stakeholders*) permet d'appréhender une approche plurale de la gouvernance d'entreprise développée dans le cadre de la théorie de l'agence généralisée. Dans cette lecture, la gouvernance d'entreprise peut se définir comme l'ensemble des mécanismes organisationnels ayant pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants.

## 2. Problèmes d'agence

Le cadre le plus cité par la littérature pour analyser les relations régissant le métier de capital-investissement est celui du principal-agent.

### 2.1. Définition de la relation d'agence

Les problèmes d'agence font référence aux problèmes de type principal-agent qui se posent lorsqu'un principal engage un agent dans des conditions d'information incomplète et asymétrique. Un agent est responsable envers le principal des rendements financiers de ce dernier, et prend des mesures qui les affectent. L'agent peut, toutefois, avoir des intérêts, soit pécuniaires ou non pécuniaires, qui l'incitent à prendre des mesures qui sont contraires à l'intérêt du principal. Ces actions potentiellement néfastes de l'agent vis-à-vis de l'intérêt du principal sont appelées problèmes d'agence<sup>2</sup>.

Une entreprise peut être considérée comme un ensemble de contrats, le plus important étant celui entre l'entreprise et ses actionnaires. Ce contrat décrit la relation principal-agent, où les actionnaires sont les principaux et l'équipe de gestion les agents<sup>3</sup>. Dans ces conditions, des contrats peuvent être conçus pour permettre au principal d'atténuer les problèmes d'agence qui, toutefois, ne peuvent jamais être totalement éliminés.

Un exemple courant de la relation principal-agent est celui de la relation employeur-employé. Vu qu'il est impossible de surveiller en permanence les activités d'un employé, ce dernier peut entreprendre plusieurs activités qui sont contraires aux intérêts de son employeur. A titre d'exemple, un employé peut se soustraire à des responsabilités ou ne pas travailler aussi efficacement que possible quand il n'est pas surveillé. Les contrats de travail peuvent être structurés de manière à atténuer ces problèmes d'agence. Un employé qui est, par exemple, sur un salaire fixe a une plus grande incitation à se soustraire à certaines de ses responsabilités qu'un employé qui travaille à la commission ou qui reçoit

---

<sup>1</sup> - D'autres approches sont également adoptées pour expliquer la coopération entre les différentes parties d'un contrat, telles que l'approche cognitive axée autour de la connaissance comme l'enjeu de la relation principal-agent, l'intendance et la justice organisationnelle.

<sup>2</sup> - Cumming, D. J., & Johan, S. A. Venture capital and private equity contracting: An international perspective, 2<sup>nd</sup> Ed, Elsevier Academic Press, 2014, p44.

<sup>3</sup> - Pike, R., & Neale, B., Op-cit, 2006, p11.

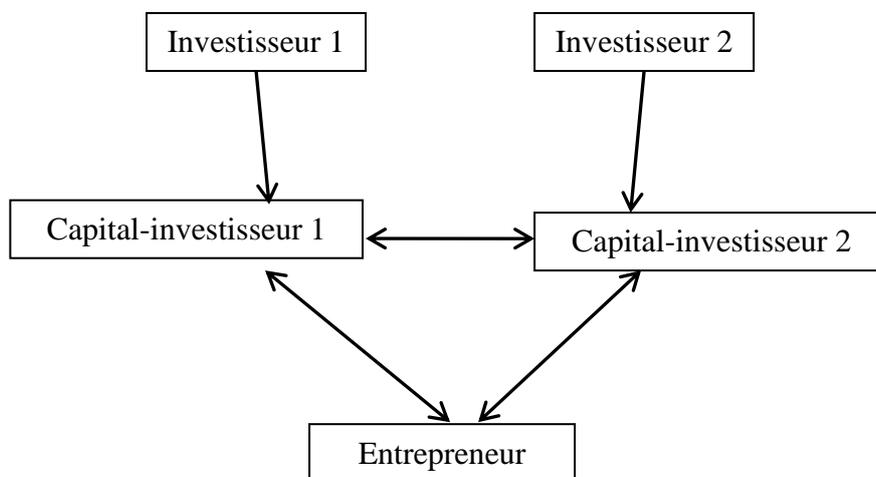
---

une prime de rendement.

Vu que de nombreuses actions des employés sont observables mais non vérifiables, il est impossible de rédiger des contrats en mesure d'anticiper et aborder tous les aspects d'une relation employeur-employé et, par conséquent, les problèmes d'agence existeront dans une certaine mesure indépendamment de la structure du contrat conclu entre les deux parties. Le point de départ dans la rédaction de contrats de qualité est de reconnaître qu'ils sont par définition incomplets et que, bien que toutes les éventualités ne puissent pas être prévues à l'avance, les problèmes d'agence qui peuvent être anticipés doivent être abordés tout en atténuant la capacité d'autres problèmes d'agence potentiels de se développer.

Le contexte du capital-investissement est particulièrement intéressant pour l'étude des problèmes d'agence<sup>1</sup>. La figure n°25 illustre les relations d'agence qui existent dans un contexte typique, quoique simplifiée, de capital-investissement. Ce contexte simplifié est composé de deux fonds de capital-investissement de type *limited partnership* avec deux investisseurs institutionnels (un pour chaque fonds). Les fonds de capital-investissement ont investi dans la même entreprise dans le cadre d'un investissement syndiqué, par exemple. Les relations d'agence, illustrées par la figure n°25, sont présentées avec des flèches de sorte que la direction de la flèche pointe l'agent à partir du principal. La figure montre en fait huit relations d'agence distinctes entre différents principaux et différents agents.

**Figure n° 25 : Relations *Principal* ↔ *Agent* en capital-investissement**



*Source : Cumming, D. J., & Johan, S. A. Venture capital and private equity contracting: An international perspective, 2<sup>nd</sup> Ed, Elsevier Academic Press, MA, USA, 2014., p45.*

Le tableau n°21 suivant récapitule les relations illustrées par la figure n°25 ci-dessus, avec les organismes de capital-investissement changeant de position entre principal et agent tout dépend de la nature du partenaire de la transaction de financement ou investissement.

<sup>1</sup>- Sahlman, W., Op-cit., 1990.

Tableau n° 21 : Relations *Principal* ↔ *Agent* en capital-investissement

Relation	Principal	Agent
1	Investisseur 1	Capital-investisseur 1
2	Investisseur 2	Capital-investisseur 2
3	Capital-investisseur 1	Entrepreneur
4	Capital-investisseur 2	Entrepreneur
5	Entrepreneur	Capital-investisseur 1
6	Entrepreneur	Capital-investisseur 2
7	Capital-investisseur 1	Capital-investisseur 2
8	Capital-investisseur 2	Capital-investisseur 1

Source : Cumming, D. J., & Johan, S. A., *Op-cit.*, 2014, p45.

Ces relations entre les principaux acteurs du capital-investissement sont expliquées comme suit :

- La première relation d'agence implique l'investisseur 1 comme principal et le capital-investisseur 1 comme agent. Les fonds de capital-investissement sont généralement organisés avec la société de gestion du fonds comme étant le commandité qui gère le fonds. Les investisseurs sont les commanditaires et, par définition, ne sont pas impliqués dans le fonctionnement au jour le jour des activités du fonds (sinon ils perdraient leur statut de responsabilité limitée des associés commanditaires). Par conséquent, la flèche en figure n°25 va de l'investisseur 1 vers le capital-investisseur 1, et non vice versa. Le gestionnaire du fonds de capital-investissement prend des mesures pour le compte des investisseurs du fonds affectant leurs rendements financiers. Un gestionnaire de fonds de capital-investissement pourrait prendre certaines décisions contre les intérêts de ses investisseurs. La deuxième relation d'agence entre l'investisseur 2 et capital-investisseur 2 est identique à la première entre l'investisseur 1 et capital-investisseur 1.
- Les relations à partir de la troisième à la sixième illustrées par la figure n°25 sont entre le capital-investisseur 1 et l'entrepreneur, et le capital-investisseur 2 et l'entrepreneur. Les capital-investisseurs 1 et 2 fournissent des capitaux pour l'entrepreneur qui peut agir contre leurs intérêts, ce qui fait de lui un agent des deux principaux capital-investisseurs 1 et 2. Parallèlement, toutefois, les capital-investisseurs 1 et 2 sont généralement des investisseurs actifs vu qu'ils fournissent à l'entrepreneur, en plus du capital, un appui significatif en termes de gouvernance et de conseils stratégiques, financiers, administratifs et de ressources humaines. Ce faisant, certains fonds de capital-investissement sont largement considérés avoir tendance à offrir plus de conseils à valeur ajoutée à leurs sociétés en portefeuille qu'à d'autres, et peuvent même fournir des niveaux de support significativement différents aux différentes entreprises soutenues par le même fonds de capital-investissement, ce qui place en position d'agent vis-à-vis de l'entrepreneur qui devient ainsi principal.
- Les septième et huitième relations d'agence impliquent les capital-investisseurs 1 et 2, qui sont censés être tous deux des investisseurs actifs à valeur ajoutée dans le même investissement syndiqué. Le capital-investisseur 1 pourrait, toutefois, resquiller (*free*

ride) l'effort du capital-investisseur 2, ou vice versa. Les sociétés de capital-investissement pourraient même agir les unes contre les intérêts des autres, et se trouvent ainsi en relation bidirectionnelle de principal-agent.

## 2.2. Problèmes d'agence communs

La façon dont les entrepreneurs et les investisseurs en capital-risque<sup>1</sup> peuvent agir les uns contre les intérêts des autres peuvent être classés en plusieurs domaines: aléa moral, aléa moral bilatéral, aléa moral multitâches, sélection adverse, *free riding*, hold-up, négociation trilatérale, *window dressing*, sous-investissement, *asset stripping* et transfert de risque ; Ces situations sont expliquées ci-dessous<sup>2</sup>.

### 2.2.1. Aléa moral (*moral hazard*)

Le terme aléa moral se réfère le plus souvent à la situation où un agent n'exerce pas son meilleur effort (contre l'intérêt du principal), compte tenu de sa responsabilité diminuée. Cet effort va à son tour affecter le gain espéré du principal.

L'effort est potentiellement observable mais non vérifiable et n'est donc pas exécutoire (il serait généralement peu plausible de poursuivre quelqu'un pour "manque d'effort"). Il est cependant possible de rédiger des contrats pour encourager l'effort. Dans un contexte de financement de capital-investissement, ceci est particulièrement important, car l'effort de chaque partie affecte la valeur attendue du projet entrepreneurial.

### 2.2.2. Aléa moral bilatéral (*bilateral moral hazard*)

Les situations qui impliquent des relations d'agence allant dans les deux sens (par exemple, les parties contractantes sont les deux principal et agent) sont appelées relations d'agence bilatérales.

La figure n°25, ci-dessus, montre une relation d'aléa moral bilatéral entre le capital-investisseur 1 et l'entrepreneur, le capital-investisseur 2 et l'entrepreneur, et entre le capital-investisseur 1 et le capital-investisseur 2.

### 2.2.3. Aléa moral multitâches (*Multitask moral hazard*)

L'aléa moral multitâche se réfère aux situations qui impliquent de multiples tâches que l'agent peut entreprendre, sauf que seulement un sous-ensemble de ces tâches est bénéfique pour le principal.

Un exemple courant de l'aléa moral multitâche implique l'entrepreneur comme principal et le capital-investisseur en tant qu'agent. Le capital-investisseur aura plus d'une entreprise en portefeuille et a donc de multiples tâches en tant qu'agent pour différentes entreprises. Le capital-investisseur pourrait ainsi consacrer relativement plus de temps à assister une entreprise spécifique en portefeuille. Par exemple, si le capital-investisseur prévoit qu'une certaine entreprise en portefeuille va être beaucoup plus rentable que les autres, il pourrait passer plus de temps pour garantir le succès de cette entreprise et moins de temps pour d'autres entreprises dont il est un agent.

Un autre exemple courant de l'aléa moral multitâche implique un investisseur institutionnel comme principal et le capital-investisseur en tant qu'agent. L'investisseur

---

<sup>1</sup>- Certains autres problèmes d'agence, mentionnés dans la littérature, sont observables avec le financement par endettement, tels que : *underinvestment*, *asset stripping* et *risk shifting*. Voir Cumming & Johan (2009, pp42-44) pour une illustration de ces problèmes.

<sup>2</sup>- Cumming, D. J., & Johan, S. A., *Op-cit.*, 2014, pp46-56.

institutionnel préfère que le capital-investisseur travaille pour maximiser la valeur espérée du portefeuille des entreprises dans lesquelles le capital-investisseur a investi au nom de l'investisseur institutionnel. Toutefois, les sociétés de gestion des fonds de capital-investissement, vu la durée de vie limitée des fonds, doivent consacrer une partie de leur ressources à la levée de capitaux pour initier un nouveau fonds afin d'assurer une continuité de l'activité. Le temps passé par le gestionnaire du fonds pour lever des fonds de capital-investissement ne contribue pas à l'accroissement de la valeur des investissements déjà en portefeuille. Par conséquent, les investisseurs institutionnels ont généralement intérêt à imposer des limites contractuelles sur les activités de levée de fonds des gestionnaires de fonds pour veiller à ce que des efforts suffisants soient exercés dans les investissements en portefeuille.

#### 2.2.4. Sélection adverse

L'aléa moral, l'aléa moral bilatéral, et l'aléa moral multitâches se réfèrent tous à des problèmes d'agence qui peuvent survenir après qu'un contrat est conclu entre un principal et un agent (ex post). Un autre type de problèmes d'agence peut également exister avant même qu'un contrat n'est signé (ex ante). Ce problème d'agence est désigné par le terme « sélection adverse »<sup>1</sup>.

Au niveau général du cadre contractuel, la sélection adverse caractérise le problème lié au fait que l'offre de différents types de contrats attire différents types de contreparties au contrat. Ce problème est bien illustré dans le contexte de l'offre de la dette non convertible contre le financement par actions ordinaires. Un investisseur qui offre un financement par dette attire un type d'entrepreneur différent d'un investisseur qui offre un financement par fonds propres.

Le fameux principe des « lemons », initié par Akerlof<sup>2</sup> dans le cadre de la théorie de la structure du capital est fondé sur l'idée que la forme de financement offerte par un investisseur attire le pire type possible d'entreprises pour cette forme de financement. La recherche théorique a bien établi les propositions qui stipulent qu'une offre de financement par actions ordinaires attire plus les entreprises à faibles rendements espérés, dénommées *lemons* (les coûts de sélection adverse des actions ordinaires), la dette et les actions de préférence non convertibles attirent plutôt les entreprises à forte variabilité de rendements, dénommées "*nuts*" (coûts de sélection adverse de la dette et des actions de préférence non convertibles), et les titres convertibles attirent les entreprises ayant une faible variabilité des rendements (coûts de sélection adverse des titres convertibles). Les investisseurs anticipent ces problèmes et structurent les contrats en conséquence<sup>3</sup>.

Les risques de sélection adverse existent en raison de l'asymétrie d'information induite par le fait que les entrepreneurs détiennent des informations que les capital-investisseurs ne disposent pas. Afin de comprendre la mesure dans laquelle les entrepreneurs peuvent avoir des informations que les capital-investisseurs n'ont pas, il est

---

<sup>1</sup> Les travaux fondateurs sur le problème de sélection adverse par George Akerlof, Michael Spence et Joseph Stiglitz ont été honorés par le partage du prix Nobel en sciences économiques en 2001 ([http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2001/](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/)). Le travail d'Akerlof (1970) a porté sur le contexte du marché des objets d'occasion (comme celui des voitures d'occasion). Le travail de Spence (1973) était dans le contexte de la signalisation sur le marché du travail. Le travail de Stiglitz était en grande partie dans le contexte des contrats (Stiglitz et Weiss, 1981).

<sup>2</sup> Akerlof, G. "The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500, 1970.

<sup>3</sup> Cumming, D. "Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.30, 155-184, 2006, p200.

---

nécessaire d'identifier et de distinguer les caractéristiques des entreprises qui sont observables pour le capital-investisseurs, telles que le stade de développement de l'entreprise et l'industrie à laquelle elle appartient. Toutefois, toutes les caractéristiques entrepreneuriales ne peuvent pas être totalement connues par les capital-investisseurs (intelligence de l'entrepreneur, ses capacités managériales, ses compétences scientifiques pour le développement de brevets et de procédés techniques pour l'entreprise, etc.). Par conséquent, les risques de sélection adverse existeront toujours, à des degrés divers en fonction des caractéristiques des entreprises que les capital-investisseurs peuvent identifier<sup>1</sup>.

### 2.2.5. *Free riding*

Le comportement de *free riding* est un problème d'agence rencontré dans le contexte des entreprises dans lesquelles l'effort de différents agents est substituable. Par exemple, dans le cadre d'un investissement en capital-risque syndiqué, un capital-risqueur peut être tenté de profiter gratuitement des efforts déployés par un autre investisseur syndiqué.

### 2.2.6. *Hold-up*

Le hold-up se réfère aux situations d'expropriation dans lesquelles il existe un pouvoir de négociation inégal entre les différentes parties d'un contrat. Les termes du contrat initial peuvent être renégociés si la partie ayant le plus grand pouvoir de négociation décide de procéder à un «hold-up» de l'autre partie.

Dans certaines situations, l'entrepreneur peut exproprier l'investisseur lorsque, par exemple, ce dernier apporte des capitaux considérables pour financer une entreprise dont l'entrepreneur est la seule personne capable d'assurer le succès. Ceci dit, si l'entrepreneur reçoit et accepte une offre d'emploi attrayante par une autre entreprise après avoir reçu un financement de l'investisseur, le projet d'entreprise est abandonné. Dans ce cas, l'entrepreneur est en mesure de renégocier les termes initiaux de l'investissement avec l'investisseur. Pour cette raison, de nombreux contrats de capital-investissement intègrent des termes selon lesquelles les stock-options de l'entrepreneur ne deviennent effectives qu'à partir de trois (ou plus) d'années après le contrat initial, ou à l'achèvement d'un certain objectif tel que l'aptitude de l'entreprise à aller en bourse.

L'investisseur peut, dans certains autres cas, exercer un holdup sur l'entrepreneur. Vu que pratiquement tous les investissements de capital-risque sont réalisés par étape, ce qui signifie que le capital est fourni périodiquement (allant de quelques mois à quelques années). Au deuxième tour de financement, l'investisseur peut exiger des termes beaucoup plus contraignants (du point de vue de l'entrepreneur) par rapport à ceux prévus au premier tour de table. L'entrepreneur peut être dans une position de faiblesse s'il n'est pas en mesure d'obtenir un financement externe auprès d'un autre investisseur. De plus, il est possible que l'entrepreneur soit soumis à des conditions contractuelles qui limitent sa capacité à obtenir un financement externe ailleurs. Dans l'ensemble, il existe un potentiel important pour les sociétés de capital-investissement d'exproprier les entrepreneurs, tout dépend de la façon dont les contrats sont structurés.

### 2.2.7. *Window dressing*

En terme général, les opérations de *window dressing* (ou encore *book cooking*) consistent à embellir les états financiers d'une entreprise afin de lui faire apparaître une meilleure façade par rapport à situation réelle. Une grande partie des fraudes d'entreprises

---

<sup>1</sup> Idem, p201.

sont une certaine forme de manipulations de comptes ou autres (le cas de Enron et de Arthur Anderson en est l'exemple). La manipulation des comptes présente généralement d'une part, des avantages à court terme (par exemple en attirant davantage de capitaux auprès d'investisseurs externes), mais d'autre part, des coûts à plus long terme (lorsque les investisseurs se rendent compte que la situation n'est pas tout à fait ce qu'elle semblait être initialement).

Dans le contexte des investissements de capital-risque par étape (*staged finance*), les entrepreneurs ont intérêt à rendre leurs entreprises aussi prospères qu'ils le peuvent pour s'assurer qu'ils perçoivent le prochain tour de financement de leurs investisseurs, et autant de fonds que possible. Les capital-investisseurs, à l'instar des entrepreneurs, peuvent également s'engager dans ce type d'opérations de manipulation pour faciliter leurs efforts de levée de fonds auprès d'investisseurs institutionnels, en exagérant, par exemple, sur les performances des investissements en cours, ou à travers le comportement de *grandstanding*<sup>1</sup> visant à construire une réputation sur la marché de capital-investissement.

### 2.3. Problèmes d'agence et valeur d'entreprise

D'un point de vue général, en dehors de la sphère du capital-investissement, les entreprises avec moins de problèmes d'agence anticipés ont des valeurs espérées plus élevées<sup>2</sup>. La littérature sur la structure optimale du capital et la valeur de l'entreprise est née avec Modigliani & Miller<sup>3</sup>, qui ont montré que, dans un monde idéal, en l'absence de taxes et des problèmes d'agence, la structure du capital est sans importance. L'intuition derrière cette proposition est facile à comprendre via la fameuse citation «Vous feriez mieux de couper la pizza en quatre morceaux, parce que je ne suis pas assez faim pour en manger six". En termes de financement d'une entreprise, la façon de diviser son capital entre les investisseurs ne modifie pas la valeur de l'entreprise.

Modigliani & Miller<sup>4</sup> ont publié par la suite une correction de leur hypothèse de départ avec la prise en compte, cette fois-ci, du fait que l'intérêt sur la dette est déductible d'impôt. En effet, les entreprises qui prennent plus de dette réduisent leur charge fiscale, d'où l'accroissement de la valeur de l'entreprise.

Toutefois, vu que les entreprises ne sont presque jamais financées à 100% par dette, le théorème de Modigliani & Miller, révisé en 1963, devient incomplet. Jensen & Meckling<sup>5</sup> affirment qu'il existe des coûts d'agence associés aux différentes structures de capital. Avec l'accroissement des coûts d'agence liés l'endettement (tout au long du risque de faillite), la valeur de l'entreprise finira par décroître à des niveaux excessifs de l'endettement.

La figure n°26 ci-dessous illustre la forme de la relation entre la valeur de l'entreprise et sa structure de capital pour chacune des hypothèses développées ci-dessus.

---

<sup>1</sup> Le comportement de *grandstanding* est particulièrement observé chez les jeunes sociétés de capital-risque qui ont tendance à introduire leurs sociétés investies en bourse d'une manière précoce. Voir Hibara, N. (2004) pour une étude empirique sur les pratiques démagogiques à visée réputationnelle (introduction en bourse précoce et sous-évaluation) des capital-investisseurs sur les marchés boursiers émergents.

<sup>2</sup> Pour le travail séminal sur ce sujet, voir Jensen & Mackling (1976) et Jensen (1986).

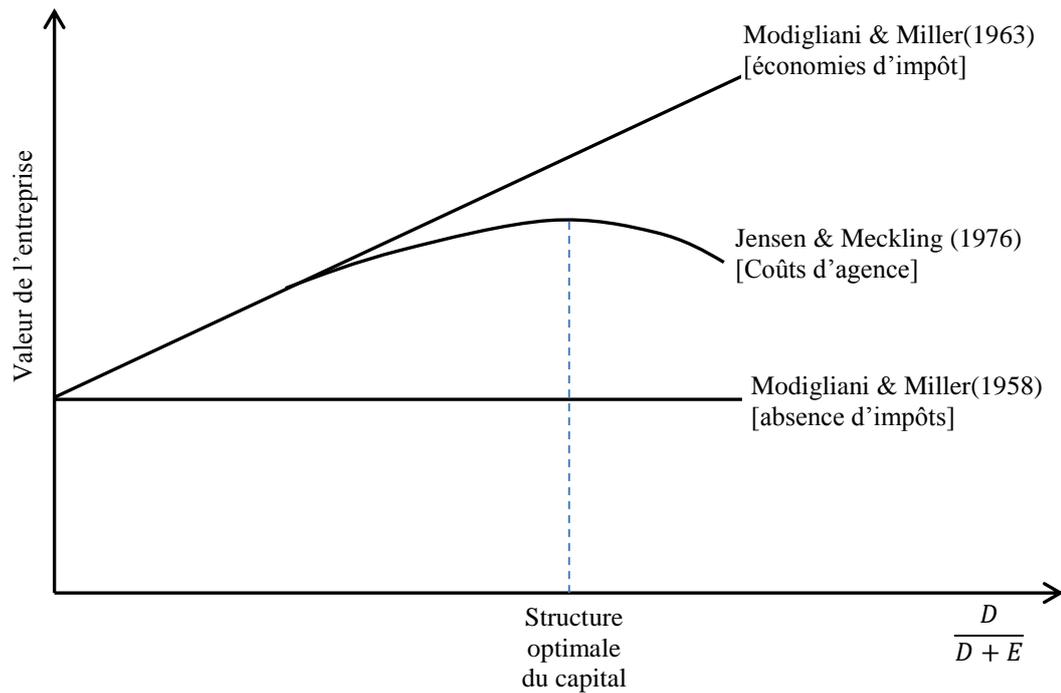
<sup>3</sup> Modigliani, F., & Miller, M. H. *Op-cit.*, 1958.

<sup>4</sup> Modigliani, F., & Miller, M. H. "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *The American economic review*, 53(3), 433-443, 1963.

<sup>5</sup> Jensen, M. C., & Meckling, W. H. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360, 1976.

---

Figure n° 26 : Structure de capital et valeur d'entreprise



Source : Cumming, D. J., & Johan, S. A., *Op-cit.* 2009, p 45.

Dans le contexte des contrats, les coûts d'agence correspondent à la différence entre le rendement espéré d'un contrat d'agence efficace et le rendement effectif, étant donné que les dirigeants sont enclins à agir davantage dans leur propre intérêt que dans celui des actionnaires<sup>1</sup>. De manière classique, les conflits d'intérêts entre les deux partenaires impliquent des coûts d'agence que l'on peut classer en quatre catégories :

- Les coûts de surveillance (*monitoring costs*) : ces coûts résultent des différents mécanismes de contrôle et d'incitation mis en place par le principal pour orienter l'action de l'agent. Dans un financement par capital-investissement, ces coûts sont particulièrement importants dans le sens où ils intègrent aussi les coûts liés au suivi engagé par le capital-investisseur envers les dirigeants des entreprises en portefeuille.
- Coûts d'obligation (*bonding costs*) : ces coûts sont particulièrement liés aux démarches informationnelles menées par l'agent lui-même pour communiquer sur ses actions, afin de mettre le principal en confiance. Ils résultent principalement de la rédaction par l'entreprise de rapports financiers et de la réalisation d'audits par des experts extérieurs à l'entreprise.
- Coûts d'opportunité, dénommé pertes résiduelle (*residual loss*), qui s'assimile à la perte d'utilité subie par le principal par suite d'une divergence d'intérêt avec l'agent, comme le coût subi par le principal suite à une gestion par l'agent défavorable aux intérêts de celui-ci. Ainsi, malgré le contrôle et l'engagement, il subsistera toujours une certaine divergence entre les décisions prises par l'agent et celles qui maximiseraient le bien-être du principal.
- Tel que mentionné par Jensen & Meckling, précité, il faut rajouter à la liste explicite ci-dessus les coûts de coopération qui sont évalués de manière symétrique. Ainsi, une

<sup>1</sup> Pike, R., & Neale, B., *Op-cit.*, 2006, p11.

relation de coopération n'empêche pas l'existence d'intérêts divergents entre les acteurs qui contribuent au financement de l'entreprise (actionnaires, créanciers...) voire même la présence de conflits entre eux. Ils puisent principalement leurs sources d'une part, dans le niveau de ressources que chaque acteur doit consacrer à la coopération et d'autre part, dans le partage de la valeur créée.

### 3. Mécanismes de gouvernance des conflits d'intérêts

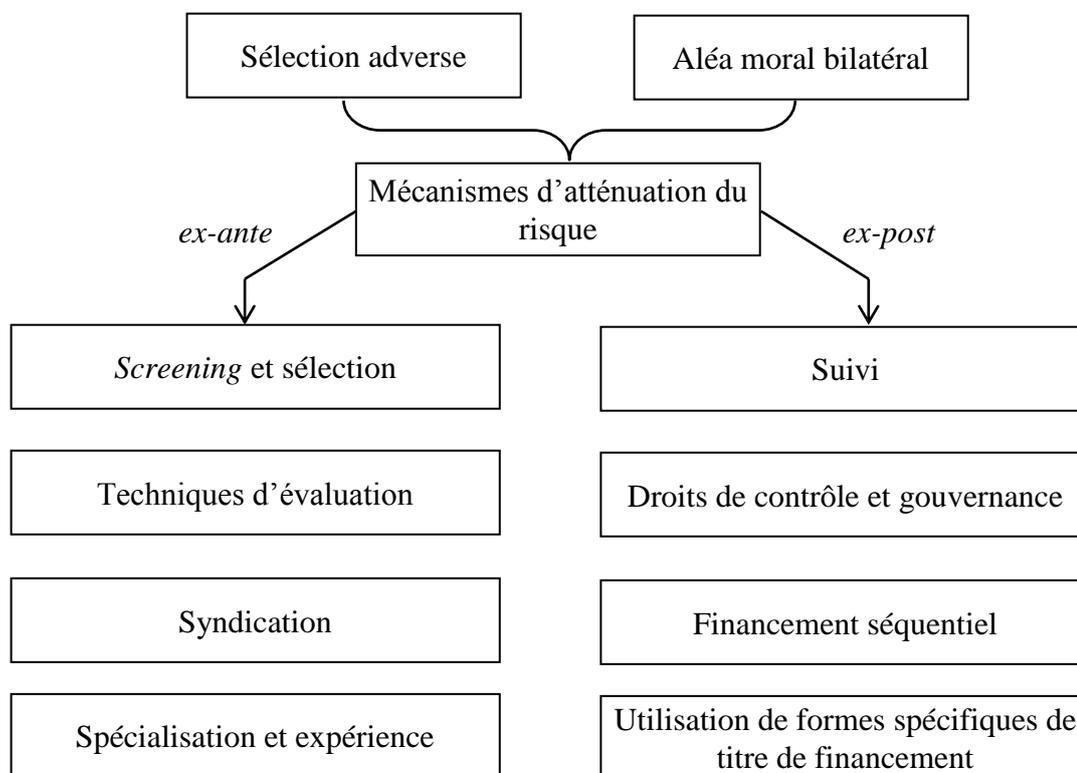
Trois classes de mécanismes sont employées pour la gouvernance de la relation de financement par capital-investissement, tout dépend du stade auquel est initiée la relation.

#### 3.1. Typologie des mécanismes de gouvernance

Le risque d'investissement et la présence de l'asymétrie d'information augmentent les coûts d'agence auxquels sont confrontés les capital-investisseurs en termes de sélection, suivi et structuration de leurs engagements. En l'absence de mécanismes de contrôle appropriés, l'asymétrie d'information peut conduire aux problèmes de sélection adverse et d'aléa moral. Pour atténuer ces problèmes, les capital-investisseurs doivent consacrer une grande quantité de temps et d'efforts pour la conception de mécanismes adaptés en vue d'inciter l'entrepreneur à agir dans les meilleurs intérêts de l'entreprise et du capital-investisseur.<sup>1</sup>

Les mécanismes généralement adoptés par les capital-investisseurs selon le stade de financement peuvent être classifiés, comme illustré par la figure ci-dessous, en trois catégories : les mécanismes ex-ante, les mécanismes ex-post et la forme de financement.

**Figure n° 27 : Mécanismes de mitigation du risque**



Source : Cumming, D., *Op.cit.*, 2012, p159.

<sup>1</sup>- Cumming, D. *The Oxford handbook of private equity*, Oxford University Press, NY, USA, 2012, p159.

La littérature économique et les résultats empiriques traitant de cette thématique montrent que les investisseurs en capital-investissement ont développé diverses stratégies spécifiques pour atténuer les risques et problèmes d'agence y afférents: *screening*, suivi, syndication, financement séquentiel (*stage finance*), contrats et mécanismes de financement (visant à influencer et inciter le comportement de l'agent, et atténuer le problème de l'aléa moral bilatéral en allouant séparément les droits de contrôle et les droits aux cash-flows)<sup>1</sup>.

### 3.2. Mécanismes *ex-ante*

Avant de fournir le financement, les capital-investisseurs mettent en place plusieurs mécanismes en vue de bien choisir les bonnes affaires, particulièrement à travers les activités de filtrage (*screening*), évaluation, syndication et spécialisation.

- Les capital-investisseurs consacrent beaucoup d'efforts et de temps pour le filtrage des propositions d'investissement afin d'en sélectionner les plus attrayants. La littérature empirique internationale montre que les capital-investisseurs ont tendance à mettre l'accent particulièrement sur la qualité de l'équipe de gestion, le caractère unique de l'opportunité, et les termes de gouvernance de l'investissement.
- Les techniques d'évaluation adoptées par les capital-investisseurs sont un moyen de limiter la portée de l'incertitude inhérente aux projets d'investissement. Des études empiriques ont montré, entre autres, que le modèle des cash-flows actualisés est le plus utilisé par les capital-investisseurs, les techniques d'évaluation peuvent varier selon les systèmes juridiques et que les anticipations des investisseurs sur l'existence potentielle de problèmes d'agence peuvent avoir un impact considérable sur l'évaluation des entreprises.<sup>2</sup>
- Un autre mécanisme d'atténuation des risques est représenté par la syndication qui consiste à organiser le financement autour d'une syndication d'investisseurs, qui selon Lockett & Wright<sup>3</sup> et Manigart et al.<sup>4</sup>, se base non seulement sur le besoin des investisseurs de réduire le risque de sélection adverse mais aussi de partager le risque global d'investissement et d'accroître la diversification du portefeuille. Cumming<sup>5</sup> montre empiriquement que la syndication, comme technique de partage de risque, permet d'atténuer les problèmes de sélection adverse et d'aider le capital-investisseur dans la sélection de projets de qualité supérieure.
- La spécialisation et l'expérience industrielle antérieure des capital-investisseurs jouent un rôle crucial dans le succès de l'investissement dans le sens où les investisseurs généralistes sont associés à de plus faibles performances des entreprises investies, particulièrement à cause de la mauvaise allocation des fonds entre les industries ainsi que la sélection inefficace des projets d'investissement.<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup> Voir par exemple (Kaplan, S. N., & Strömberg, P. "Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts", *The Review of Economic Studies*, 70(2), 281-315, 2003).

<sup>2</sup> Selon l'étude de Hartmann-Wendels *et al.* (2008), lorsque les investisseurs s'attendent à faire face à des coûts d'agence élevés entraînés par des dirigeants inexpérimentés, la valeur de l'entreprise diminue considérablement (environ 30 %).

<sup>3</sup> Lockett, A., & Wright, M. "The syndication of venture capital investments", *Omega*, 29(5), 375-390, 2001.

<sup>4</sup> Manigart, S., Lockett, A., Meuleman, M., Wright, M., Landström, H., Bruining, H., & Hommel, U. "Venture capitalists' decision to syndicate", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(2), 131-153, 2006.

<sup>5</sup> Cumming, D., *Op-cit.*, 2006.

<sup>6</sup> Gompers, P., Kovner, A., & Lerner, J. "Specialization and success: Evidence from venture capital", *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(3), 817-844, 2009.

---

### 3.3. Mécanismes ex-post

Une fois que le capital-investisseur a identifié les entreprises les plus attractives, l'étape du financement suit dans le processus d'investissement. A cette étape, l'élaboration des contrats financiers, les droits de contrôle et les mécanismes de gouvernance jouent un rôle crucial dans l'atténuation des problèmes d'agence entre le capital-investisseur et l'entrepreneur, tout en fournissant à ce dernier les incitations pour agir dans le meilleur intérêt du capital-investisseur et de l'entreprise.

- Le suivi et la gouvernance exercés par les capital-investisseurs sur leurs entreprises financées représentent un mécanisme d'incitation et d'atténuation des risques. En effet, les capital-investisseurs sont des actionnaires actifs qui offrent un soutien managérial et des services à valeur ajoutée, et occupent une forte position de gouvernance en siégeant au conseil d'administration de leurs entreprises qu'ils soutiennent.
- Les capital-investisseurs peuvent adopter différents types de droits de contrôle : le contrôle sur les décisions de production et de marketing, le pouvoir de recrutement ou de licenciement du dirigeant, le pouvoir d'avoir un contrôle au sein du conseil d'administration, et les droits de veto sur certaines décisions particulières (telles que l'émission de titres, les possibilités de fusion/acquisition ou les décisions de dépenses substantielles d'investissement). Pour intéresser financièrement l'entrepreneur aux résultats de l'entreprise et assurer ainsi, le succès du projet, les capital-investisseurs mettent souvent en place des procédures permettant à l'entrepreneur d'accroître sa part de capital s'il atteint ou dépasse les objectifs prévus au départ. En pratique, ces procédures sont de diverses formes : bons de souscription d'actions détachés ou attachés à des actions, rétrocession à titre gracieux d'actions, obligations convertibles simples ou à parité de conversion variable en fonction d'objectifs de rentabilité, ou encore les stock-options<sup>1</sup>.
- Un autre mécanisme d'incitation souvent adopté par les capital-investisseurs est représenté par le financement séquentiel (*stage* ou *round financing*) qui consiste à échelonner les apports en fonds propres en plusieurs « tours de table », ce qui permet aux capital-investisseurs de surveiller l'état d'avancement du projet et l'entreprise. En arrangeant les apports de capitaux de manière à ce que chaque tranche de financement soit conditionnelle à un certain objectif particulier, le capital-investisseur détient l'option d'abandonner le projet. La possibilité d'abandonner l'entreprise par le capital-investisseur peut être perçue comme une menace pour l'entrepreneur, qui est ainsi encouragé à maximiser l'effort et travailler pour les meilleurs intérêts de l'entreprise. Néanmoins, la technique du financement séquentiel peut aussi avoir des « effets secondaires » et échoue parfois de servir comme un mécanisme d'incitation, en ce sens que ce mécanisme est susceptible d'induire l'entrepreneur à se livrer à des comportements opportunistes (habillage de la réalité ou fausses déclarations), ou privilégier les impératifs de performance de court terme, de manière à percevoir le prochain tour de financement.
- Les capital-investisseurs peuvent également se servir de formes spécifiques de financement (dettes, actions, ou titres hybrides), en fonction du contexte institutionnel et des caractéristiques de l'entreprise, afin d'inciter l'entrepreneur et atténuer l'impact des problèmes d'agence.

---

<sup>1</sup>- Cherif, M. *Ingénierie financière & private equity*, Revue Banque, Paris, France, 2003, p169.

---

## Sous-section 2.

Pour appuyer leur quête de ressources *Business plan* et *due diligence* de financement viables auprès des capital-investisseurs, les entreprises mettent à la disposition de la société de capital-investissement un *business plan* lui permettant d'appréhender les perspectives de développement de l'entreprise et de ses potentiels de création de la valeur.

### 1. Le *business plan*

Que ce soit pour la création d'une nouvelle entreprise, la croissance d'une entreprise existante organiquement ou par acquisitions, ou entreprendre un *management buy-Out*, le *business plan* est nécessaire comme point de départ de l'opération. C'est un document essentiel pour les entrepreneurs, les dirigeants/propriétaires et les équipes de gestion afin d'évaluer formellement les besoins du marché et la concurrence, examiner les forces et les faiblesses de l'entreprise, identifier ses facteurs-clés de succès et quelles stratégie, tactiques et actions doivent être menées en vue de réaliser une croissance rentable. Il peut être utilisé pour convenir et fixer des objectifs pour l'entrepreneur et son équipe de gestion et combler les lacunes dans l'équipe, aider à planifier la relève, examiner et aider à rationaliser ou réorganiser les opérations existantes et maximiser les ressources financières internes. Le *business plan* est un document de travail pratique important qui doit être révisé régulièrement par l'entrepreneur et son équipe et mis à jour.<sup>1</sup>

Ainsi, un *business plan* ne doit pas être préparé seulement dans le but de lever des fonds. Dans le contexte de levée de fonds, l'objectif principal du document, du point de vue de l'entrepreneur, est de commercialiser une proposition d'affaires aux fournisseurs de financements, y compris les investisseurs privés. Dans le domaine de capital-investissement, le *business plan* s'est imposé comme le support de négociation entre la société de capital-investissement et les dirigeants/propriétaires de l'entreprise à financer. C'est un document qui présente le projet à financer, les moyens à mettre en œuvre et les perspectives financières à terme. Il vise ainsi à monter aux investisseurs potentiels que s'ils décident d'investir dans l'entreprise, l'entrepreneur et son équipe leur fourniront une opportunité unique pour participer à la réalisation d'un excellent retour sur leur investissement.

Le tableau n°22 récapitule les différentes rubriques généralement attendues dans tous plan de développement, et les types d'informations qui leur sont attachées.

**Tableau n° 22 : Les informations du *business plan***

	<b>Rubriques</b>	<b>Principales informations</b>
1	Le résumé opérationnel	Il doit contenir des informations qui incitent l'investisseur à continuer la lecture du <i>business plan</i> : date de création, coordonnées de l'entreprise, secteur, produit, marché, management, objectifs visés (part de marché, chiffres d'affaires, position concurrentielle...). Quel financement ? quel pourcentage du capital ? quelle rentabilité attendue ?...
2	Le projet	- L'historique du projet : présentation des principales évolutions qu'a connu l'entreprise.

<sup>1</sup>- Arundale, K. Raising venture capital finance in Europe: A practical guide for business owners, entrepreneurs and investors, Kogan Page Publishers, London, UK, 2007,

		<ul style="list-style-type: none"> <li>- La genèse et les fondements du projet : développement de nouveaux produits sur le même marché, diversification, croissance interne ou externe.</li> </ul>
3	L'environnement économique	<p>La présentation se fait en mettant en avant les différentes composantes de l'environnement et leurs évolutions :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Opportunités et menaces du macro-environnement et du méso-environnement.</li> <li>- Les secteurs d'activités, les branches.</li> <li>- Les évolutions conjoncturelles et les cycles d'activités.</li> <li>- Les facteurs explicatifs de ces évolutions conjoncturelles.</li> <li>- La taille et la croissance du marché.</li> <li>- Les barrières l'entrée du secteur.</li> </ul>
4	Le marché	<p>L'entrepreneur se doit de produire une présentation opérationnelle et exhaustive des évolutions du marché :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- La demande (le client, habitudes de consommation lieu d'achat...).</li> <li>- L'offre (structure de l'offre, orientation géographique...).</li> <li>- La concurrence (qui sont les concurrents ?, taille, chiffre d'affaires, image de marque, forces et faiblesses, stratégies, entrants potentiels).</li> <li>- Les produits substituables.</li> </ul>
5	L'offre produit/service	<p>Une présentation complète des produits ou services :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Le produit et son utilité.</li> <li>- Le degré d'innovation .</li> <li>- Les avantages concurrentiels amenés par le produit.</li> <li>- La protection du produit (brevets,...).</li> <li>- La création d'une gamme de produits.</li> </ul>
6	Les objectifs	<p>Le porteur de projet doit montrer les différentes options stratégiques recherchées dans lesquelles se fonde le projet :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Les objectifs en termes de parts de marché.</li> <li>- Les objectifs financiers (chiffre d'affaires, niveau de rentabilité ...).</li> <li>- Les autres objectifs (image de marque, motivation du personnel...).</li> </ul>
7	Les ressources humaines et organisationnelles de l'entreprise	<p>L'entreprise doit démontrer qu'elle dispose de ressources capables de mener le projet de développement :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- La présentation de l'équipe managériale, des actionnaires, des administrateurs, des fondateurs....</li> <li>- La démonstration des qualités du management : connaissance du secteur, expérience, ....</li> <li>- L'organigramme de la société.</li> <li>- Les systèmes de rémunération (intéressement des salariés, stock-options...).</li> <li>- Les compétences à l'extérieur de l'entreprise.</li> <li>- L'appartenance à des réseaux scientifiques, commerciaux...</li> </ul>

8	Le plan opérationnel	L'investisseur attend dans cette rubrique la déclinaison opérationnelle du projet : - Le plan de production. - Le plan marketing. - La mise en place d'une nouvelle structure organisationnelle. - L'établissement de nouveaux modes de gestion.
9	Le plan financier	Les informations financières doivent s'orienter autour de trois pôles : les besoins financiers, l'utilisation des ressources financières et l'espérance de rentabilité du projet (rentabilité financière, valorisation de l'entreprise et plus-value escomptée). L'entreprise devra fournir : - Les documents comptables (bilan, compte de résultat, et annexes). - Les tableaux de financement. - L'évolution de principaux budgets (trésorerie...) compte tenu des différents scénarii opérationnels. - Le plan de financement. - Les estimations des ressources et besoin financiers.

Source : Stéphany, E., *Op-cit.*, 2003, pp107-108.

## 2. Due diligences

Le business plan, élaboré par l'entreprise, fourni aux investisseurs des informations sur le potentiel de l'entreprise du point de vue de ses dirigeants/propriétaires. Vu l'asymétrie d'information et les risques de sélection adverse, les capital-investisseurs engagent une vaste procédure élaborée de recherche d'information en vue, entre autres, de vérifier l'authenticité du contenu du *business plan*.

Selon Howson<sup>1</sup>, il n'existe ni une définition de dictionnaire ni une définition légale de la *due diligence*, mais elle peut être considérée, d'un point de vue juridique, comme un processus d'enquête et d'investigation mené par un acheteur éventuel afin de confirmer qu'il achète bien ce qu'il souhaite acquérir.

La *due diligence* comme étant « l'art d'apprécier une opportunité d'investissement, en termes de potentiel et risque. L'appréciation de la création de valeur et l'estimation de son avantage durable sont au cœur de l'activité de *due diligence* »<sup>2</sup>. Le terme, tiré de la terminologie anglo-saxonne, se réfère à l'ensemble des activités, réalisées par le capital-investisseur, nécessaires pour parvenir à une évaluation finale et analyse de l'état actuel de l'entreprise et son potentiel futur. L'activité de *due diligence* contribue à la protection du capital de tiers investis par des investisseurs institutionnels.

Cette activité, bien que présente pendant toutes les phases de négociation, s'intensifie dans la phase entre la signature de la lettre d'intention et la signature du contrat final. Le capital-investisseur peut l'entreprendre directement par ses propres structures ou la confier à des professionnels sélectionnés, des experts dans des domaines industriels et commerciaux spécifiques.

<sup>1</sup>- Howson, P. *Due diligence: The critical stage in mergers and acquisitions*, Gower Publishing, England, 2003, p4.

<sup>2</sup>- Ramsinghani, M., *Op-cit.*, 2014, p213.

Une bonne progression de la *due diligence* garantit un *closing* plus rapide des négociations et permet au capital-investisseur d'acquérir toutes les informations nécessaires pour procéder à l'investissement d'une manière professionnelle, en évitant l'apparition ultérieure de défis et situations litigieuses.

Le processus de la *due diligence* couvre des domaines tels que l'historique des opérations de l'entreprise, les déclarations factuelles incluses dans le plan d'affaires, les hypothèses sur lesquelles les projections financières sont basées, en regardant dans les milieux et les capacités de l'équipe de gestion (y compris en prenant des références), une évaluation de la technologie impliquée le cas échéant et le produit ou le service, l'examen du potentiel de marché pour le produit ou le service et le processus de production et des opérations. Ainsi, plusieurs types de *due diligences* sont identifiés dans la littérature selon le domaine concerné, particulièrement relatifs aux aspects juridique, financier, commercial, opérationnel, environnemental et managérial.<sup>1</sup>

Ramsinghani<sup>2</sup> récapitule une check-list qui peut être utilisée comme un plan simplifié pour évaluer l'opportunité et développer la thèse d'investissement. Ces critères sont présentés avec leur implication pour le capital-investissement dans.

**Tableau n° 23 : Check-list de la *due diligence***

Critères	Description
Produit ou service	Le produit ou le service est décrit complètement et de façon concise. Le besoin du produit ou du service est évident. Le stade de développement (prototype, premier client, plusieurs clients) est identifié. Une feuille de route de développement est incluse.
Clients, revenus et modèle de développement	La proposition de valeur aux clients est quantifiable, élevée, et reconnaissable. Le besoin du marché est établi, et le client a une urgence d'agir. Les niveaux de prix des produits sont identifiés, ainsi que les marges bruts et les coûts.
Taille du marché	La taille actuelle du marché est estimée. C'est un marché important et en croissance, quantifiable à un certain degré.
Management	Les membres clés de l'équipe ont l'expertise et les compétences nécessaires pour gérer ce type d'entreprise. Y a-t-il une clarté sur des ressources supplémentaire et le calendrier de recrutement? Quels sont les lacunes importantes de l'équipe?
Concurrents et avantage concurrentiel	Le produit ou le service est meilleur que celui du concurrent vu ses caractéristiques et / ou son prix. Est-ce que la concurrence actuelle et future est identifiée et évaluée pour une faiblesse ou des barrières importantes?
Efficacité du capital et création de valeur	Un tableau d'événements jalon raisonnable avec les générateurs de valeur, la date, et les besoins en capital est élaboré.

<sup>1</sup>- Yates, G., & Hinchliffe, M. *A practical guide to private equity transactions*, Cambridge University Press, NY, USA, 2010, pp34-45.

<sup>2</sup>- Ramsinghani, M., *Op-cit.*, 2014, p 215.

Finance	Les plans sont-ils fondés sur des hypothèses réalistes avec des rendements raisonnables? Contiennent-ils des prévisions raisonnables et justifiables pour deux à trois ans avec des hypothèses expliquées?
Hypothèses de sortie	Y a-t-il un délai de sortie raisonnable? Y a-t-il un minimum de clarté sur l'univers cible des acquéreurs?

Source : Ramsinghani, M., *Op-cit.*, 2014, p215.

### Sous-section 3. Package contractuel

Contractuellement parlant, les deux documents les plus communément prévus pour concrétiser les termes de la relation de financement sont la *term sheet* et le pacte d'actionnaires. De plus, les capital-investisseurs préfèrent certaines structurations financières qui leur servent des mécanismes de gouvernance et de gestion de risques.

#### 1. Objet du Package contractuel

Le "package contractuel" définit l'engagement de l'investisseur à l'entreprise qu'il finance par capital-investissement. Il impacte et soutient la création de valeur et permet d'allouer les droits et devoirs entre le fonds d'investissement et l'entreprise, faciliter la gestion et le contrôle et identifier la combinaison adéquate entre risque et rendement. Sa conception se développe à travers trois approches différentes : le choix du véhicule d'investissement approprié (investissement direct ou via une holding), de la stratégie de financement à mettre en place (syndication et/ou dette) et les aspects financiers de l'engagement (classes de titres, politiques de paiement, règles de gouvernance)<sup>1</sup>.

Le processus d'élaboration des contrats est probablement la partie la plus critique du processus d'investissement, en ce sens que les contrats seront la base de la compréhension et la relation entre l'entreprise et le gestionnaire du fonds d'investissement<sup>2</sup>. Les contrats qui sont généralement mis sur table et négociés au cours du processus d'investissement comprennent la *term sheet*, le pacte d'actionnaires, et la convention de souscription.

#### 2. La *term sheet*

Une *term sheet* définit les termes potentiels de la transaction, sans pour autant être nécessairement un contrat juridiquement contraignant. Au contraire, il est utilisé pour établir les points de consensus avant que les parties contractantes mettent leurs avocats à travailler sur le contrat de partenariat formel. L'utilisation d'une *term sheet* non seulement permet à l'entrepreneur d'avoir une compréhension claire de ce que seront les termes éventuels et permettre, ainsi, aux parties de poursuivre les négociations, mais plus important encore, elle épargne les parties contractantes des frais juridiques sous forme de coûts de rédaction de contrats formels.<sup>3</sup>

Une *term sheet* est également assimilée à une lettre d'intention adressée à une entreprise en quête de financement par une société de capital-investissement afin de définir

<sup>1</sup>- Caselli, S. *Op-cit.*, 2010, p138.

<sup>2</sup>- Cumming, D. J., & Johan, S. A. *Op-cit.*, 2014, p313.

<sup>3</sup>- Idem, p314.

les termes proposés pour une transaction d'investissement entre les deux parties<sup>1</sup>. Une *term sheet* a deux fonctions importantes: elle résume tous les termes financiers et juridiques importants liés à une transaction envisagée; et quantifie la valeur de la transaction ou le financement du capital-investissement. Si les termes d'un financement tels que détaillés dans la *term sheet* sont convenus par l'entrepreneur et l'investisseur qui la présente, le document sert ensuite de base permettant de rédiger les documents juridiques relatifs à la classe des titres envisagés par le financement et apporter des modifications aux statuts de la société selon le besoin.

Les termes de la *term sheet* sont intégrés au pacte d'actionnaires à la fin du processus de négociation. Il est préférable pour la *term sheet* d'être aussi détaillées et sans ambiguïtés que possible afin qu'il n'y ait pas de surprises une fois que le pacte d'actionnaires éventuel rédigé et soumis à l'approbation des parties contractantes. Malgré son utilisation généralisée dans la sphère du capital-investissement, il n'existe pas de *term sheet* standard et les détails et la qualité de sa rédaction varient d'un pays à un autre, à l'intérieur du même pays et d'une entreprise à une autre. Toutefois, on peut s'attendre à ce qu'une *term sheet* couvre les domaines suivants<sup>2</sup>:

- Montant à investir, instruments financiers (par exemple les actions de préférence convertibles), évaluation, structure du capital.
- Droits de préférence lors de la liquidation, droits aux dividendes, droits de conversion, protection anti-dilution, droits de rachat, *lock-ups*, droits de préemption.
- Composition du conseil d'administration, droits de consentement, droits d'information.
- Garanties, attribution de droits, lot d'options, repères de performance.
- Confidentialité, exclusivité, frais, conditions préalables.

### 3. Le pacte d'actionnaires

#### 3.1. Définition du pacte d'actionnaires

Le pacte d'actionnaires est le contrat juridiquement contraignant entre les actionnaires d'une société, il sert à établir les nouveaux termes de la relation entre les actionnaires avec l'inclusion de l'actionnaire capital-investisseur.<sup>3</sup>

Le pacte d'actionnaires est également défini comme étant « le document essentiel qui fixe les modalités et la nature des relations entre le groupe entrepreneur et le groupe investisseur »<sup>4</sup>. Son utilisation croissante est liée à une évolution de la perception de la liberté contractuelle dans le droit des sociétés permettant à tous ou une partie des actionnaires d'organiser leurs relations au sein de la société, dans la limite de la loi<sup>5</sup>. Nonobstant certaines controverses doctrinales et jurisprudentielles<sup>6</sup>, la pratique consistant à

---

<sup>1</sup> Wilmerding, A., Term Sheets and Valuations: An Inside Look at the Intricacies of Term Sheets & Valuations, Aspatore Books, USA, 3<sup>rd</sup> Ed, 2003, p7.

<sup>2</sup> Pour une présentation détaillée de ces éléments constitutifs de la lettre d'intention, voir Arundale (2007, pp236-244).

<sup>3</sup> Cumming, D. J., & Johan, S. A. Op-cit., 2014, p314.

<sup>4</sup> Stéphany, É. Op-cit., 2003, p132.

<sup>5</sup> Poitral, F. D. Le capital-investissement: guide juridique et fiscal, Revue Banque, Paris, France, 4<sup>ème</sup> Ed, 2010, p348.

<sup>6</sup> D'après Poitral (2010), la validité des pactes d'actionnaires, en tant que conventions extrastatutaires, a parfois été contesté en termes, particulièrement, de leur applicabilité limitée aux seuls signataires et, ainsi, de leur inopposabilité aux statuts de la société qui s'appliquent à tous les actionnaires.

« acter » dans un pacte extrastatutaire les « règles du jeu » entre actionnaires s'est développée est généralisée depuis les années 1970. Son succès est dû à deux avantages essentiels par rapport aux statuts (qui restent obligatoires) :

- Les pactes d'actionnaires sont confidentiels alors que les statuts sont accessibles à tous.
- Tandis que les statuts lient la totalité des actionnaires, les pactes d'actionnaires peuvent ne concerner que certains d'entre eux.

Les pactes d'actionnaires visent essentiellement, en sus de certaines clauses particulières, deux objectifs :<sup>1</sup>

- Contrôler la géographie du capital.
- Organiser les pouvoirs de l'investisseur minoritaire.

### 3.2. Contrôle de la géographie du capital

Cette fonction se réfère aux diverses clauses afférentes au contrôle entre investisseur et entrepreneur des cessions d'actions et des risques de dilutions de la participation de l'investisseur. Les principales clauses servant cette finalité sont résumées dans le tableau n°24 ci-dessous.

**Tableau n° 24 : Clauses de contrôle**

<b>Clauses</b>	<b>Objectifs</b>
Inaliénabilité	Interdire aux dirigeants de la société la cession de toutes ou une partie de leurs actions pendant un certain temps.
Agrément	Empêcher l'un des actionnaires de la société de céder ses actions à des tiers non agréés.
Préemption et préférence	Donner droit aux actionnaires actuels d'acquérir les actions détenues par d'autres actionnaires, afin d'empêcher l'arrivée d'un actionnaire indésirable et d'assurer une stabilité du capital.
Sortie conjointe	Engager l'actionnaire majoritaire à donner à un minoritaire la possibilité de céder ses titres dans les mêmes conditions que les siennes.
Anti-dilution	Garantir au capital-investisseur le maintien de sa participation en cas d'augmentation de capital ou de fusion.
Retrait	Donner droit au capital-investisseur de se retirer, dans certaines situations, et engage le majoritaire à acheter ses actions.

*Source : Elaboré à partir de Poitrinal, F. D. Op-cit., pp351-363.*

### 3.3. Organisation du pouvoir des actionnaires minoritaires

Certaines clauses du pacte d'actionnaires servent à l'actionnaire minoritaire pour structurer et suivre sa participation. Le tableau n°25 ci-dessous récapitule les clauses les plus importantes dans cette catégorie avec les objectifs généralement poursuivis par les capital-investisseurs dans la gestion de leur position d'actionnaire.

<sup>1</sup> Idem, pp349-372.

Tableau n° 25 : Clause d'organisation du pouvoir des minoritaires

Cluses	Objectifs
Information	Organiser un <i>reporting</i> spécifique pour le capital-investisseur, selon une périodicité contractuellement définie.
Consultation préalable	Engager le dirigeant à consulter le capital-investisseur sur certaines décisions qui touchent à sa position et son statut au sein de la société.
Autorisation préalable	Imposer l'accord du capital-investisseur ou l'organe dans lequel il siège sur certaines décisions qui touchent à sa position et son statut.
Sortie pactée	Assurer que les différents acquéreurs des titres des parties au pacte d'actionnaires deviendront aussi parties à ce pacte.
Non-concurrence	Limiter dans le temps et dans l'espace la possibilité pour le dirigeant sortant de participer au capital de sociétés concurrentes ou d'y exercer la moindre fonction de management.

Source : Elaboré à partir de Poitrinal, F. D., *Op-cit.*, 2010, pp363-372.

#### 4. Instruments financiers

Les parties d'un contrat de financement par capital-investissement mettent en place des montages financiers permettant le financement et la gestion de certains aléas caractéristiques de cette relation.

##### 4.1. Rôle des instruments financiers

Comme déjà mentionné par rapport aux modes de gouvernance des entreprises soutenues par capital-investissement, les capital-investisseurs peuvent utiliser des formes spécifiques de financement (dettes, actions, ou titres hybrides), en fonction du contexte institutionnel et des caractéristiques de l'entreprise, afin d'inciter l'entrepreneur et atténuer l'impact des problèmes d'agence. Lors de la procédure d'évaluation, les capital-investisseurs et les dirigeants choisissent les véhicules de financement en réponse aux éventuels conflits d'agence et aux coûts d'agence qui en découlent.

Toutefois, le débat sur la forme de financement comme mécanisme de gouvernance est toujours d'actualité, particulièrement à propos des divergences constatées d'une part, entre la théorie et les pratiques et d'autre part, en termes de diversité des pratiques d'un environnement à un autre. Or, au moment où l'utilisation de la dette est souvent considérée comme un mécanisme incitatif puissant pour les dirigeants afin de réduire les coûts d'agence et aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires (le « rôle disciplinaire de la dette »), un volume croissant de littérature économique sur les contrats financiers des capital-investisseurs comprend des modèles théoriques qui recommandent les titres hybrides comme moyen de réduire les coûts d'agence et d'atténuer l'asymétrie d'information entre les sociétés de capital-investissement et leurs entreprises en portefeuille, en identifiant un plan contractuel optimal basé sur l'utilisation de titres convertibles.

Ces modèles théoriques ont tendance à converger vers un résultat escompté commun:

les titres convertibles, particulièrement lorsqu'ils sont accompagnés de la clause de conversion automatique, semblent être le plan contractuel optimal pour remédier aux conflits d'agence entre capital-investisseurs et entrepreneurs, et mieux gérer les risques de sélection adverse et d'aléa moral.<sup>1</sup>

Ceci dit, les résultats empiriques sont toutefois hétérogènes, ouvrant un débat sur les déterminants du choix de la forme de financement adoptée par les capital-investisseurs. A cet égard, les données empiriques des Etats-Unis d'Amérique, en ligne avec les implications et les prévisions mises en évidence par la majorité des modèles théoriques sur les contrats de capital-investissement, montrent que les titres convertibles, plus particulièrement les actions de préférence convertibles, représentent la forme la plus couramment utilisée dans le financement des investissements en capital-risque. Tandis que les marchés canadien, européen et en voie de développement fournissent des résultats différents, en ce sens que les titres convertibles ne représentent pas la forme prédominante de financement mais, au contraire, un grand nombre de titres financiers sont adoptés par les capital-investisseurs<sup>2</sup>.

L'investissement dans des entreprises non cotées peut prendre diverses formes, y compris la dette, la dette convertible, les actions de préférence, les actions de préférence convertibles, les actions ordinaires et les bons de souscription, ou toute combinaison de ces instruments. La dette non convertible et les actions de préférence non convertibles sont classées comme créances fixes car elles fournissent aux investisseurs un rendement fixe sur l'investissement aussi longtemps que l'entrepreneur est en mesure de rembourser la créance en totalité. Les autres titres offrent à l'investisseur une participation ou un droit de propriété dans l'entreprise et sont classés comme créances résiduelles car l'investisseur partage l'avantage de l'accroissement de la valeur de l'entreprise.

## 4.2. Instruments financiers et accès au capital

La question des créances fixes par rapport aux créances résiduelles est l'une des distinctions les plus fondamentales entre les différentes formes de financement.<sup>3</sup>

En termes d'accès au capital de l'entreprise émettrice, les titres utilisables dans une opération de capital-investissement peuvent être classés en deux catégories : titres à accès immédiat au capital et titres à accès différé au capital<sup>4</sup>.

### 4.2.1. Titres à accès immédiat au capital

Ces titres confèrent immédiatement à leur détenteur une fraction du capital social de la société financée, à savoir les actions simple (ordinaires) et les actions de préférence.

#### 4.2.1.1. Actions simples

L'action simple ou ordinaire est un titre d'associé à revenu variable représentant une fraction du capital d'une société. Plusieurs droits sont associés à une action ordinaire, tels que le droit aux dividendes, droit au remboursement du capital en cas de liquidation, droit

---

<sup>1</sup>- Cumming, D. *Op-cit.*, 2012, pp162-166.

<sup>2</sup>- A titre d'exemple, Cumming (2005) analyse 3,083 investissements en capital-risque au Canada et montre que les titres convertibles ne sont pas les plus fréquemment utilisés. Au contraire, les actions ordinaires sont utilisées dans près de 37 pour cent des cas, suivie de la dette convertible (15 pour cent), la dette non convertible (12 pour cent), les combinaisons entre dette et actions ordinaires (11 pour cent), des actions de préférence convertibles (11 pour cent), diverses autres combinaisons d'actions de préférence et de dettes (8 pour cent), et des actions de préférence non convertibles (7 pour cent).

<sup>3</sup>- Cumming, D. J., & Johan, S. A. *Op-cit.*, 2014, p40.

<sup>4</sup>- Poittrinal, F. D., *Op-cit.*, 2010, pp156-188.

de vote, droit à l'information, droit préférentiel de souscription.

#### 4.2.1.2. Actions de préférence

Les actions de préférence<sup>1</sup> sont des titres de participation, et non pas des instruments de dette, qui combinent entre les caractéristiques des actions simples et celle de la dette. Ainsi, en application du fait que le principe de l'égalité entre actionnaires n'est pas d'ordre public, il est possible de conférer des droits particuliers à certaines actions, le cas des actions de préférence.

Inspirées des *preferred stocks* du droit anglo-saxon, les actions de préférence répondent à un besoin de la pratique pour permettre à certains actionnaires de bénéficier de droits particuliers dans le but de favoriser le financement des entreprises par le capital-investissement, donnant une connotation de marketing aux actions puisqu'il est possible d'adapter le « produit action » aux différentes clientèles d'investisseurs que la société entend solliciter.

Les actions de préférence offrent des solutions plus souples et plus larges permettant de moduler les droits de chacun et de mettre l'accent sur les droits politiques (droit de vote, droit de véto, droit d'information renforcée) ou économiques (droit au dividende fixe et précipitaire, remboursement prioritaire en cas de liquidation) selon la volonté des parties.

#### 4.2.2. Titres à accès différé au capital

La participation du capital-investisseur au financement d'une entreprise peut s'accompagner de l'émission, à son profit, de titres conférant un droit à l'acquisition ultérieure d'actions. Plusieurs types sont envisageables pour cette fin :

- Obligation avec bon de souscription d'action (OBSA).
- Obligation convertible en action.
- Bon autonome de souscription d'action.
- Obligation échangeable contre des actions.
- Obligation remboursable en actions.
- Action à bon de souscription d'actions.
- Action à bon de souscription d'obligations convertibles en actions.
- Certificat d'investissement à bon de souscription d'actions.

Comme souligné précédemment, le recours par le capital-investisseur à ce type d'instruments peut procéder de plusieurs logiques différentes :

- Le capital-investisseur peut simplement désirer avoir la possibilité de réaliser une plus-value accrue en cas de valorisation de la société.
- Le capital-investisseur souhaite l'établissement d'un mécanisme de sanction pour le dirigeant/propriétaire du non-respect du *business plan*. Un tel mécanisme peut reposer

---

<sup>1</sup>- Sur le marché européen, et français en particulier, il existait à côté des actions simples une multitude de types de valeurs mobilières permettant de réaliser le financement et d'en aménager les modalités (actions privilégiées, actions à droit de vote double, action à dividende prioritaire sans droit de vote, certificat d'investissement). Ces diverses formes ont été remplacées par une forme unique dénommée action de préférence (droit français en 2004, droit italien 2003), afin de s'adapter aux exigences du marché et de la concurrence mondiale, en s'inspirant de la pratique anglo-saxonne qui a su s'imposer (Voir Poitral.F.D., 2010, pp 158-160).

---

sur des titres qui donneront droit à l'investisseur, par conversion, à l'attribution ultérieure d'actions. Pour cela, il n'y a qu'à prévoir, dans le contrat d'émission de ces titres, une variation du prix de souscription des actions en fonction des performances réalisées à plusieurs dates données.

#### 4.2.3. Autres types de titres

D'autres formes de titres permettant l'opération de financement peuvent être utilisées par les capital-investisseurs, telles que les comptes courants d'actionnaires, la dette mezzanine et le *venture loan*.<sup>1</sup>

##### 4.2.3.1. Compte courant d'actionnaires

En complément d'une participation au capital, le capital-investisseur peut compléter son apport par un prêt, permettant à l'investisseur de limiter les risques, et à l'entreprise financée de répondre aux besoins financiers sans remettre en cause la géographie du capital.

Le prêt consenti prend la forme d'une avance sur un compte courant d'actionnaires, bloquée pendant une certaine période (ce qui les rendent assimilables aux fonds propres), et fait l'objet obligatoirement d'une rémunération dont le taux est libre.<sup>2</sup>

##### 4.2.3.2. Dette mezzanine

La dette mezzanine ou intermédiaire est une dette qui s'intercale entre les fonds propres et la dette classique ou sénior. Avec un positionnement entre la dette et le capital, ce financement a souvent le statut de quasi-fonds propres, surtout au regard d'autres prêteurs prioritaires de l'entreprise.

Le financement mezzanine apporte des solutions sur mesure aux besoins en financement qui ne peuvent être entièrement satisfaits par les produits classiques purs de dette ou de fonds propres. Vu le volume des fonds requis, le financement mezzanine est particulièrement utilisé dans les opérations à effet de levier de transmission réalisées par des fonds d'investissement financiers ou par des opérateurs industriels (*corporate ventures*). Son domaine d'application est toutefois plus large puisqu'il peut répondre également à des problématiques de financement de la croissance interne ou externe, de renforcement des fonds propres, par exemple préalablement à une introduction en bourse, ou de restructuration du capital à l'occasion d'une recomposition de l'actionnariat ou d'une transmission patrimoniale.<sup>3</sup>

Etant un prêt, la rémunération du financement mezzanine consiste essentiellement en un intérêt, nettement plus élevé que celui de l'emprunt sénior compte tenu du risque pris. Cet intérêt peut être complété, grâce aux *equity kickers*<sup>4</sup>, par la possibilité, pour le créancier mezzanine, de participer à terme au capital de la société emprunteuse.

##### 4.2.3.3. Le *venture loan*

Le *venture loan*, aussi appelé *venture debt* ou encore *venture lending*, est une nouvelle forme de financement des entreprises de croissance qui peinent à trouver le financement nécessaire auprès des banques, en raison du manque d'actifs permettant de garantir le remboursement des prêts accordés par les banques et de l'insuffisance des

---

<sup>1</sup>- Poitrinal, F. D., *Op-cit.*, 2010, pp203-210.

<sup>2</sup>- Stéphane, É. *Op-cit.*, 2003, p147.

<sup>3</sup>- Poitrinal, F. D., *Op-cit.*, 2010, p204.

<sup>4</sup>- Pour plus de détail sur le mode de fonctionnement des equity kickers, voir Nijs,L. (2013).

capitaux levés auprès des fonds de capital-risque pour accompagner le développement de leur activité.

Née dans les années 1980 aux Etats-Unis d'Amérique, cette pratique s'est exportée au Royaume-Uni puis partout en Europe<sup>1</sup>. Sur les marchés où le crédit privé est interdit, vu le monopole des établissements bancaires agréés, le *venture loan* peut prendre plusieurs formes :

- Celle d'un prêt sous la forme d'un emprunt obligataire.
- Celle d'un crédit-bail classique aux termes duquel l'entreprise vend au *venture lender* des actifs, qui font ensuite l'objet, entre eux, d'un crédit-bail.

---

<sup>1</sup>- Le rapport de la (BVCA, *The Rise of venture debt in Europe*, 2010) retrace en détail l'évolution de ce créneau de l'industrie de capital-investissement, avec des statistiques relatives à son ampleur en Europe par rapport au marché américain.

---

### Conclusion du chapitre trois

L'analyse des pratiques de financement par capital-investissement, présentée dans ce chapitre, a permis de mettre le point sur les pratiques fondatrices de l'activité d'intermédiation qu'incarne le capital-investissement, en passant en revue les diverses étapes du processus de financement entamé par la société de capital-investissement, depuis l'initialisation du fonds jusqu'au désinvestissement. Cette dimension est complétée par une étude des différents instruments mis en place par les professionnels du capital-investissement en vue de gérer les relations qui découlent systématiquement de cette activité d'intermédiation spécifique et que les professionnels du marché ont conçus selon la nature de la relation qui dépend de l'avancement dans le cycle de financement.

L'analyse du cycle de vie des fonds de capital-investissement, tracé par les capital-investisseurs, s'est avérée très révélatrice de plusieurs aspects de ce modèle de financement que les entreprises en quête de capitaux ont intérêt à prendre en considération dans leur recherche de financement. En effet, la décision de financer une entreprise revient, pour le capital-investisseur, à engager des ressources en espérant de réaliser des bénéfices financiers et autres dans le futur. Cette décision suit un processus de plusieurs étapes consécutives dont le nombre et la portée ont évolué avec le temps et la maturation de l'activité de capital-investissement.

De par sa nature d'investisseur actif, le capital-investisseur s'engage, à travers sa décision de financement, dans une alliance temporaire mais importante avec l'entreprise financée, nécessitant la mise en place et le respect de règles aussi bien moyenne-terme que quotidienne afin de promouvoir la transparence et favoriser la création de valeur qui représente un objectif partagé, en présence d'intérêts parfois conflictuels entre le capital-investisseur et l'entrepreneur. Par ailleurs, le caractère temporaire de ce mode de financement implique de prévoir, dès le départ, une voie de sortie du capital par laquelle le capital-investisseur échange sa participation dans le capital de l'entreprise contre de l'argent. Planifiée en tenant compte de plusieurs paramètres contractuels et environnementaux, la sortie se réalise souvent soit par introduction en bourse ou cession à un repreneur industriel ou financier, à moins que l'investissement ne s'avère une mauvaise affaire nécessitant sa liquidation ou simple radiation.

Ce processus multiphasique évolutif nécessite la mise en œuvre de certains instruments adaptés régissant les relations et aléas y afférents. Dans sa partie liant le capital-investisseur et l'entreprise investie, une relation type de principal-agent doit être administrée étant donnés les risques considérables de sélection adverse et d'aléa moral qui en découlent du point de vue de l'investisseur. De ce fait, le capital-investisseur, conscient de la nature de sa position de principal vis-à-vis de l'entrepreneur/dirigeant, met en œuvre des mécanismes de gouvernance et mitigation des risques tant *ex-ante* (*screening, due diligence*) qu'*ex-post* (package contractuel, montage financier, siège au conseil d'administration) l'opération de financement.

## CHAPITRE IV : L'INVESTISSEMENT EN CAPITAL EN DROIT ALGERIEN

L'investissement est reconnu être le moteur du développement économique tant prisé par les différentes politiques économiques algériennes. Que ce soit pour l'investissement national ou étranger, les pouvoirs publics essaient à travers les divers mécanismes d'incitation et d'encadrement de promouvoir l'activité d'investissement et l'orienter vers les secteurs créateurs de valeur pour le développement économique du pays.

Un dispositif intégré d'encadrement de l'investissement s'est concrétisé par la création de nouveaux instruments ou organes administratifs de régulation et de promotion des opérations d'investissement, mais également financiers, sous la forme de fonds dotés de crédits publics spécialement affectés au soutien des opérations d'investissement telles que définies par le nouveau cadre juridique ainsi mis en place.

Les organes administratifs en charge de l'investissement en Algérie se divisent en deux types de structures. Une partie de ces structures constitue un niveau dit stratégique et sont représentés par le ministère en charge de l'investissement, les ministères sectoriels intéressés par l'acte d'investissement, ainsi que le Conseil National de l'Investissement (CNI). L'autre partie des organes en charge de l'investissement appartiennent au niveau opérationnel et sont représentés d'une part, par l'Agence Nationale de Développement de l'Investissement (ANDI) et ses relais locaux, les Guichets Uniques Décentralisés (GUD) ainsi les organes créés pour des missions spécifiques touchant le domaine de l'investissement tel que le foncier industriel<sup>1</sup>.

L'activité de capital-investissement, en tant que telle, n'a été reconnue dans la réglementation algérienne qu'en 2006, quoique la pratique de prise de participations dans le capital de sociétés non cotées existe sans cette étiquette bien particulière de capital-investissement.

Depuis sa concrétisation par une première loi dédiée, l'activité de capital-investissement s'est vue petit à petit distinguée avec un cadre réglementaire de plus en plus raffiné, reflétant la volonté accrue des pouvoirs publics d'encadrer cette activité et de la faire converger vers les pratiques universelles en la matière, en y voyant un instrument financier indispensable au développement de l'investissement en général et à la création d'un tissu fiable de PME créatrices d'emplois.

---

<sup>1</sup>- La gestion du foncier comme élément principal de l'acte d'investissement est assurée par les deux organes ANIREF (l'Agence Nationale d'Intermédiation et de Régulation Foncière) et CALPIREF (Comités d'Assistance à la Localisation et à la Promotion des Investissements et de la Régulation du Foncier).

---

## Section 1. Encadrement administratif de l'investissement en Algérie

La volonté des pouvoirs publics en Algérie à promouvoir l'investissement se manifeste au niveau du cadre administratif et législatif mis en place afin de règlementer l'investissement tout en facilitant les procédures d'implémentation et d'exploitation des projets, ainsi que des mesures incitatives, particulièrement à l'égard de l'investissement étranger, vues les externalités positives qu'il est en mesure d'apporter en termes, entre autres, de création d'emploi, transfert de technologies et de savoir-faire et accès aux marchés internationaux.

### Sous-section 1. Evolution du cadre législatif de l'investissement

Il importe de noter que l'évolution de l'environnement réglementaire relatif à l'investissement est étroitement liée aux mutations structurelles imposées à l'économie algérienne suite aux différentes crises auxquelles le pays devait, à chaque fois, faire face.

Or, le point de départ de cet intérêt grandissant à l'égard de l'investissement, particulièrement dans sa composante privée et étrangère, fût dans le cadre de la transition de l'économie algérienne du modèle économique centralisé vers celui régi par le marché initiée par les réformes économiques de 1988 qui ont été accompagnées par une série de lois dont la plus importante étant le code des investissements de 1993<sup>1</sup>, abrogé par ordonnance n° 06-08<sup>2</sup>. De plus, des lois de finance successives, à compter principalement de la loi de finance complémentaire de 2009, ont introduit des réformes considérables au cadre de l'investissement et, en particulier, l'investissement étranger.

Ce dispositif législatif et réglementaire s'est également renforcé par la loi n° 16-09<sup>3</sup> ayant pour objet de fixer le régime applicable aux investissements, nationaux et étrangers, dans les activités économiques de production de biens et de services.

Tout au long de son évolution, le code de l'investissement définit l'investissement, objet du code, comme étant<sup>4</sup> :

- Les acquisitions d'actifs entrant dans le cadre de création d'activités nouvelles, d'extension de capacités de production et/ou de réhabilitation.
- Les participations dans le capital de sociétés<sup>5</sup>.

Cette délimitation du champ d'application du code de l'investissement couvrait, jusqu'à promulgation de la loi n°16-09, précitée, les reprises d'activités issues des opérations de privatisation partielles ou totales des entreprises publiques économiques, qui sont dorénavant régies par les lois de finances.

Dans leur concurrence pour attirer le maximum de flux des capitaux étrangers, les économies du monde entier mettent en place des mécanismes et des structures administratives en charge de la mise en application du code de l'investissement et

---

<sup>1</sup>- Décret législatif n° 93-12 du 5 octobre 1993 relatif à la promotion de l'investissement.

<sup>2</sup>- Ordonnance n° 06-08 du 15 juillet 2006 modifiant et complétant l'ordonnance n° 01-03 du 20 août 2001 relative au développement de l'investissement.

<sup>3</sup>- Loi n° 16-09 du 3 août 2016 relative à la promotion de l'investissement.

<sup>4</sup>- Voir l'article 2 de la loi n° 16-09 (Op.cit).

<sup>5</sup>- Selon cette définition, les opérations de prise de participation (capital-investissement) réalisées avant l'apparition, en 2006, d'un cadre réglementaire dédié au capital-investissement étaient soumises aux dispositions du code de l'investissement en vigueur.

particulièrement la prise en charge de toutes les procédures administratives préalables à la réalisation de l'investissement. Ces structures peuvent être sous forme d'une agence des investissements, une commission, un conseil ou autres structures de coordination, souvent constitués des différents ministères concernés par l'opération d'investissement tels que le ministre de la planification, le ministre des finances ou les dirigeants des institutions financières et des douanes, des représentants de la chambre de commerce et de l'industrie, les représentants des syndicats ainsi que des personnalités reconnues pour leurs compétences...etc.

La législation algérienne a mis en places une variété de structures pour l'encadrement, la promotion et le suivi des investissements avec diverses attributions, dont les évolutions peuvent être regroupées en deux phases principales comme suit :<sup>1</sup>

- Phase du système de contrôle administratif des investissements durant la période de 1963 à 1993, durant laquelle l'opération d'investissement était soumise à des procédures administratives préalables obligatoires que l'investisseur doit entreprendre au niveau de structures administratives créées dans le cadre des codes d'investissements successifs et qui détiennent le pouvoir décisionnel soit d'octroyer ou non l'agrément ou la licence à l'investisseur. Ainsi, la Commission nationale d'Investissement a été créée par la loi n° 63-277<sup>2</sup> sous laquelle l'agrément ou l'autorisation d'investissement en Algérie était octroyé par décision du ministre sur avis de la commission nationale d'investissement qui a été maintenue dans le code des investissements de 1966<sup>3</sup>. La promulgation de la loi n° 82-11<sup>4</sup>, modifiée et complétée par la loi n° 86-13<sup>5</sup>, a adopté deux nouvelles structures administratives interdépendantes pour la promotion et le suivi des investissements : Office national d'orientation des investissements privés et leur suivi et la commission nationale de l'agrément. Jugées trop bureaucratiques<sup>6</sup>, ces structures sont dissoutes par la loi 88-25<sup>7</sup> qui place la Chambre Nationale de Commerce (CNC) comme interlocuteur de l'investisseur privé pour l'octroi du soutien de l'Etat. C'est également durant cette phase qu'a été créé le conseil de la monnaie et du crédit en tant qu'autorité monétaire par loi n° 90-10<sup>8</sup>, et qui a maintenu le régime de contrôle et le principe de l'agrément à travers l'avis de conformité qu'il est habilité à délivrer dans le cadre des investissements étrangers impliquant des transferts de capitaux que l'investisseur est tenu d'avoir avant la réalisation de son projet d'investissement.
- Phase du régime de promotion des investissements à partir de 1993 avec des textes réglementaires visant la libéralisation et l'ouverture de l'économie nationale aux investisseurs nationaux et étrangers, particulièrement le décret législatif n° 93-12<sup>9</sup> qui a créé l'agence de promotion, de soutien et de suivi des investissements (APSI) en charge de l'opération d'investissement après avoir dépouillé le conseil de la monnaie et du

<sup>1</sup> - لعزیز معینی، الوسائل القانونية لتفعيل الاستثمارات في الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2015، ص: 20-21.

<sup>2</sup> - Loi n° 63-277 du 26 juillet 1963 portant code des investissements.

<sup>3</sup> - Loi n° 66-284 du 15 septembre 1966 portant code des investissements.

<sup>4</sup> - Loi n° 82-11 du 21 août 1982 relative à l'investissement économique privé national, modifiée et complétée.

<sup>5</sup> - Loi n° 83-13 du 19 août 1986 modifiant et complétant la loi n° 82-11 du 28 août 1982 relative à la constitution et au fonctionnement des sociétés d'économie mixte.

<sup>6</sup> - Sadoudi, M. "L'investissement privé en Algérie : des frustrations passées aux entraves présentes", *Les cahiers du mecas*, 2(1), 80-90, 2006, p72.

<sup>7</sup> - Loi n° 88-25 du 12 juillet 1988 relative à l'orientation des investissements économiques privés nationaux.

<sup>8</sup> - Loi n° 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit.

<sup>9</sup> - Décret législatif n° 93-12 du 5 octobre 1993 relatif à la promotion de l'investissement.

crédit des attributions relatives à l'octroi d'agrément pour l'investissement étranger. En effet, ce décret législatif a rompu définitivement l'enclavement et la ségrégation à l'égard de l'investissement privé en abrogeant la législation précédente relative au secteur privé national et à l'investissement étranger, notamment les sociétés mixtes. Il a aboli définitivement la distinction entre investisseur privé et investisseur public, d'une part et entre investisseur national et investisseur étranger, d'autre part.

Toutefois, la multiplication des centres de décision et le nombre élevé de structures impliquées dans le processus d'investissement ainsi que la forte centralisation caractéristique de l'ancien régime d'une part, et l'objectif de promouvoir l'investissement privé et étranger, de renforcer le principe de la liberté d'investissement ainsi que la suppression de tous les obstacles face à l'investissement tels que les lourdeurs administratives, les pouvoirs publics en Algérie ont pris l'initiative en 2001 de promulguer un nouveau code de l'investissement<sup>1</sup>, qui prévoit la création du conseil national de l'investissement (CNI) et de l'agence nationale de développement de l'investissement (ANDI) comme un nouveau mécanisme de promotion de l'investissement à travers des structures décentralisées sous la forme de guichets uniques décentralisés. Ces structures sont maintenues dans la loi n° 16-09<sup>2</sup>, ayant abrogé les textes réglementaires de l'ordonnance 01-03 à l'exception des articles 6, 18 et 22 instituant la création des deux structures d'encadrement de l'investissement.

## Sous-section 2. Structures d'encadrement de l'investissement en Algérie

Le cadre réglementaire régissant l'investissement actuellement en vigueur est axé autour de deux organes administratifs de facilitation de l'investissement, à savoir : l'agence nationale de développement de l'investissement (ANDI) et le conseil national de l'investissement (CNI), les deux créés par l'ordonnance N° 01-03.

L'organisation et les attributions des deux organismes ainsi que les relations qui existent entre elles sont présentés dans ce qui suit.

### 1. Le conseil National d'Investissement (CNI)

La création du CNI a été dictée par le besoin de parfaire le dispositif institutionnel de l'investissement et le souci, pour les pouvoirs publics, de disposer d'un instrument flexible permettant une liberté de manœuvre assez grande et qui, de ce fait, peut prendre les décisions qui peuvent ne pas avoir été prévues par la loi.

Telles que énumérées par le décret exécutif n° 06-355<sup>3</sup>, le CNI s'est vu attribué une mission aussi bien de conception et réflexion que de prise d'initiatives, dans le sens où il doit :

- Proposer la stratégie et les priorités pour le développement de l'investissement.
- Etudier et approuver le programme national de promotion de l'investissement qui lui est soumis et fixer les objectifs en matière de développement de l'investissement.
- Proposer l'adaptation aux évolutions constatées des mesures incitatives pour l'investissement.

---

<sup>1</sup>- Ordonnance n° 01-03 du 20 août 2001 relative au développement de l'investissement, modifiée et complétée par Ordonnance n° 06-08 du 15 juillet 2006 relative au développement de l'investissement.

<sup>2</sup>- Loi n° 16-09 du 3 août 2016 relative à la promotion de l'investissement.

<sup>3</sup>- Décret exécutif n° 06-355 du 9 octobre 2006 relatif aux attributions, à la composition, à l'organisation et au fonctionnement du conseil national de l'investissement.

---

- Etudier toute proposition d'institution de nouveaux avantages, ainsi que toute modification des avantages existants.
- Examiner et approuver la liste des activités et des biens exclus des avantages ainsi que leur modification et leur mise à jour.
- Etudier et approuver les critères d'identification des projets présentant un intérêt pour l'économie nationale.
- Se prononcer, en liaison avec les objectifs d'aménagement du territoire, sur les zones devant bénéficier du régime dérogatoire dédié prévu par les dispositions réglementaires en vigueur.
- Examiner et approuver les conventions Etat-investisseurs concernant les projets présentant un intérêt particulier pour l'économie nationale.
- Evaluer les crédits nécessaires à la couverture du programme national de promotion de l'investissement.
- Arrêter la nomenclature des dépenses susceptibles d'être imputées au fonds dédié à l'appui et à la promotion de l'investissement.
- Proposer au gouvernement toutes décisions et mesures nécessaires à la mise en œuvre du dispositif de soutien et d'encouragement de l'investissement.
- Susciter et encourager la création et le développement d'institutions et d'instruments financiers adaptés au financement de l'investissement.
- Traiter toute autre question en rapport avec l'investissement.

Créé auprès du ministre en charge de l'investissement, ce conseil est placé sous l'autorité du chef du gouvernement (premier ministre) qui en assure la présidence. Il s'agit bien d'un organe politique, appartenant au niveau stratégique du dispositif, qui représente l'Etat et qui cristallise tout le poids de l'instance politique dans la définition et la mise en œuvre des politiques publiques en matière d'investissement<sup>1</sup>. Outre les prérogatives conférées au CNI lors de sa création, son rôle dans le dispositif aussi bien stratégique qu'opérationnel a été largement renforcé au fil du temps, particulièrement suite à la réforme lourde de l'ordonnance n°09-01<sup>2</sup> et les textes réglementaires subséquents. Ce renforcement s'est effectué obligatoirement au détriment du rôle de l'organe opérationnel (ANDI) et s'est traduit par les modifications qu'ont eu à connaître certaines dispositions essentielles du code des investissements.<sup>3</sup>

## 2. L'agence Nationale de développement de l'investissement (ANDI)

L'agence Nationale de Développement de l'Investissement a été créée dans le cadre des réformes de 1<sup>ère</sup> génération engagées en Algérie durant les années 1990. Cet organisme, en charge de l'investissement, a connu des évolutions visant des adaptations aux mutations de la situation économique et sociale du pays. Initialement (Agence de

---

<sup>1</sup> Zuiten, A. L'investissement en droit algérien, Thèse de doctorat en sciences, Université des Frères Mentouri, Constantine, 2014, p208.

<sup>2</sup> Ordonnance n° 09-01 du 22 juillet 2009 portant loi de finances complémentaire pour 2009.

<sup>3</sup> A titre d'exemple, la prérogative de prendre une décision dérogatoire de dispense au profit de l'investisseur de l'obligation de réinvestissement ; octroi des avantages du régime général aux investissements dont le montant dépasse le seuil de 1 500 Mrd DA ; décision d'octroi d'avantages supplémentaires, prérogative légale de définition des conditions d'application des régimes dérogatoires ; l'obligation de l'examen préalable pour les investissements étrangers en partenariats.

Promotion, de Soutien et de Suivi de l'Investissement (APSI) de 1993 à 2001, puis Agence Nationale de Développement de l'Investissement (ANDI), cette institution gouvernementale s'est vue confier la mission de facilitation, de promotion et d'accompagnement de l'investissement.

L'APSI a été créée dans le cadre du décret législatif n° 93-12<sup>1</sup> en tant qu'agence publique en charge de l'assistance et de l'encadrement des investisseurs<sup>2</sup>. Il a été créé un guichet unique regroupant toutes les administrations et services concernés par les investissements dans l'objectif de réduire les délais et les procédures administratives et juridiques relatives à la mise en place des projets sur le terrain dans un intervalle de 60 jours maximum.

Cet organisme avait principalement comme fonctions :

- L'évaluation des investissements et la présentation des décisions relatives à l'octroi ou le refus des avantages réservés par le cadre réglementaire en vigueur.
- Le suivi des investissements.
- La prise en charge de toutes ou une partie des dépenses de réalisation des projets.

Les engagements d'investissement auprès de l'agence ont atteint entre 1993 et 2000 un montant de 3344 milliard de dinars algérien, représentant 43200 projets d'investissement avec un potentiel de création de 1,6 millions d'emplois (Tableau n°26).

**Tableau n° 26 : Evolution du volume de projets APSI**

Années	1993/94	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Projets	694	834	2075	4989	9144	12372	13105

Source : CNES, Projet de rapport : pour un développement de la PME en Algérie, 2002, p24

L'analyse de l'évolution de l'activité de l'APSI permet de dégager les éléments suivants<sup>3</sup>, caractéristiques de son bilan d'intervention :

- Dominance du secteur industriel : le secteur industriel domine l'activité d'investissement en Algérie, avec 37% des projets déclarés auprès de l'APSI ont trait à l'industrie, représentant 45% du coût global et 40% des emplois à créer.
- Concentration régionale : une grande concentration régionale induite par le fait que la majorité des projets recensés par l'APSI se sont implantés dans les grands centres urbains, notamment dans les régions du centre du pays, avec 21% des projets réalisés à Alger seule.
- Faiblesse des réalisations effectives : dans un rapport adressé à l'APSI, le Conseil National Economique et Social (CNES) note une faiblesse des résultats obtenus, aussi bien pour les investissements nationaux qu'étrangers. Les engagements d'investissements cumulés depuis 1993 à la clôture de l'exercice 2000 s'élèvent à près de 42 milliards de dollars US pour plus de 43000 projets. Tout en soulevant la subsistance d'un décalage important entre les engagements et les investissements

<sup>1</sup>- Décret législatif n° 93-12 du 5 octobre 1993 relatif à la promotion de l'investissement.

<sup>2</sup>- L'agence a été créée en 1993 alors que le détail de ses attributions, organisation et fonctionnement ont été déterminés par le décret exécutif n° 94-319 du 17 octobre 1994 portant attributions, organisation et fonctionnement de l'agence de promotion de soutien et de suivi des investissements.

<sup>3</sup>- CNES, Projet de rapport : pour un développement de la PME en Algérie, 2002, p17

effectivement réalisés qui, pour eux, n'excèdent pas 500 millions de dollars US.

La mise en place, à partir de 2001<sup>1</sup>, de nouveaux organes de l'investissement se devaient, dans leur fondement, corriger les dysfonctionnements constatés lors du mandat de l'ancienne Agence de Promotion et de Suivi des Investissements (APSI). Le code des investissements issu du décret législatif de 1993, faisait reposer en pratique toute la charge de la gestion de la chaîne de l'investissement sur cette seule structure. Les résultats peu probants obtenus sous son autorité ont amené le législateur à concevoir et à mettre en place un dispositif institutionnel de soutien qui soit pluriel afin de rendre plus efficaces les mécanismes d'accompagnement et de facilitation de l'investissement<sup>2</sup>.

L'agence nationale de développement de l'investissement (ANDI) qui succède à l'ancienne agence (APSI) et à l'instar de cette dernière, s'est vue assigner les objectifs généraux tenant à la promotion, le développement et le suivi des investissements. Seulement, la nouvelle démarche dans laquelle s'inscrit l'action de la nouvelle institution se veut plus décentralisée de celle qui l'a précédée, puisque la loi la charge de mettre en place des guichets uniques décentralisés au niveau de chaque wilaya.

Le nouvel organe se doit d'être un « outil flexible » devant assurer une décentralisation effective afin de réduire les délais de traitement des dossiers. De même, il est utile de rappeler que, contrairement à la situation antérieure de l'APSI, l'ANDI, bien qu'ayant des attributions assez élevées en matière d'investissement, n'est plus le seul organe en charge de l'opération. Or, l'essentiel du pouvoir de décision, dans le domaine de l'investissement, a été retiré à l'agence au bénéfice du CNI dont elle assure le secrétariat.

Les missions assignées à l'ANDI à travers ses structures décentralisées ont été amplement détaillées par le décret exécutif n° 06-356 mentionné ci-dessus. Le nouveau décret exécutif n°17-100<sup>3</sup>, après publication de la nouvelle loi n° 16-09<sup>4</sup>, a introduit une restructuration de l'ANDI avec reformulation de ses missions d'une manière abrégée et générale comme suit:

- L'enregistrement des investissements et le suivi de l'avancement des projets, de l'élaboration des statistiques de réalisation et de leur analyse.
- La promotion des investissements en Algérie et à l'étranger.
- La promotion des opportunités et potentialités territoriales.
- La facilitation de la pratique des affaires, du suivi de la constitution des sociétés et de la réalisation des projets.
- L'assistance, l'aide et l'accompagnement des investisseurs à tous les stades du projet, y compris post-réalisation.
- L'information et la sensibilisation des milieux d'affaires à travers la collecte, le traitement et de la diffusion, en direction des investisseurs, de l'information liée à

---

<sup>1</sup>- Il s'agit du dispositif composé de l'ordonnance n°01-03 du 20 août 2001, modifiée et complétée, et les textes pris pour son application, à savoir le décret exécutif n° 06-355 du 9 octobre 2006 1 qui abroge et remplace le décret exécutif n°01-281 du 24 septembre 2001 relatif à la composition, à l'organisation et au fonctionnement du CNI, et le décret exécutif n°06-356 du 9 octobre 2006, portant attributions, organisation et fonctionnement de l'ANDI qui abroge et remplace le décret exécutif n°01-282 du 24 septembre 2001.

<sup>2</sup>- Zuiten, A., *Op-cit.*, 2014, p206.

<sup>3</sup>- Décret exécutif n°17-100 du 5 mars 2017 portant attributions, organisation et fonctionnement de l'agence nationale de développement de l'investissement.

<sup>4</sup>- Loi n° 16-09 du 3 août 2016 relative à la promotion de l'investissement.

---

l'entreprise et à l'investissement.

- La qualification des projets, leur évaluation et l'établissement de la convention d'investissement à soumettre à l'approbation du conseil national de l'investissement.

### 3. Le guichet unique décentralisé (GUD)

Le guichet unique, créé au niveau de la structure décentralisée de l'ANDI, est une des autres innovations du dispositif institutionnel de l'ordonnance de 2001 relative au développement de l'investissement. Ayant vocation à être implanté au niveau de chaque wilaya, la mise en place du guichet unique décentralisé s'est faite sur la base d'un planning construit à partir de l'analyse de la densité des intentions d'investissements déclarés depuis 1993. Sur cette base et dans une première étape, quatre guichets uniques régionaux ont été ouverts à Alger- Oran- Annaba et Ouargla. Plus tard, l'essaimage de ces guichets uniques décentralisés a touché l'ensemble du territoire national et les quarante- huit (48) wilayas du pays disposent désormais de leur GUD.

Le guichet unique décentralisé de wilaya regroupe en son sein, les représentants de l'ensemble des administrations et organismes concernés par l'acte d'investissement, intervenant à un moment ou à un autre dans le parcours de l'investissement notamment pour les formalités liées à la constitution et à l'immatriculation des sociétés, les autorisations et permis requis notamment le permis de construire, les avantages liés aux investissements.

A ce titre, Il est chargé, de l'accueil de l'investisseur, de la réception de sa déclaration, de l'établissement et de la délivrance de l'attestation de dépôt et de la décision d'octroi d'avantages, ainsi que de la prise en charge des dossiers en rapport avec les prestations des administrations et organismes représentées au guichet unique, de leur acheminement en direction des services concernés et de leur bonne finalisation. A l'effet de pallier aux carences constatées lors de l'exercice de l'ex- APSI en matière de prise en charge rapide et diligente des demandes de prestations formulées par les investisseurs, le législateur algérien a introduit en 2001 un certain nombre d'aménagements tendant à lier le guichet unique décentralisé par des délais assez courts pour le traitement des dossiers d'investissement. A titre d'exemple, le règlement exige la délivrance séance tenante au profit de tous investissements déclarés de l'attestation de dépôts, la délivrance dans la journée même du certificat de non-antériorité de dénomination, ainsi que le récépissé provisoire permettant à l'investisseur d'accomplir les formalités nécessaires à la réalisation de son investissement.

La réforme introduite par la nouvelle loi de 2016 prévoit, dans le cadre d'une réorganisation de l'ANDI, la création de quatre (4) centres abritant l'ensemble des services habilités à fournir les prestations nécessaires à la création des entreprises, à leur soutien, à leur développement ainsi qu'à la réalisation des projets :

- Le centre de gestion des avantages chargé de gérer, à l'exclusion de ceux confiés à l'agence relevant des lois en matière d'investissement antérieures à la loi de 2016, les avantages et incitations divers mis en place, au profit de l'investissement, par la législation en vigueur. Ce centre avalise dans un délai n'excédant pas 48 heures la liste des biens et services éligibles aux avantages, assure le traitement des demandes de modification de ses listes, autorise les cessions et transferts d'investissements, établit les franchises de TVA portant sur les acquisitions de biens et de services éligibles aux avantages prévues par la nouvelle loi de promotion de l'investissement.
- Le centre d'accomplissement des formalités chargé de fournir les prestations liées aux

formalités constitutives des entreprises et à la réalisation des projets.

- Le centre de soutien à la création des entreprises chargé d'aider et de soutenir la création et le développement des entreprises, en assurant la mise à disposition de toutes les informations sur tous les aspects du projet envisagé, en organisant les cycles de formation au profit des porteurs de projets avec un accompagnement de l'idée jusqu'à sa réalisation.
- Le centre de promotion territoriale chargé, en collaboration avec les collectivités locales, d'assurer la promotion des opportunités et potentialités locales et de contribuer à la mise en place d'une stratégie de diversification et d'enrichissement des activités régionales.

#### **4. L'agence nationale de soutien à l'emploi des jeunes (ANSEJ)**

L'ANSEJ est un organisme national doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière, créé en 1996<sup>1</sup> sous l'autorité du chef du gouvernement, et le suivi opérationnel du ministre chargé de l'emploi qui en prend par la suite le pouvoir de tutelle sur l'agence<sup>2</sup>. L'agence, représentée à l'échelle régionale par des antennes et des annexes, est chargée d'encourager les formules visant à stimuler l'emploi des jeunes à travers la création de micro-entreprises.

A cette fin, l'agence est tenue de :

- Mettre à la disposition des jeunes porteurs de projets d'investissement toutes les informations d'ordre technique, économique et réglementaires en relation avec leurs activités projetées.
- Fournir des aides, financières et autres, aux jeunes promoteurs dans le cadre du montage financier du projet et son suivi post-réalisation.
- Entretenir des relations permanentes avec les banques et institutions financières impliquées dans le montage financier des projets soutenus.

Le dispositif de l'ANSEJ, conçu spécialement pour les micro-entreprises comme facteur de promotion de l'emploi des jeunes, prévoit différentes formes de soutiens :

- Aides et subventions financières sous forme de prêts directs non rémunérés ainsi que des bonifications des taux d'intérêts sur les prêts contractés auprès des banques partenaires du dispositif.
- Avantages fiscaux et parafiscaux durant la phase d'exploitation, sous forme d'exonération de la taxe sur la valeur ajoutée, des frais de transfert de propriété, des droits contractuels, de la taxe d'enregistrement, ainsi que de l'impôt sur le bénéfice des sociétés.

Deux formules de financement sont proposées par l'agence pour le financement des projets éligibles au dispositif en question :

- Financement triangulaire : un crédit bancaire à taux bonifié à 100% couvrant 70% du montant de l'investissement, un prêt non rémunéré ANSEJ en d'un apport personnel de l'ordre de 1% ou 2%, tout dépend du montant de l'investissement.

---

<sup>1</sup>- En vertu du décret exécutif n°96-296 du 8 septembre 1996 portant création et fixant les statuts de l'agence nationale de soutien à l'emploi de jeunes.

<sup>2</sup>- Voir décret présidentiel n° 06-191 du 31 mai 2006 conférant au ministre de l'emploi et de la solidarité nationale le pouvoir de tutelle sur l'agence nationale de soutien à l'emploi des jeunes.

---

- Financement mixte : un prêt ANSEJ non rémunéré avec un apport personnel de l'ordre de 71% ou 72%, tout dépend du montant de l'investissement.

En plus du prêt non rémunéré fourni par l'ANSEJ dans son intervention de base, d'autres prêts non rémunérés sont accordés, sous certaines conditions si nécessaire, aux jeunes promoteurs, sous formes d'aides financières, principalement, pour la prise en charge du loyer, individuel ou en cabinets groupés, ainsi que l'acquisition de véhicules ateliers.

L'analyse de l'activité de l'ANSEJ depuis sa création révèle deux tendances majeures<sup>1</sup> :

- la répartition spatiale des projets indique une forte concentration de la région du centre du pays, avec près de 49% des projets qui y sont localisés.
- une importance accrue réservée particulièrement aux secteurs de l'agriculture et de l'industrie au détriment du secteur des services, représentant respectivement des parts de l'ordre de 9%, 5% et 68% en 2011 contre 31%, 24% et 21% en 2016.
- le secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC) et des start-up innovantes connaît une progression soutenue dans sa part des projets financés par le dispositif de l'ANSEJ, avec un pourcentage de 6% de projets appartenant à ce secteur en 2016 contre uniquement 1% en 2011.

### 5. L'agence nationale de gestion du micro-crédit (ANGEM)

L'Agence Nationale de Gestion du Micro Crédit, créée en 2004<sup>2</sup>, en tant que mécanisme de lutte contre le chômage et la précarité vise le développement des capacités individuelles des personnes à s'auto-prendre en charge en créant leur propre activité dans le cadre général de mise en œuvre d'une nouvelle politique sociale ayant pour objet essentiel la réduction du coût social de la transition vers l'économie de marché.

A cette fin l'agence a pour mission de gérer le dispositif du micro-crédit à travers l'octroi de prêts non rémunérés, avec le support et le suivi qui va avec au profit des bénéficiaires de ces mesures, ainsi que la négociation et l'entretien de relations permanentes avec des banques membres du dispositif de micro-crédit.

L'ANGEM propose divers services, en ligne avec son objet :

- Financement des activités de production à travers deux formules : la première vise, à travers un prêt non rémunéré ANGEM, le financement des matières premières pour les personnes disposant d'un petit équipement/outillage. Tandis que la seconde vise la création d'activités avec un financement triangulaire dans lequel l'agence participe avec un prêt non rémunéré de l'ordre de 29%, complété par un crédit bancaire à taux bonifié à 100% et d'un apport personnel de 1% du montant de l'enveloppe nécessaire au démarrage de l'activité projetée.
- Services non financiers : outre la promotion et vulgarisation du dispositif de micro-crédit, l'ANGEM est principalement impliquée dans le processus de création et de pérennisation des activités de production à travers un accompagnement ex-ante et un suivi de proximité régulier ex-post. De plus, l'ANGEM dispense au profit des bénéficiaires de son dispositif des formations d'incitation à la prise en main de leurs

---

<sup>1</sup>- Statistiques disponibles sur le site officiel de l'ANSEJ ([www.ansej.org.dz/index.php/fr/nos-statistiques](http://www.ansej.org.dz/index.php/fr/nos-statistiques)), consulté le 13/02/2017.

<sup>2</sup>- Décret exécutif n° 04-14 du 22/01/2004 portant création et fixant le statut de l'agence nationale de gestion du micro-crédit

---

projets et leur fait valoir leurs savoir-faire professionnels via des tests de validation en collaboration avec des institutions et organismes habilités.

Un Fonds de Garantie Mutuelle des Micro Crédits est créé spécialement pour garantir les micro-crédits accordés par les banques et les établissements financiers adhérents au Fonds, aux bénéficiaires ayant obtenu la notification des aides de l'ANGEM. Le Fonds de Garantie Mutuelle des Micro Crédits couvre, à la diligence des banques et des établissements financiers concernés, les créances restant dues en principal et les intérêts échus à la date de déclaration du sinistre.

Sur les 765 000 interventions réalisées par l'ANGEM<sup>1</sup>, la majeure partie (90%) concerne la formule de financement d'achat de matières premières au détriment du financement triangulaire impliquant les banques dans le processus de financement des activités, malgré avec une bonification totale de la charge financière y afférente.

## Section 2. Structures financières de facilitation de l'investissement

Parallèlement aux réformes consécutives d'ordre administratif visant à encadrer et à promouvoir l'investissement en Algérie, les pouvoirs publics ont mis en places plusieurs mécanismes de nature financière en charge de soutenir le développement de l'investissement selon les politiques économiques du pays. Ainsi, ont été mis en place un fonds d'appui à l'investissement, le fonds national d'investissement et les fonds d'investissement de wilaya et des sociétés de capital-investissement.<sup>2</sup>

### Sous-section 1. Fonds publics de soutien à l'investissement

Ces fonds sont initiés avec des ressources publiques destinés à promouvoir l'investissement selon les politiques de développement publiques.

#### 1. Fonds d'appui à l'investissement

Dans l'optique d'accompagner l'effort financier des investisseurs par des mécanismes destinés à atténuer la contrainte du financement de leurs investissements, les pouvoirs publics ont lancé, dans le cadre de la réforme de 2001 relative au développement de l'investissement<sup>3</sup>, un fonds d'appui à l'investissement sous forme d'un compte d'affectation spécial destiné, initialement, à financer la prise en charge de la contribution

---

<sup>1</sup>- Statistiques disponibles sur le site officiel de l'ANGEM ([www.angem.dz/article/chiffres-cles](http://www.angem.dz/article/chiffres-cles)) bilan du 31/03/2016.

<sup>2</sup>- Il importe de noter à ce stade les mesures restrictives imposées par la législation en matière de financement des investissements dont la finalité est de limiter le financement des investissements étrangers directs ou en partenariat, à l'exception de la constitution du capital, par recours au financement local. Il s'agit de l'ordonnance n° 09-01 portant loi de finances complémentaires de 2009 accompagné par une note de la banque d'Algérie le 9 décembre 2010 qui a prohibé le recours à la pratique des comptes courants d'associés pour le financement des sociétés de droit algérien par leurs associés étrangers. Ces mesures, selon Ziuten, A (2014), ces mesures sont intervenues dans un contexte d'aisance financière par suite de l'augmentation quasi-ininterrompue des recettes pétrolières, ce qui faisait de ces mesures une mécanique permettant d'éponger l'excédent de liquidité sur le marché local. Toutefois, cette conjoncture n'a pas tardé à se renverser avec la baisse des recettes à compter de 2011, induisant en 2013 le législateur algérien à lever l'interdiction du financement par le biais des comptes courants d'associés sous certaines conditions (absence de rémunération, délais de conversion en capital) (voir le décret exécutif n° 13-320 du 26 septembre 2013 précisant les modalités de recours aux financements nécessaires à la réalisation des investissements étrangers directs ou en partenariat.).

<sup>3</sup>- Voir article 28 de l'ordonnance n°01-03 du 22 août 2001 relative au développement de l'investissement.

de l'Etat dans le coût des avantages consentis aux investissements, notamment les dépenses au titre des travaux d'infrastructures nécessaires à la réalisation de l'investissement. Cette mission a été par la suite élargie à la prise en charge de tous ou une partie des frais induits au titre des actions de promotion et de suivi des investissements<sup>1</sup>.

Par ailleurs, l'Etat, dans le cadre de ses efforts de booster le secteur des PME, a mis en place plusieurs fonds de soutien sectoriels dans les domaines aussi variés que le développement agricole et rural, de l'énergie, de l'emploi et de la formation professionnelle, de la recherche et de l'environnement :

- Fonds national de mise à niveau des PME.
- Fonds spécial de développement des régions du sud.
- Fonds spécial de développement économique des hauts plateaux.
- Fonds national de l'environnement et de la dépollution.
- Fonds national de développement de l'investissement agricole.
- Fonds national pour la maîtrise de l'énergie.
- Fonds pour la promotion de la compétitivité industrielle.
- Fonds national pour la préservation de l'emploi.
- Fonds pour l'aménagement du territoire.
- Fonds national de la recherche scientifique et du développement technologique.
- Fonds pour la formation professionnelle continue et l'apprentissage.

Le Fonds de promotion de la compétitivité industrielle (créé en 2000), celui d'appui aux investissements (créé en 2002) et le fonds national de mise à niveau des PME (créé en 2006) sont désormais rassemblés<sup>2</sup> dans un seul et même fonds intitulé « Fonds national de mise à niveau des PME, d'appui à l'investissement et de la promotion de la compétitivité industrielle » sous forme d'un compte d'affectation spéciale enregistré sous le numéro 302-124 est ouvert dans les écritures du trésorier principal. Trois lignes y sont ouvertes : celle de la mise à niveau, celle de l'appui à l'investissement et celle de la promotion de la compétitivité industrielle. Sur sa ligne d'appui à l'investissement, ce fonds a désormais une double mission de :

- Prise en charge de la contribution de l'Etat, dont le seuil est fixé par le conseil national de l'investissement (CNI), dans le coût des avantages consentis aux investissements.
- Prise en charge de 25% du coût de réalisation des infrastructures de base devant accueillir les projets d'investissement dans les localités enclavées et déshéritées.

## **2. Le fonds de soutien à l'investissement pour l'emploi**

Le Fonds de soutien à l'investissement pour l'emploi (FSIE) a été initié en 2004<sup>3</sup> dans la perspective de mettre en place un fonds de solidarité dont la finalité est la

---

<sup>1</sup>- Voir Décret exécutif n° 06-417 du 22 novembre 2006 modifiant et complétant le décret exécutif n° 02-295 du 15 septembre 2002 fixant les modalités de fonctionnement du compte d'affectation spécial n° 302-107 « intitulé fonds d'appui à l'investissement ».

<sup>2</sup>- Décret exécutif n°16-163 du 2 juin 2016 fixant les modalités de fonctionnement du compte d'affectation spéciale n° 302-124 intitulé « Fonds national de mise à niveau des PME, d'appui à l'investissement et de la promotion de la compétitivité industrielle ».

<sup>3</sup>- Loi n° 04-21 du 29 décembre 2004 portant loi de finances de 2005.

---

promotion et la sauvegarde de l'emploi à travers le financement des PME et les placements en valeurs mobilières. Doté d'un capital social initial de 150 000 000 DA sous forme d'un apport de l'Etat, ouvert à la souscription pour les travailleurs avec une valeur nominale de 200 DA pour les actions souscrites de catégorie « A » ou converties, à partir des produits des placements, de catégorie « B »<sup>1</sup>.

Ainsi, tel que défini par la loi suscitée, le fonds a notamment pour objectifs de:

- Réaliser des investissements dans des PME que ce soit en développement ou en création, impliquant le Fonds non seulement dans des prises de participation dans le capital d'entreprises choisies en vue de relancer leurs activités et ainsi préserver les emplois existants, mais aussi dans le soutien managérial de ces entreprises pour leur permettre de mieux prospérer et ainsi créer davantage d'emplois.
- Œuvrer, à travers une politique active de diversification des investissements et des placements, pour assurer une rentabilité satisfaisante des ressources mis à sa disposition par l'Etat et ceux mobilisées auprès des travailleurs, sans pour autant compromettre les garanties de remboursement de ces capitaux.
- Concevoir un programme ambitieux de formation économique et financière en faveur des travailleurs en vue de les familiariser avec les rouages de la sphère financière au sein de leurs entreprises, et de faciliter le dialogue social sur les lieux de travail tout en favorisant une synergie des actions de tous les partenaires sociaux de l'entreprise.
- Contribuer au développement d'un tissu viable de PME à travers des investissements structurants.
- Moderniser le système de retraite algérien à travers la nouvelle stratégie de rentabilisation des retraites complémentaires.

Les statuts du FSIE, tels que définit par le décret exécutif n° 06-117<sup>2</sup>, l'assimilent à une société d'investissement à capital variable (SICAV) en stipulant clairement qu'il s'agit d'une société par actions à capital variable et faisant appel public à l'épargne, sauf qu'il en diffère à bien des égards, outre son objet, tels que :

- Le rachat des actions souscrites par le fonds lui-même à la fin de la relation de travail du souscripteur (retraite, décès, invalidité).
- La non-cessibilité des actions souscrites ou converties à des tiers, ni leur cotation en bourse.
- La réservation de la souscription des actions du fonds aux personnes physiques à résidence fiscale en Algérie.

La tâche de financement, objet économique du Fonds, se fait dans des PME éligibles à certains critères spécifiques, à travers des placements en actions ou titres participatifs émis par ces entreprises selon les règles suivantes :

---

<sup>1</sup>- La valeur nominale à souscrire au Fonds est de 200 DA/action, mais qui revient, en réalité, à 180 DA grâce à une bonification par le Trésor. Ainsi, un travailleur âgé de 40 ans qui achète chaque mois cinq (5) actions, encaissera un montant de 464.351 DA lorsqu'il aura 60 ans en ayant payé 900 DA/mois durant vingt ans (un total de près de 130.000 DA sur 20 ans), soit un gain de plus de 334.000 DA. Si le même souscripteur veut avoir 2 millions de DA quand il aura 60 ans, il doit souscrire mensuellement pour 21 actions, c'est-à-dire pour 3.780 DA/mois (résultats de tests de simulation fournis par le site du FSIE [www.fsie.dz/sim2.php](http://www.fsie.dz/sim2.php)).

<sup>2</sup>- Décret exécutif n° 06-117 du 12 mars 2006 fixant les statuts du Fonds de soutien à l'investissement pour l'emploi.

---

- 50% au maximum des ressources est destinée aux investissements dans des sociétés par actions ayant au moins 3 années d'existence, à hauteur de 15% du capital social d'une même entreprise.
- Les ressources non consacrées à l'investissement font l'objet de placements offrant toutes les conditions de sécurité et rentabilité, en s'appuyant sur le conseil et les orientations des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT).
- Le Fonds, dans une optique de diversification, vise à limiter sa participation financière à un taux maximum de 10% de son actif par projet validé.

Tout projet soumis au FSIE, quelle que soit son origine, son secteur et sa collectivité décentralisée, est étudié en partant du principe que l'attention prioritaire soit accordée aux projets qui concernent les travailleurs à travers les deux axes de rentabilité et emploi. Dans cette perspective, le Fonds exige aux entreprises souhaitant bénéficier de son apport financier d'avoir d'une part, un bilan social positif avec instauration d'un dialogue social et d'autre part, de contribuer à la formation économique des travailleurs.

Le statut d'actionnaire du FSIE au sein des entreprises investies l'habilite à :

- participer aux bénéfices et à la gestion des entreprises.
- avoir accès à l'information financière.
- siéger au Conseil de Direction et d'Administration.
- conclure des conventions d'actionnaires comportant des droits sur le choix des auditeurs externes (commissaires aux comptes), sur le versement des dividendes et sur le changement de vocation de l'entreprise.

Les opérations de souscriptions lancées véritablement depuis l'été 2010<sup>1</sup>, et qui ont suivi la signature d'ententes avec diverses entreprises (Agénor, BADR, Enasel, Arcelormittal) ont permis au Fonds d'enregistrer fin décembre 2010 près de 20 000 actions souscrites, avec des perspectives d'enregistrer plus de 40 000 actions à l'échéance de ces premières opérations prévue pour fin mars 2011. Toutefois, dans un entretien réservé à l'APS<sup>2</sup>, le premier responsable du FSIE, Mr Mohamed Sennoun, qualifie le bilan réalisé par son institution de timide en avançant le chiffre de près 5.000 souscripteurs enregistré à ce jour, pour un capital global souscrit de l'ordre de 30 millions de DA et un nombre cumulé des actions souscrites, depuis l'entrée en exploitation du fonds, de 140.983 actions<sup>3</sup>. Ce bilan de souscription timide est imputé par le même responsable à plusieurs facteurs sont principalement la longue durée nécessaire pour finaliser les détails de ce type de prestation, le faible engagement des banques et le manque de communication par le FSIE.

Outre son manque de performance dans la mobilisation de l'épargne auprès des travailleurs, le FSIE n'a enregistré aucune prise de participation dans le capital de PME après huit ans d'exercice, ce qui est due, toujours d'après Mr Sennoun, aux réticences des entreprises familiales à ouvrir leur capital social. Sur le plan financier, et suite à la résolution de l'assemblée générale extraordinaire du FSIE, tenue le 29 décembre 2014, et

---

<sup>1</sup>- Bilan disponible sur le site officiel du FSIE ([www.fsie.dz](http://www.fsie.dz)), consulté le 25/02/2017.

<sup>2</sup>- Repris in Maghreb Emergent du 25/12/2016 ([www.maghrebemergent.com](http://www.maghrebemergent.com)).

<sup>3</sup>- Cette performance est enregistrée malgré les avantages offerts par cette formule aux travailleurs-souscripteurs, que ce soit au moment de la souscription (bonus de 10%) qu'en terme de rendement étant donné que le fonds leur propose un rendement annuel de 4% au minimum et pouvant même atteindre 8%, des taux qui dépassent largement ceux des intérêts de l'épargne offerts par les banques, qui sont actuellement inférieurs à 2%.

eu égard à la situation difficile du fonds du fait des déficits antérieurs cumulés, le fonds a été recapitalisé par une dotation supplémentaire de 200 millions de DA octroyée par le Trésor Public. En conséquence de quoi, un plan d'affaires a été établi à cet effet pour la période 2015-2019 où les principaux axes stratégiques d'activités ont été arrêtés.<sup>1</sup>

### 3. Le Fonds National d'Investissement

Le fonds national d'investissement (FNI) est un fonds d'investissement public créé en 2009 pour se substituer à la Banque Algérienne de Développement (BAD) à l'effet de promouvoir de nouveaux instruments indispensables à l'intervention de l'Etat dans le financement du développement en Algérie<sup>2</sup>. Issu de la restructuration d'une banque, le FNI hérite de ce fait, son statut institutionnel et prend la forme d'une société par actions (SPA) dotée d'un capital initial de 150 milliards de dinars, complétée avec une dotation supplémentaire de 75 milliards de dinars.

Le rôle principal du FNI en sa mission d'organisme financier soutenant la concrétisation de la politique de développement engagée par l'Etat, devra accorder des fonds d'investissement stables. Ainsi, le FNI agit d'une part en tant qu'instrument financier de l'Etat chargé de gérer les financements du Trésor destinés au secteur productif et d'administrer les concours définitifs octroyés par l'Etat pour financer des opérations d'équipement public, et d'autre part, comme institution chargée du financement sur ses propres ressources, de la création et du développement des entreprises des secteurs privé et public en priorisant les aspects rentabilité et gestion du risque sans occulter l'intérêt général en relation avec la politique du Gouvernement.

Le FNI intervient notamment sur le financement, sur ses ressources propres, des projets d'investissement, à travers des prêts directs à long terme, des prises de participation et l'octroi de garanties.<sup>3</sup>

Premièrement, les prêts directs à long terme sont destinés au financement, à des conditions préférentielles, de projets de toute nature (de création, de valorisation de l'existant, de réhabilitation,...) du secteur public ou du secteur privé répondant aux critères du FNI et participant aux objectifs de développement. Le Fonds intervient essentiellement sur des échéances plus longues que les banques commerciales dans les secteurs à fort potentiel de Développement. Cette offre vient en complément des possibilités de financement par dettes disponibles sur la place financière. Ainsi, le Fonds intervient prioritairement en cofinancement avec d'autres prêteurs notamment dans de grands projets ou dans des secteurs moins privilégiés par les Banques Commerciales.

Le FNI intervient également avec des prises de participations dans le capital des petites et moyennes entreprises du secteur privé national qui le souhaitent, dans les secteurs d'activités en relation avec ses orientations stratégiques. Les critères d'investissement du Fonds en prises de participation sont de deux ordres : Pour être éligible, un projet doit satisfaire à l'ensemble des critères économiques de placement et, aura au moins, un impact substantiel positif sur le développement économique. Ces prises de participation sont limitées à une durée à convenir entre les deux parties concernées et destinées à concourir :

- à des investissements de création, d'extension ou de réhabilitation d'entreprises;
- à des opérations d'augmentation de capital des entreprises privées nationales

---

<sup>1</sup>- COSOB, Rapport annuel, 2016, p47.

<sup>2</sup>- Loi de finance complémentaire de 2009.

<sup>3</sup>- Site de l'ANDI ([www.andi.dz](http://www.andi.dz)), consulté le 25/11/2016.

concernées y compris en prévision de la conclusion d'un partenariat avec un opérateur étranger, dans le respect des dispositions législatives pertinentes.

Les niveaux de participation sont arrêtés à hauteur de 34% selon les conditions conformes aux statuts du Fonds, et fixées par convention chaque fois négociée entre les deux parties concernées.

Finalement, l'octroi de garanties, une troisième forme d'intervention du FNI, concerne son engagement en tant qu'institution garante sur deux créneaux :

- Garanties sur crédits extérieurs, à la demande d'opérateurs économiques algériens, en faveur de banques et institutions financières étrangères qui leur ont octroyé des prêts.
- Garanties commerciales, au bénéfice d'opérateurs nationaux, sur ordre de banques de fournisseurs étrangers de biens et services dans le cadre de la réalisation de projets en Algérie.

Le FNI, dans son mandat originel se devait de prendre des participations notamment, dans le capital des petites et moyennes entreprises du secteur privé national qui le souhaitaient et dans les secteurs d'activités en relation avec ses orientations stratégiques. Loin de concrétiser cette vocation, les premières activités du FNI, entamées depuis sa création, l'ont amené à ne contribuer qu'aux programmes d'investissement de nombreuses entreprises publiques. Cette préférence pour le secteur public s'est essentiellement illustrée par des injections massives de capitaux dans un certain nombre d'entreprises réputées stratégiques.<sup>1</sup>

**Tableau n°27 : Bilan des participations du FNI depuis sa création (millions de DA)**

Entité	Année	Taux (%)	Montant
COSIDER	2010	100	4 335
TALA	2010	30	300
AXA AAD	2011	36	720
AXA AAV	2011	36	360
Saidal	2012	2	1
Renault Algérie	2013	17	360,4
SIAHA	2014	17	400
AQS	2014	5	2 930

Source : Fonds National d'Investissement, Rapport annuel, 2014.

Depuis son institution, le FNI a principalement réalisé les financements suivants<sup>2</sup>:

- Un prêt d'un montant de 180 milliards de dinars à échéance de plus de 20 ans, a été consenti au groupe de cimenteries publiques Gica. En contrepartie de quoi, le groupe devait porter sa production annuelle de 11 millions de tonnes à 18 millions de tonnes en 2014.

<sup>1</sup>- Zouiten, A., 2014, Op.cit., p227.

<sup>2</sup>- Les différentes opérations initiées par le FNI ont été jugées relativement modestes au regard de l'importance de sa surface financière et ne représenteraient qu'une contribution financière d'environ 7 milliards de dinars (moins de 70 millions d'euros) soit à peine un peu plus de 1% du bilan de l'institution. A cette créativité de performance s'ajoute le caractère sélectif constaté de l'intervention du FNI. Or, contrairement à l'affirmation de ses statuts et missions d'instrument de développement des PME, les associations patronales accusent ouvertement le FNI de pratiquer une politique discriminatoire entre les entreprises publiques et privées.

- Renouvellement de la flotte d'Air Algérie
- Prêts estimés à plus de 100 milliards de dinars pour le programme de développement de l'opérateur public de l'industrie pharmaceutique SAIDAL.
- Investissement de plus de 4 milliards de dinars pour le rachat, auprès de Banque Extérieure d'Algérie (BEA) et SGP Injab, des actions de Cosider, pour devenir le propriétaire unique de la société.
- Investissement de plus de 1 milliards de dinars en partenariat avec la BEA et du groupe AXA assurance, pour la création des deux filiales d'AXA assurance Algérie (dommage et vie).
- Investissement de plus de 300 millions de dinars, en partenariat avec la Société Nationale des Véhicules Industrielles (SNVI) et le Renault France, pour la réalisation d'une usine automobile dans la région d'Oran.
- Investissement par rachat de la dette de la papeterie privé Tonic Emballage, devenue, suite à son sauvetage par le FNI, Tonic Industrie, une entreprise publique économique.
- Investissement de 2 643 millions de dollars US pour le rachat, auprès du groupe russo-norvégien Vimplecom, des actions et la prise du contrôle (51%) de l'opérateur téléphonique Orascom Telecom Algérie (Djezzy).

#### **4. Les fonds d'investissement de wilaya**

La Loi de Finances Complémentaire pour 2009 a prévu la création d'un fonds d'investissement par wilaya, chargé de participer au capital des petites et moyennes entreprises créées par les jeunes entrepreneurs<sup>1</sup>.

La création des fonds d'investissement de wilayas répond aux objectifs ci-après :

- L'impulsion du développement local à travers la multiplication des projets d'investissement initiés localement.
- La participation à l'absorption du chômage à travers la création et le développement des PME par les jeunes entrepreneurs.
- L'augmentation de l'offre de financement en direction de l'économie nationale par le développement de nouveaux produits financiers tels que le capital investissement afin de répondre aux besoins spécifiques de financement d'entreprise.

Les fonds d'investissement de wilayas sont constitués par la ressource publique avec une dotation prévue à cet effet de 48 milliards de dinars, répartie équitablement entre les 48 wilayas du pays, soit 1 milliard par wilaya, dont la gestion est confiée aux sociétés de capital-investissement publiques opérationnelles et en attente de création (tableau n°28), sur la base de conventions signées avec le ministère des finances fixant les modalités de gestion des fonds.

---

<sup>1</sup>- Voir article 100 de la l'ordonnance n° 09-01 du 22 juillet 2009 portant loi de finances complémentaire pour 2009.

---

**Tableau n°28 : Répartition des fonds de wilaya par organisme de gestion**

<b>Sociétés</b>	<b>Fonds de wilayas</b>
<b>EL DJAZAIR ISTITHMAR</b>	Alger, Annaba, Biskra, Constantine, Khenchla, Tlemcen, Souk Ahras, El-Oued, Jijel, Naâma, Guelma, Médéa
<b>SOFINACE</b>	Bejaia, Blida, Oran, Oum El-Bouaghi, Tiaret, Ain Defla, Mila, Laghouat, Tébessa
<b>FINALEP</b>	Sétif, Sidi Bel Abbes, Skikda, Tipaza, Tizi-Ouzou, Djelfa, Adrar, Ain Temouchent, Mostaganem
<b>Filiale BNA</b>	Boumerdes, Bouira, Ouargla, Mascara, Tamanrasset, Tindouf, Illizi
<b>Filiale BEA</b>	Chlef, Ghardaia, M'sila, Saida, Relizane, Tissemsilt, EL Taref

Source : Site de l'ANDI ([www.andi.dz](http://www.andi.dz)) consulté le 25/11/2016.

Les fonds sont destinés à financer les PME dans les secteurs autres que le commerce et l'agriculture, en application de certains critères d'ordre technique généralement applicables par les organismes de capital-investissement indépendants, tout en mettant l'accent sur la contribution du projet d'investissement financé aux objectifs de développement économique (création d'emplois, développement régional, préservation de l'environnement).

## 5. Organismes de garantie des crédits

Le financement bancaire représente une contrainte majeure rencontrée par les promoteurs de projets PME généralement caractérisés par des fonds propres limités et un volume insuffisant d'actifs immobilisés à hypothéquer au profit des banques.

Ainsi, parallèlement aux différents dispositifs de financement mis en place dans le cadre de la promotion de l'investissement, les pouvoirs publics en Algérie ont confectionné des mécanismes permettant de conforter les institutions financières dans leur intervention de financement des projets d'investissement avec des crédits bancaires, souvent accompagnés de mesures de bonification du taux d'intérêts sous certaines conditions.

### 5.1. Le fonds de garantie des crédits aux PME

Le Fonds de Garantie des Crédits aux PME dénommé (FGAR), est créé en 2002, sous la tutelle du ministre chargé de la petite et moyenne entreprise, en tant qu'établissement public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière.<sup>1</sup>

L'objectif principal du FGAR est de faciliter l'accès aux financements bancaires à moyen terme afin de supporter le démarrage et l'expansion des PME, en accordant des garanties de crédits aux banques commerciales, afin de compléter le montage financier de projets d'entreprises, viables et orientées vers la création et/ou le développement d'entreprises. Ainsi, le FGAR a un rôle d'accompagnateur des PME pour faciliter leur financement en complétant leur insuffisance inhérentes en matière de garanties réelles et personnelles mobilisables pour l'obtention du crédits auprès des banques, et ce par le partage du risque de leur insolvabilité vis-à-vis de leurs créanciers.

<sup>1</sup>- Décret exécutif n° 02-373 du 11 novembre 2002 portant création et fixant les statuts du fonds de garantie des crédits à la petite et moyenne entreprise.

Dans ce sens, la couverture des crédits d'investissement<sup>1</sup> est accordée à toute entreprise manufacturière ou de services connexes remplissant les critères de la définition de la PME telle que prévue par la loi en vigueur, avec une priorité réservée aux entreprises disposant de projets présentant un intérêt particulier pour l'économie nationale notamment en matières de création d'emploi, de développement régional, d'effet positif sur la balance commerciale, l'innovation et le développement de nouvelles compétences, spécialement dans la nouvelle économie.

La garantie standard offerte par le FGAR est limitée en termes de montant, de pourcentage et de durée, de sorte à ce qu'elle ne saurait dépasser 80% du crédit objet de la garantie, avec un plancher de 4 millions de dinars et un seuil de 50 millions de dinars, pendant une durée maximale de 7 ans pour un crédit d'investissement classique et 10 ans pour un crédit-bail.

Outre sa mission de fonds de garantie aux PME, le FGAR est également partenaire, avec l'agence nationale de développement de la PME (AND-PME)<sup>2</sup> du programme de mise à niveau des PME algériennes, lancés en 2000 par le ministère en charge des PME avec une enveloppe de l'ordre de 1 milliard de dinars par année, cofinancée par l'Union Européenne, dont le but est d'améliorer les capacités de production des entreprises recensées, aboutir à une meilleure compétitivité aussi bien au niveau prix/qualité qu'innovation ainsi qu'une de faciliter leurs insertion dans le marché mondial en attendant l'adhésion de l'Algérie à l'organisation mondiale du commerce (OMC) et son accession à la zone de libre-échange euro-méditerranéenne. Outre le qualificatif de PME de droit algérien ayant au moins deux années d'activité et une structure financière équilibrée, des critères sectoriels sont retenus pour l'éligibilité au fonds national de mise à niveau des PME et sont fondées sur l'appartenance des entreprises aux secteurs de l'industrie, du BTP, du tourisme et hôtellerie, des transports de la pêche, des services et des services TIC. Sous l'égide de ce partenariat, la garantie FGAR/MEDA couvre :

- les crédits d'investissement à moyen terme (jusqu'à 7 ans), réalisés sous forme classique ou de crédit-bail mobilier (maximum 10 ans) destinés au développement d'activités et de produits nouveaux ainsi que les investissements immatériels qui les accompagnent, au renouvellement des équipements de production, ou à l'extension de l'immobilier industriel.
- les crédits d'exploitation liés aux crédits d'investissement sous garantie.
- les crédits d'exploitation répondant à des besoins en fonds de roulement.
- le réaménagement des dettes antérieures non échues, dans le cas où celles-ci sont adossées à un investissement nouveau.

Depuis son entrée en activité en avril 2004 jusqu'à fin juin 2016<sup>3</sup>, le FGAR a attribué près de 1672 garanties de crédits d'une valeur globale de l'ordre de 46 milliards de dinars, dont 60% de ont été destinés au secteur de l'industrie contre 21% au BTP, et 18% pour le secteur des services (dont moins de 05% pour les TIC) et le reste pour des projets

---

<sup>1</sup> D'après le DG de la PME au ministère de l'industrie et des mines, un projet de loi faisant actuellement l'objet de consultation par les départements ministériels en attendant d'être examiné par le gouvernement prévoit, entre autres, de recapitaliser le Fonds de garantie des crédits aux PME pour renforcer ses capacités financières dans l'accompagnement des PME, notamment en phase d'exploitation ().

<sup>2</sup> L'agence nationale de développement de la PME (AND-PME) a été créée par le décret exécutif n°05-165 du 3 mai 2005 portant création, organisation et fonctionnement de l'agence nationale de développement de la PME.

<sup>3</sup> Bulletin d'information statistique, n°29, Novembre 2016, Ministère de l'industrie et des mines.

appartenant à l'agriculture et la pêche. En matière de stade de développement, les projets d'extension, y compris renouvellement et/ou rénovation des équipements, compte pour plus de 60% du nombre total des projets garantis par le FGAR, contre 40% de projets de création d'entreprises.

Cette performance faible des couvertures accordées par le fonds s'explique par la dimension et la configuration actuelle de ce fonds. De surcroît, le FGAR est appelé à renforcer sa collaboration avec l'ensemble des établissements bancaires et financiers activant en Algérie (banques, sociétés de capital-investissement, de leasing et de capital risque)<sup>1</sup>.

## 5.2. La caisse de garantie du crédit d'investissement (CGCI)

La Caisse de Garantie des Crédits d'Investissement (CGCI-Pme spa) est une société créée en 2004<sup>2</sup> à l'initiative de l'Etat pour soutenir la création et le développement de la PME en Algérie. Elle est dotée d'un capital social autorisé de 30 Milliards DA, souscrit à concurrence de 20 Milliards DA, détenu à hauteur de 60% par le Trésor public et 40% par des banques publiques. Par ailleurs, la possibilité est donnée à toutes les banques et à tous les établissements de crédit de la place, pour prendre une participation dans le capital social de la CGCI.

La propriété publique de cet organisme et l'assimilation de la garantie financière qu'il délivre aux banques et aux établissements financiers, pour couvrir les crédits d'investissement qu'ils accordent aux petites et moyennes entreprises, à une garantie d'Etat<sup>3</sup> renforcent sa signature de garant et en font une institution de premier ordre.

La Caisse de Garantie des Crédits d'Investissement pour les petites et moyennes entreprises est habilitée à gérer, pour le compte de l'Etat et de tout autre organisme bailleur de fonds, dans le cadre d'une convention souscrite avec l'agence, des fonds de garantie spécialisés destinés à garantir le financement des différents secteurs d'activité. Ainsi, la CGCI s'est vue déléguer, en 2011, la gestion du Fonds de Garantie Agricole dédié à garantir le financement des activités agricoles portant sur la création des exploitations agricoles et le renforcement des capacités de production des exploitations en développement<sup>4</sup>.

La CGCI offre sa couverture à tous les crédits d'investissement consentis par les banques et institutions financières à toute PME, telle que définie par la loi en vigueur, appartenant à tous les secteurs d'activité à l'exception des activités commerciales. La garantie, qui couvre 80% ou 60% du crédit selon qu'il sert à une création ou au développement, est ainsi accordées à la demande des banques concourant le crédit sous sa forme classique à durée maximale de 7 ans ou en mode crédit-bail ne dépassant pas 10 ans d'échéance.

---

<sup>1</sup>- C'est dans cette perspective que le FGAR a passé avec la banque Al-Salam Bank-Algeria une convention permettant aux PME clientes de cette banque privée de bénéficier des services du Fonds, à savoir la couverture des financements, dits *chari'a compatibles*, tels que les crédits-bails mobiliers (Ijara) et les crédits d'investissements (Mourabaha, Moucharaka, Moudharaba, etc) accordés par Al Salam Bank-Algeria en faveur des entreprises algériennes répondant à la définition de PME, telle qu'énoncé par la loi d'orientation sur le développement des PME en vigueur (Site officiel FGAR [www.fgar.dz](http://www.fgar.dz)).

<sup>2</sup>- Décret présidentiel n°04-134 du 19 avril 2004 portant statuts de la Caisse de garantie des crédits d'investissement pour les PME.

<sup>3</sup>- Ce privilège dont jouisse la CGCI a été concrétisé par voie réglementaire en vertu de l'article 64 de la loi n° 08-21 du 30 décembre 2008 portant loi de finances pour 2009.

<sup>4</sup>- Loi n° 11-11 du 18 juillet 2011 portant loi de finances complémentaire pour 2011.

Le bilan d'activité de la CGCI à la fin de l'exercice 2016 affiche un portefeuille de 811 dossiers de garantie acceptés, représentatifs d'un montant global qui s'élève à un peu plus de 24,5 milliard de dinars. A l'instar du FGAR, une grande concentration des projets d'investissements garantis par la CGCI est observable pour les régions du centre et de l'Est du pays avec respectivement un taux de 41% et 35%, contre 15% pour l'Ouest et seulement 10% pour la région du Sud. La même tendance est également observable quant à distribution des couvertures par secteurs d'activité, avec en tête le secteur de l'industrie qui représente 43% du portefeuille de la caisse, suivi par le secteur du BTP avec un taux de 30%.<sup>1</sup>

La distribution des garanties accordées par la CGCI par nature d'investissement indique que la majeure partie de l'intervention de la caisse se trouve au profit de projets de développement (73%) contre seulement 27% de couverture pour les projets en phase de création. Cette situation a été qualifiée, par Mr Daoudi<sup>2</sup>, de contraire à l'essence même de la création de la caisse qui est normalement d'assurer la couverture des crédits d'investissement pour des créations de PME et non pas des PME qui sont en développement, étant donné que le plus grand risque réside dans la création qui est une aventure, contrairement à une PME existante avec laquelle la banque a déjà un historique lui permettant de mieux apprécier sa situation.

Face à ce constat, le représentant de la caisse, en exprimant son insatisfaction du rythme d'évolution de la caisse, a fait part de son objectif de renverser cette tendance en collaboration avec les banques afin d'aider l'entreprise en création et la soutenir, d'autant plus que la création est la phase privilégiée en terme de conditions de garantie avec un taux de couverture de 80% contre 60% pour les projets entrepris par des PME en phase de développement. Ce renversement semble déjà en cours de concrétisation courant l'année 2016 (tableau n°29) avec un gain en importance (+6%) des projets de création durant l'exercice 2016 représentant un taux de 36% de l'ensemble des dossiers acceptés.

**Tableau n°29 : Evolution du portefeuille de la CGCI par nature d'investissement**

Finalité	Au 31/12/2014		Au 31/12/2015		Au 31/12/2016	
	Nb Dossiers	%	Nb Dossiers	%	Nb Dossiers	%
Création	198	30%	220	30%	320	36%
Développement	473	70%	521	70%	560	64%
<b>Total</b>	<b>671</b>		<b>741</b>		<b>880</b>	

Source : CGCI, bilan d'activité au 31/12/2006 ([www.cgci.dz](http://www.cgci.dz))

Cette faiblesse du bilan d'activité de la caisse est attribuable, selon Mr Daoudi, à la non-appropriation du dispositif et la non-assimilation partielle du dispositif par certaines structures des banques, qui font beaucoup d'erreurs en matière de recours à la garantie, en matière de présentation de dossiers, en matière de présentation de demandes de garantie et en matière de déclaration de sinistre. Il s'agit bien d'une entrave d'ordre culturel qui fait que les banques de la place soient si réticentes vis-à-vis d'un tel dispositif inégal sur la place, malgré l'assouplissement significatif de la procédure de garantie sur le plan administratif.

<sup>1</sup>- Bilan publié par la CGCI sur son site officiel ([www.cgci.dz](http://www.cgci.dz)).

<sup>2</sup>- Daoudi Ammar, Directeur général de la CGCI-PME, dans une interview avec le quotidien *Reporters*, lors du regroupement régional organisé à Oran le 28 mai 2015.

## Sous-section 2. Le capital-investissement comme instrument de facilitation

La première apparition explicite de la notion de capital-investissement dans la législation algérienne fut avec la promulgation de la loi n° 06-11 du 24 juin 2006 relative à la société de capital-investissement.

Vue qu'il s'agit du premier dispositif réglementaire traitant explicitement de l'activité de capital-investissement, cette loi devait apporter une définition de l'activité, du statut et des conditions d'exercice pour les organismes dont la vocation est le capital-investissement, ainsi que les règles prudentielles applicables au métier.

### 1. La société de capital-investissement (SCI)

La société de capital-investissement est définie à travers son cadre législatif, les conditions d'exercice de son activité ainsi que le régime fiscal qui lui est appliqué.

#### 1.1. Cadre législatif propre aux SCI

La loi N° 06-11, précitée, apporte une première définition de l'activité de capital-investissement proprement dite, à travers la définition du type des sociétés habilitées à exercer ce métier avec les conditions qui s'y rattachent, tel que précisé par l'article 1<sup>er</sup> de cette loi lui fixant comme objet de « *définir les conditions d'exercice de l'activité de capital investissement par la société de capital investissement, ainsi que les modalités de sa création et de son fonctionnement* ».

Faisant référence à l'activité de base constituant l'objet même de sa création, l'article 2 de la loi 06-11 définit la société de capital-investissement (SCI) comme étant celle qui se spécialise dans « la participation dans le capital social et toute opération consistant en des apports en fonds propres et en quasi fonds propres dans les entreprises en création, en développement, en transmission ou en privatisation ». Cette activité est exercée, selon l'article 3 du même texte, par la SCI pour son propre compte ou pour le compte de tiers et selon le stade de développement de l'entreprise objet du financement.

Ainsi, le métier de capital-investissement, selon la définition adoptée par ce cadre réglementaire, est délimité en référence à la société de capital-investissement qui l'exerce et dont les conditions de constitution et d'exercice de ce métier sont définies par voie réglementaire. La SCI a la possibilité d'intervenir dans toutes les opérations de capital-risque, capital développement, capital-transmission initiées par elle-même ou dans le cadre de transactions de rétrocessions de participations, sur le marché secondaire, avec d'autres sociétés de capital-investissement, au moyen de souscription ou d'acquisition de toute valeur mobilière assimilée à des fonds propres, telle que les titres de créance convertibles, les titres participatifs et les comptes courants des associés.

#### 1.2. Conditions d'exercice de l'activité des SCI

Plusieurs conditions sont posées pour être habilité à exercer l'activité de de capital-investissement telle que définie par son cadre réglementaire.

##### 1.2.1. Capital social des SCI

La loi 06-11 stipule clairement, en vertu de ses articles 7 à 9, que la société de capital-investissement est constituée sous forme de société par actions, dont le capital social, détenu par tout type d'investisseur, est libéré en moitié à la date de constitution et le reste selon les dispositions du code de commerce.

---

Le niveau minimum du capital de la SCI et des modalités de sa détention, ont été fixés par voie réglementaire deux années après la promulgation de la loi organique dédiée au capital-investissement. Il s'agit du décret exécutif n° 08-56<sup>1</sup> qui exige, dans son article 2, comme capital minimum pour la SCI le montant de 100.000.000 de dinars, dont la souscription est réalisée, conformément à l'article 3 du même décret, exclusivement au moyen d'apports en numéraires ou d'acquisition d'actions. L'article 4 du même décret interdit à l'actionnaire personne physique, son conjoint et leurs ascendants et descendants, d'avoir ensemble le statut d'actionnaire majoritaire d'une SCI en détenant plus de 49% de son capital.

En sus des fonds propres constitués aux fins des opérations de financement constituant son objet et les dons, la SCI est habilitée à gérer des fonds, sous forme de quasi fonds propres, qui lui sont confiés par des tiers en vue de les investir dans les mêmes types d'opérations appartenant à son champ d'intervention. Cette activité de gestion de fonds d'autrui est réalisée par la SCI dans le cadre d'une convention entre la SCI et le tiers fixant les conditions et les modalités d'intervention à réserver aux fonds confiés.

### **1.2.2. Autorisation et contrôle des SCI**

L'exercice de l'activité de capital-investissement est soumis à une autorisation préalable délivrée le ministre chargé des finances, après avis de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB) et de la banque d'Algérie, après une demande d'autorisation déposée par les fondateurs auprès du ministère des finances comprenant certains documents de nature statutaire (pacte d'actionnaires, fiche des fondateurs, projets de statuts, déclaration de non-condamnation des fondateurs et dirigeants...) et opérationnelle (mode d'organisation et de fonctionnement, stratégie d'investissement)<sup>2</sup>. Les conditions d'autorisation et retrait de cette autorisation, notamment en matière de délais, de faits et de recours, sont fixés en vertu des articles 8 à 11 du décret n° 08-56 susvisé.

Outre son avis sollicité lors de la constitution, la COSOB est chargée, en vertu des dispositions du décret législatif n°93-10<sup>3</sup>, du contrôle de la société de capital-investissement en s'assurant principalement de la conformité permanente de ses activités aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur. Pour ce faire, la société de capital-investissement est tenue de communiquer régulièrement à la COSOB tout document nécessaire à l'exercice de sa mission de contrôle (rapport d'activité semestriel, documents comptables et financiers de fin d'exercices, rapports des commissaires en comptes ...etc), ainsi que de la tenir informée, sans délai, de tout changement portant sur les conditions relatives à l'autorisation d'exercice de son activité. En complément du contrôle sur pièces dont la SCI est tenue de communiquer à la COSOB, cette dernière est investie du droit d'effectuer des inspections accomplies aux sièges de la SCI.

### **1.2.3. Direction des SCI**

La fonction de direction de la SCI est également cadrée par la réglementation mis en

---

<sup>1</sup>- Décret exécutif n°08-56 du 11 février 2008 relatif aux conditions d'exercice de l'activité de la société de capital-investissement.

<sup>2</sup>- Le détail des informations à fournir par les fondateurs et les actionnaires détenant plus de 10% du capital de la société de capital-investissement, objet de la demande d'autorisation, avec à l'appui, une lettre d'engagement attestant de l'exactitude des informations fournies, est fixé, par le ministère des finances, dans l'arrêté du 14 mars 2009 définissant les informations à fournir à l'appui du dossier de demande d'autorisation pour l'exercice de l'activité de capital-investissement.

<sup>3</sup>- Décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières.

---

place pour l'exercice de l'activité de capital-investissement. Hormis la situation judiciaire exigée par la loi n°06-11 en vertu de son article 11, des critères de compétence et de professionnalisme ont fait l'objet d'un arrêté ministériel en application des dispositions de l'article 12 de loi relative à la SCI. L'arrêté, promulgué en 2008<sup>1</sup>, définit la qualité de dirigeant, concernée par les conditions exigées par voie réglementaire, regroupe le président et les membres du conseil d'administration, le directeur général et les cadres responsables qui disposent du pouvoir de prendre, au nom de la société, des engagements concernant des déboursements de fonds, des prises de risques ou des ordonnancements.

Les dirigeants doivent ainsi disposer d'un profil répondant aux conditions générales suivantes :

- Absence de condamnation judiciaire pour l'un des délits listés par l'alinéa 1 de l'article 2 de la loi n°06-11. Cette situation est justifiée par le biais du bulletin du casier judiciaire (bulletin n° 3) des dirigeants désignés, exigé parmi les documents à fournir lors de la constitution de la SCI<sup>2</sup>.
- Justifier, en tant que président du conseil d'administration, directeur général ou cadres responsables, d'un diplôme universitaire et d'une expérience professionnelle minimale de huit (8) années dans l'un des domaines suivants : banque, finances, économie d'entreprise, analyse financière et gestion du risque.
- Justifier, en tant que membre du conseil d'administration, d'un diplôme universitaire et d'une expérience professionnelle minimale de cinq (5) années dans les domaines économique, financier, commercial ou juridique.

Il importe de noter qu'en vertu de l'article 13 de la loi n°06-11, les changements qui interviennent au niveau des dirigeants de la société de capital investissement et des personnes membres des organes qui en dépendent doivent répondre aux mêmes conditions et/ou critères prévus par la loi en vigueur, et faire l'objet d'un accord préalable du ministre chargé des finances.

### **1.3. Règles de pratique et fiscalité propres aux SIC**

Il s'agit de présenter les règles prudentielles et statut fiscal applicable aux SCI.

#### **1.3.1. Règles prudentielles applicables aux SCI**

Le cadre réglementaire dédié à l'activité de capital-investissement, dès sa première promulgation en vertu de la loi n°06-11 et ses textes d'application, a introduit, en sus des règles régissant la constitution des SCI, certaines règles pratiques que la société de capital-investissement, telle que définit par la loi en question, est tenue d'observer dans la réalisation de ses opérations d'investissement et les activités qui s'y rattachent. Ainsi, les SCI sont tenues de :

- ne pas employer plus de 15% de ses fonds propres dans des participations dans le capital d'une même entreprise. Cette mesure permet principalement de garantir un niveau minimum de diversification des ressources de la SCI et minimiser, ainsi, son exposition globale.
- ne pas détenir des actions représentant plus de 49% du capital d'une même entreprise

---

<sup>1</sup>- Arrêté du ministère des finances du 27 mars 2008, fixant les critères de compétence et de professionnalisme des dirigeants de la société de capital investissement.

<sup>2</sup>- Voir Annexe I de l'arrêté du ministère des finances du 14 mars 2009 définissant les informations à fournir à l'appui du dossier de demande d'autorisation pour l'exercice de l'activité de capital investissement.

---

investie. Il s'agit à travers cette règle d'interdire à une SCI de devenir actionnaire majoritaire au sein d'une entreprise en portefeuille. Quoiqu'elle coïncide avec la tendance générale en matière de position actionnariale des capital-investisseurs, le statut de minoritaire obligatoire exclut nécessairement du champ d'intervention des SCI les opérations de reprise totales.

- ne pas procéder à des emprunts au-delà de 10% de ses fonds propres nets, et qu'il ne fait pas investir en participation. Ce qui revient à exclure les opérations d'acquisition à effet de levier (LBO/LBI) du champ d'intervention des SCI, quoique ce type d'opérations représente, en terme de volume, une part majoritaire des opérations de type *private equity* sur les marchés internationaux<sup>1</sup>;
- conclure pour chaque prise de participation un pacte d'actionnaires précisant notamment la durée de conservation de la participation et les conditions de sortie. Rien n'est stipulé par le législateur relativement à la possibilité de prévoir dans le pacte d'actionnaires des règles de partage des cash-flows et du contrôle entre les associés qui pourrait se trouver en contradiction des dispositions du code de commerce, ainsi que le pouvoir juridictionnel du pacte d'actionnaires, étant donné qu'il s'agit d'un document extrastatutaire.

### 1.3.2. Statut fiscal applicable aux SCI

En parallèle aux règles et conditions mises en place par voie réglementaire et les engagements de *reporting* qui en découlent, le statut de SCI confère à la société un statut fiscal indépendant visant, en principe, à promouvoir l'activité de prise de participation et l'accompagnement stratégique visant la création de valeur, comme un vecteur clé de promotion et de développement des PME et de l'économie en général.

Le statut fiscal auquel la SCI est soumise prévoit les dispositions suivantes :

- exonération totale de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (IBS) pour les revenus réalisés sous forme de dividendes, produits de placements et de plus-values de cession des actions et parts sociales des sociétés investies.
- application d'un taux réduit de 5% au titre de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (IBS) sur le reste des produits réalisés.
- application d'un droit d'enregistrement fixe d'un montant de 500 DA, et de 20 DA par page pour tout acte de constitution, d'augmentation et réduction de capital et de cession de valeurs mobilières.
- Le bénéfice des avantages fiscaux relatifs à l'impôt sur les bénéfices des sociétés est, en vertu des articles 12 et 13 du décret exécutif n°08-56, subordonné à l'engagement de la société de conserver sa participation dans le capital de l'entreprise investie pour un délai d'au moins 5 ans, calculé par année calendaire à compter du 1<sup>er</sup> janvier de l'année qui suit la date de souscription ou de participation. Les règles pratiques de conservation ouvrant droit pour la SCI à ces mesures fiscales incitatives sont précisées par arrêté du ministère des finances<sup>2</sup>. A cet effet, la SCI doit souscrire un engagement de conservation des fonds investis avec la demande d'exonération de l'IBS, ainsi que

---

<sup>1</sup>- Le rapport PreQuin publié en 2016 fait ressortir une valeur totale de 411 milliard de dollar US pour les transactions de type buyout contre 136 milliard de dollars US pour les autres formes standards de prises participation. Les sorties réalisées par les professionnels de capital-investissement sont également majoritairement de type buyout (416 milliards de dollars US contre 73 milliards pour le reste).

<sup>2</sup>- Arrêté du ministère des finances du 30 mai 2010 portant modèle de l'engagement et définissant les règles pratiques de conservation par les sociétés de capital-investissement des participations et de leur contrôle.

---

de s'engager à fournir une attestation de respect de ses engagement délivrée par la COSOB, sous peine de devoir reverser le montant correspondant à l'exonération consentie, majorée des pénalités et amendes prévues par la législation en vigueur.<sup>1</sup>

## 2. La société de gestion de fonds d'investissement (SGF)

La société de gestion des fonds de capital-investissement représente la deuxième forme légale d'exercice du métier de capital-investissement récemment introduite par le législateur algérien.

### 2.1. Définition de l'activité de gestion de fonds d'investissement

Le cadre initial de réglementation dédié à l'activité de capital-investissement, représenté par la loi n°06-11, restreint ce champ d'activité aux seules sociétés constituées avec comme objet de se servir principalement de leurs capitaux propres afin de réaliser les opérations de prises de participation et de financement. La réglementation lui confère également, en second lieu, la possibilité d'intervenir en qualité d'intermédiaire pour investir, sur base d'un mandat, des fonds de tiers et ainsi que de gérer des valeurs mobilières.

Toutefois, une telle définition du capital-investissement adoptée par le législateur confond les deux formes d'exercice du métier de capital-investissement sur les marchés internationaux qui favorisent la forme en commandite dans laquelle une société de gestion de fonds s'intercale entre les investisseurs, généralement institutionnels, et les entreprises en quête de financements structurants et d'opportunités de croissance.

En réponse aux maintes revendications de la part des professionnels de l'investissement en capital, insistant sur l'effet négatif que pourrait avoir l'absence de cette forme d'intervention sur le développement de ce mode de financement complémentaire pour les entreprises<sup>2</sup>, les pouvoirs publics ont procédé à la promulgation d'un nouveau texte, en modifiant les dispositions de la loi de 2006 relative aux sociétés de capital-investissement, afin d'instaurer un cadre réglementaire approprié permettant l'exercice de l'activité d'investissement en capital conformément aux pratiques internationales.

La loi n°15-18 est venue, dans son article 70, modifier et compléter les dispositions de l'article 1<sup>er</sup> de la loi n°06-11, précitée, afin d'élargir le champ d'intervention dans l'activité de capital-investissement pour inclure la société de gestion de fonds d'investissement. Ainsi, cette loi stipule, en guise de définition, que « les sociétés de gestion de fonds d'investissement peuvent exercer, l'activité de capital investissement, par mandat des sociétés de capital investissement ». Seulement, la société de gestion de fonds d'investissement, selon la définition avancée par l'amendement ci-dessus, ne peut intervenir que sur mandat de gestion exclusivement avec une société de capital-investissement. Or, la pratique internationale confère plein droit à la société de gestion de fonds d'investissement d'initier, à sa propre initiative, des fonds d'investissement auprès des investisseurs afin d'en assurer la gestion en mode participation.

C'est avec la promulgation du décret exécutif n°16-205 que le législateur s'est

---

<sup>1</sup>- Malgré le fait que le chapitre III du décret exécutif n°08-56 du 11 février 2008, soit intitulé « Statut fiscal de la société de capital-investissement et des investisseurs », aucune mention n'est apporté quant au régime fiscal applicable aux investisseurs dans le domaine du capital-investissement hormis la société de capital-investissement elle-même, ce qui laisse à comprendre que les investisseurs reste naturellement soumis au régime général applicable aux autres inventeurs.

<sup>2</sup>- TAALBA, Y., directeur de MghrebInvest Algérie, lors d'une rencontre organisée par le CARE 03/06/2014.

rattrapé en apportant une définition appropriée à l'activité de gestion de fonds d'investissement<sup>1</sup>, tout en la distinguant de la SCI par son orientation plutôt à se spécialiser dans la gestion de l'activité d'investissement en capital pour le compte des tiers sans pour autant les déterminer, avant d'ajouter la possibilité pour la SGF d'être mandatée par une SCI en vue de gérer les fonds qu'elle lui confie.

## **2.2. Conditions d'exercice de l'activité de gestion de fonds d'investissement**

A l'instar de la SCI, la constitution d'une société de gestion de fonds d'investissement et les modalités de l'exercice de son activité, sont soumises à des conditions spécifiques fixées par le cadre réglementaire dédié, en sus des dispositions générales applicables aux sociétés de capital-investissement, conformément à l'article 2, alinéa 2 du décret n°16-205 qui stipule que la SGF est régie par les dispositions générales de la loi n°06-11, en sus des dispositions spécifiques introduites par le décret.

### **2.2.1. Constitution des SGF**

La société de gestion de fonds d'investissement est constituée sous forme de société par actions, dont le capital social est libéré entièrement à la date de constitution. Le montant minimum du capital que la SGF est autorisée à constituer est fixé à 10.000.000 de dinars, soit le dixième du capital minimum exigé pour la constitution des sociétés de capital-investissement.

L'exercice de l'activité de gestion de fonds d'investissement est soumis aux mêmes conditions d'autorisation requises pour la SCI. Les intermédiaires en opérations de bourses (IOB) sont autorisés, à leur demande, par la COSOB à exercer cette activité, sous réserve d'une autorisation par le ministère des finances<sup>2</sup>.

### **2.2.2. Direction des SGF**

La fonction de direction de la société de gestion de fonds, à l'instar de la SCI, est soumise aux exigences instaurées par les dispositions de la loi n°06-11, en matière de droits civiques et non-condamnation à aucun des délits prévus par son article 11. Le décret n°16-205 insiste également, dans son article 5, que l'autorisation d'exercer pour la société de gestion de fonds, est tributaire de présentation par cette dernière de garanties suffisantes, notamment en matière, entre autres, de compétences professionnelles.

L'article 10 du règlement de la COSOB n°16-03, exige au directeur de la société de gestion et au responsable de l'activité de la société de gestion au sein de l'IOB de suivre une formation organisée par un organisme de formation dont le programme est fixé en collaboration avec la COSOB.<sup>3</sup>

Sur le plan organisationnel, et afin de lui permettre de mener à bien les activités objet de sa constitution, telles que listées par l'article 3 du règlement n°16-03, notamment la gestion des opérations réalisées et des risques y afférents, tout en garantissant la protection des intérêts des uns et des autres en conformité avec la réglementation, l'article 4 du même

---

<sup>1</sup>- Décret exécutif n°16-205 du 25 juillet 2016 relatif aux modalités de constitution, de gestion et d'exercice de l'activité de la société de gestion de fonds d'investissement.

<sup>2</sup>- Un règlement de la COSOB n°15-01 du 15 avril 2015 relatif aux conditions d'agrément, aux obligations et au contrôle des intermédiaires en opérations de bourse, exige aux IOB, parmi les conditions de leur agrément, de disposer d'un capital social minimum de 10.000.000 de dinars libéré en totalité à la date de constitution.

<sup>3</sup>- Règlement n°16-03 du 1<sup>er</sup> septembre 2016 relatif aux garanties que doit présenter la société de gestion de fonds d'investissement en matière d'organisation, de moyens techniques et financiers et de compétences professionnelles.

---

règlement, exige à la SGF de faire apparaître, au sein de son organigramme, trois postes de responsabilités clés :

- Le responsable chargé de la mise en œuvre de la politique de placement.
- Le responsable chargé du contrôle de conformité dont la mission principale est de veiller au respect des obligations professionnelles applicables aux SGF. Il représente l'interlocuteur de l'autorité de contrôle en ce qui concerne l'application des textes législatifs et réglementaires au sein de sa société, notamment en ce qui concerne les règles déontologiques.<sup>1</sup>
- Le responsable chargé du contrôle des risques.

### **2.3. Règles applicables à l'activité de gestion de fonds d'investissement**

L'activité de gestion de fonds d'investissement confiés par des tiers, avec des exigences de fonds moins contraignantes en matière de capital social, nécessite le renforcement des prudentielles et de gouvernance des sociétés habilitées à l'exercer, à l'effet de garantir aux investisseurs un niveau maximum de protection de leurs avoirs, d'autant plus que cette forme d'intervention à trois niveaux (investisseurs, société de gestion, entreprises en portefeuille) est généralement source de conflits d'intérêts qu'il faut absolument détecter et prendre en charge.

#### **2.3.1. Règles prudentielles applicables aux SGF**

La société de gestion de fonds est autorisée, en vertu des dispositions du décret exécutif n°16-205, article 8 et 10, à gérer plusieurs fonds d'investissement confiés par des tiers ou qu'elle institue à sa propre initiative. La gestion de ces fonds est réalisée sur la base de mandats de gestion avec les apporteurs de fonds devant préciser au moins les éléments clés suivant :

- L'objet du mandat qui doit couvrir l'activité de capital investissement.
- L'identification du fonds d'investissement et de la société de gestion concernée.
- Les modalités de rétribution de la société de gestion.
- les modalités d'information des détenteurs des fonds sur l'exercice du mandat.
- La durée du mandat.
- Les conditions et modalités de résiliation du mandat de gestion conformément à la législation en vigueur.

En vertu des dispositions prévues par le décret n°16-205 dans ses articles 15 et 16, la société de gestion de fonds d'investissement est tenue de :

- ne pas employer plus de 5% de ses fonds propres dans des participations, parallèlement aux investissements qu'elle réalise avec les fonds sous sa gestion.
- ne pas détenir des actions représentant plus de 49% du capital d'une même entreprise investie.
- élaborer pour chaque participation un pacte d'actionnaires qui précise, notamment, la

---

<sup>1</sup>- Instruction COSOB n°16-04 du 18 décembre 2016 portant sur les fonctions et les conditions de qualification et d'inscription du responsable de la conformité. Les dispositions de ce règlement, initialement destinées aux IOB, s'appliquent aux sociétés de gestion de fonds d'investissement en vertu de l'article 6, alinéa 2, du règlement n°16-03, précité.

durée de conservation de la participation et les conditions de sortie.

- souscrire une assurance responsabilité civile professionnelle couvrant l'ensemble des risques liés à son activité.<sup>1</sup>

### ***2.3.2. Règles de déontologie propres à la société de gestion de fonds***

Les règles de déontologie, telles que définies par le règlement n°16-04, se réfèrent, notamment, aux bonnes pratiques de gestion et de prévention des conflits d'intérêts, applicables à la société de gestion ainsi qu'à ses employés impliqués dans l'activité de gestion de fonds d'investissement, y compris dans l'ingénierie financière ou dans la relation d'affaires avec la société dans laquelle les fonds sont investis.<sup>2</sup>

L'objet de ces règles est de prévenir contre tout abus de la relation de confiance, base du métier de gestion des fonds de tiers, et prémunir ainsi contre toute forme de conflits d'intérêts pouvant s'établir dans l'exercice de la fonction d'intermédiation entre les apporteurs de fonds et les entreprises investies, d'où l'importance de mettre en place des procédures de contrôle permettant de garantir que la société de gestion des fonds, à travers ses dirigeants et employés, se comportent en toutes circonstances avec compétence, diligence et loyauté tant à l'égard des porteurs des parts du fonds d'investissement qu'à l'égard des sociétés cibles.

A ce titre la SGF est tenue de :

- respecter les termes du mandat de gestion.
- respecter les principes de transparence, de confidentialité et d'égalité de traitement à l'égard des fonds sous mandats de gestion.
- garantir l'absence des délits d'initiés, de conflits d'intérêts et des intérêts personnels de ses collaborateurs vis-à-vis des sociétés cibles ou en portefeuilles, ou, le cas échéant, prendre toutes les mesures pour gérer ces conflits.
- mettre en place les procédures nécessaires permettant de recueillir, au moins, sur une base annuelle, les déclarations des employés portant sur les transactions, les liens et les intérêts qu'ils entretiennent par eux-mêmes ou par leur conjoint ou leurs ascendants et descendants avec la société cible.
- mettre en place un contrôle de conformité effectif, pour s'assurer que ses employés respectent en permanence l'ensemble des règles de déontologies édictés par l'autorité de contrôle.

---

<sup>1</sup>- L'assurance responsabilité civile professionnelle, également appelée assurance RC Pro ou RCP, permet à l'assuré de pouvoir répondre d'une erreur, d'une faute, d'un oubli ou d'un quelconque dommage envers quelqu'un ou quelque chose, en tant que base de la couverture professionnelle.

<sup>2</sup>- Règlement COSOB n°16-04 25 octobre 2016 relatif aux règles fondamentales de déontologies à respecter par la société de gestion de fonds d'investissement.

---

## Section 3. Nouvelle loi sur la promotion de l'investissement

Une nouvelle loi vient d'être promulguée pour consacrer un nouveau code de l'investissement en Algérie. Il s'agit de la loi n°16-09<sup>1</sup> qui procède, dit-on, à une refonte du dispositif régissant l'investissement. Cette nouvelle loi est venue abroger, en vertu de son article 38, les dispositions de l'ordonnance n°01-03, précitée, à l'exception des dispositions régissant l'institution des deux organes en charge de la mise en place de la stratégie de promotion de l'investissement, le CNI et l'ANDI dont un texte réglementaire devrait apporter une restructuration organisationnelle et fonctionnelle<sup>2</sup>.

### Sous-section 1. Axes et régimes fiscaux de la nouvelle loi sur l'investissement

#### 1. Axes de la nouvelle loi sur l'investissement

La loi n°16-09, précitée, portant nouveau cadre réglementaire applicable à l'investissement en Algérie, est axée autour de trois éléments :

- La reconstruction de l'architecture institutionnelle à travers la restructuration de l'ANDI, aussi bien sur le plan organisationnel que fonctionnel, afin qu'elle soit en mesure de conduire les nouvelles missions que le nouveau cadre lui confie, axées autour de la promotion territoriale, l'accompagnement de l'investisseurs et le suivi post-réalisation.
- L'optimisation du soutien étatique à l'investissement et la mise en adéquation du système d'incitations avec la politique de développement inespérée principalement par la situation économique qui prévaut actuellement dans le pays afin d'accroître la satisfaction des besoins réels de l'économie nationale.
- L'ajustement du cadre de régulation des IDE en Algérie et l'amélioration de l'attrait de la législation en matière d'investissement.

#### 2. Régimes fiscaux applicables à l'investissement

Plusieurs mesures sont apportées par le nouveau cadre de promotion de l'investissement, à commencer par la redéfinition de son champ d'application et les régimes d'aides prévus par catégories d'investissement.

##### 2.1. Définition de l'investissement

Les investissements qui rentrent dans le champ d'application de la nouvelle loi appartiennent à deux catégories principales :

- Les acquisitions d'actifs dans le cadre de création d'activités nouvelles, d'extension de la capacité de production et/ou de réhabilitation.
- Les participations dans le capital d'une société.

En sus des deux catégories d'activités ci-dessus, la nouvelle loi intègre à son champ

---

<sup>1</sup>- Loi n°16-09 du 3 août 2016 relative à la promotion de l'investissement.

<sup>2</sup>- Il s'agit de six décrets exécutifs en guise de textes d'application de la loi n°16-09, précitée, publiés au JORA n°16 en date du 5 mars 2017, ayant pour objet de réorganiser l'agence nationale de développement de l'investissement, de fixer les listes négatives, les seuils d'éligibilité et les modalités d'application des avantages prévus pour les différents types d'investissement et des avantages accordés aux investissements créant plus de 100 emplois, de fixer les modalités de la modalité du suivi des investissements, de fixer les modalités d'enregistrement des investissements.

d'application deux nouvelles catégories de biens :

- Les biens, neufs ou rénovés, constituant des apports extérieurs en nature entrant dans le cadre d'opérations de délocalisation d'activités à partir de l'étranger.
- Les biens faisant l'objet d'une levée d'option d'achat par le crédit preneur, dans le cadre des opérations de crédit-bail international, à condition que ces biens soient introduits à l'état neuf sur le territoire national.

Ainsi, par rapport à l'ancien code de l'investissement, consacré par la loi n°01-03, précitée, les reprises d'activités dans le cadre d'une privatisation sont dorénavant exclues des dispositions de cette nouvelle loi. De plus, la loi n°16-09 prévoit, dans son article 5 alinéa 2, l'élaboration de deux listes exhaustives comprenant respectivement les activités et les biens et services exclus des avantages accordés à travers ses diverses dispositions<sup>1</sup>.

Les investissements éligibles aux régimes incitatifs prévus par cette loi, doivent, pour en bénéficier, faire l'objet préalablement à leur réalisation d'un enregistrement auprès de l'ANDI<sup>2</sup>, une procédure qui confère au promoteur, de manière automatique, plein droit de se prévaloir des avantages de réalisation auxquels il ouvre droit, sauf si l'investissement appartient à la catégorie présentant un intérêt particulier pour l'économie ou son montant atteint 5 milliards de dinars dont l'enregistrement nécessite un avis favorable du Conseil National de l'Investissement.

## 2.2. Régimes d'incitation applicables à l'investissement

Le système d'incitation mis en place par la nouvelle loi est axé sur trois niveaux, représentant respectivement les avantages de droit commun, les avantages d'ordre spécifique et les avantages exceptionnels.

### 2.2.1. Régime des avantages communs

Ce régime s'applique à tous les investissements localisés en dehors de certaines zones géographiques et ne présentant pas un intérêt particulier pour l'économie nationale, régis par d'autres régimes incitatifs dédiés. Ces investissements bénéficient d'avantages fiscaux et parafiscaux répartis sur les deux phases de réalisation et exploitation.

**Phase de réalisation :** au titre de cette phase, dont la durée est fixée avec les services de l'ANSI, l'investissement bénéficie des avantages suivants :

- exonérations de droits de douane pour les biens importés et entrant directement dans la réalisation de l'investissement.
- franchise de la TVA pour les biens et services importés ou acquis localement entrant

---

<sup>1</sup>- Ces listes sont fixées par le décret exécutif n°17-100 du 5 mars 2017 fixant les listes négatives, les seuils d'éligibilité et les modalités d'application des avantages aux différents types d'investissement. La première liste comprend les activités exclues des avantages prévus par la loi n°16-03 et comprend le commerce de détail et de gros, 152 types de services et 12 activités productives dont celle du rond à béton, les meuneries, la production de l'eau minérale, manufacture de tabac, la fabrication du ciment gris, les briqueteries, la promotion immobilières et l'industrie de l'amiante, ainsi que toutes les formes d'importation, les formes de montage et d'assemblage qui ne répondent pas aux taux d'intégration requis et les activités artisanales (ambulante, foraine, à domicile...). Tandis que la seconde liste concerne les biens objet d'une exclusion et comprend le matériel de transport routier pour propre compte, les équipements de bureau et de communication non directement utilisés dans la production, l'emballage récupérable, les agencements et installations, les équipements sociaux, les biens rénovés utilisés dans des activités exclues, ainsi que les stocks encours.

<sup>2</sup>- Les modalités d'enregistrement sont fixées par le décret exécutif n°17-102 du 5 mars 2017 portant le même objet.

directement dans la réalisation de l'investissement.

- exemption du droit de mutation à titre onéreux et de la taxe de publicité foncière, pour toutes les acquisitions immobilières effectuées dans le cadre de l'investissement concerné.
- exemption des droits d'enregistrement, de la taxe de publicité foncière, ainsi que de la rémunération domaniale portant sur les concessions des biens immobiliers bâtis et non bâtis destinés à la réalisation de projets d'investissement. Ces avantages s'appliquent pour la durée minimale de la concession consentie.
- abattement de 90% sur le montant de la redevance locative annuelle fixée par les services des domaines pendant la période de réalisation de l'investissement.
- exonérations de la taxe foncière sur les propriétés immobilières entrant dans le cadre de l'investissement, pour une période de dix (10) ans, à compter de la date d'acquisition.
- exonérations des droits d'enregistrement frappant les actes constitutifs de sociétés et les augmentations de capital.

**Phase d'exploitation :** après constat d'entrée en exploitation, l'investissement bénéficient, pour une période de trois (3) ans ou cinq (5) ans si l'investissement crée plus de cent (100) emplois<sup>1</sup>, des avantages suivants :

- exonérations de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS).
- exonérations de la taxe sur l'activité professionnelle (TAP).
- abattement de 50 % sur le montant de la redevance locative annuelle fixée par les services des domaines.

### **2.2.2. Régime des zones à promouvoir**

Ce régime s'applique aux investissements réalisés dans les régions du Sud et des Hauts plateaux ainsi que toute autre zone dont le développement nécessite une contribution particulière de l'Etat. Au même titre que pour le droit commun, les investissements réalisés dans ces zones spécifiques se prévalent des avantages aussi bien au titre de la phase de réalisation qu'après le début de l'exploitation.

**Phase de réalisation :** en phase de réalisation, l'investissement éligible à ce régime ouvre droit aux mesures incitatives suivantes :

- exonérations de droits de douane pour les biens importés et entrant directement dans la réalisation de l'investissement.
- franchise de la TVA pour les biens et services importés ou acquis localement entrant directement dans la réalisation de l'investissement.
- exemption du droit de mutation à titre onéreux et de la taxe de publicité foncière, pour toutes les acquisitions immobilières effectuées dans le cadre de l'investissement concerné.
- exemption des droits d'enregistrement, de la taxe de publicité foncière, ainsi que de la

---

<sup>1</sup>- L'investissement ouvre droit à cette prolongation de la période de bénéfice des avantages au titre de la période d'exploitation lorsqu'il prévoit la création de plus de 100 emplois permanant durant la période allant de la date d'enregistrement de l'investissement auprès des services de l'ANDI à l'achèvement de la première année de la phase d'exploitation. Le décret exécutif n°17-105 du 5 mars 2017 fixe les modalités d'application de ces avantages supplémentaires d'exploitation, particulièrement les conditions à remplir pour ces emplois créé selon la phase du projet d'investissement.

---

rémunération domaniale portant sur les concessions des biens immobiliers bâtis et non bâtis destinés à la réalisation de projets d'investissement. Ces avantages s'appliquent pour la durée minimale de la concession consentie.

- exonérations de la taxe foncière sur les propriétés immobilières entrant dans le cadre de l'investissement, pour une période de dix (10) ans, à compter de la date d'acquisition.
- exonérations des droits d'enregistrement frappant les actes constitutifs de sociétés et les augmentations de capital.
- la prise en charge partielle ou totale par l'État, après évaluation par l'ANDI des dépenses au titre des travaux d'infrastructures nécessaires à la réalisation de l'investissement.
- la réduction du montant de la redevance locative annuelle fixée par les services des domaines au titre de la concession de terrains, et ce au dinar symbolique le mètre carré (m<sup>2</sup>) pendant une période de quinze (15) années pour le Sud et dix (10) années pour le reste des zones, et de 50 % du montant de la redevance domaniale au-delà de cette période.

**Phase d'exploitation :** cette phase s'étale sur dix (10) années à commencer après constat de mise en exploitation, au titre de laquelle l'investissement éligible bénéficie de :

- exonération de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS).
- exonération de la taxe sur l'activité professionnelle (TAP).

### **2.2.3. Régime des avantages exceptionnels**

Les investissements qualifiés par le CNI comme ayant un intérêt particulier pour l'économie nationale bénéficient de mesure exceptionnelle par voie de convention négociée entre l'investisseur et l'Etat Algérien représenté par l'ANDI et le CNI. Ces avantages exceptionnels peuvent être :

- un allongement de la durée des avantages d'exploitation prévus pour le régime commun pour une période pouvant aller jusqu'à dix (10) ans.
- l'octroi des exonérations ou réductions des droits de douanes et toutes impositions à caractère fiscal, des subventions, aides ou soutien financier, ainsi que toutes facilités susceptibles d'être consenties, au titre de la réalisation pour la durée convenue.
- possibilité, après accords du CNI, de bénéficier, pour une période de cinq (5) ans maximum, d'exemptions ou réductions de droits, impôts et taxes y compris la TVA appliquée au prix des biens produits entrant dans le cadre des activités industrielles naissantes, auxquels est également appliqué le régime d'achats en franchise des biens et matières entrant dans leur production.
- possibilité, après accords du CNI, pour l'investisseur de transférer les avantages de réalisation acquis à ses contractants chargés de la réalisation de l'investissement pour son compte.

### **Sous-section 2. Dispositions structurantes de l'investissement**

Parmi les dispositions structurantes du cadre législatif et réglementaire de l'investissement en Algérie, la liberté d'investissement et l'investissement étranger méritent une présentation vue leur effet déterminant sur l'attractivité du marché algérien.

## 1. Liberté d'investissement

Le principe de la liberté d'investir a été explicitement consacré dans le premier cadre législatif de l'investissement de l'ère d'ouverture de l'économie du pays à l'économie mondiale<sup>1</sup>. Toutefois, le décret législatif n°93-12, stipulant, en vertu de son article 3, que « les investissements sont réalisés librement »<sup>2</sup>, introduit déjà au niveau du même texte une restriction faisant de lui une notion pas tout à fait absolue, en y rajoutant la réserve relative aux activités réglementées, les activités expressément réservées à l'Etat ou à ses démembrements ou à toutes personnes morales expressément désignée par un texte législatif<sup>3</sup>.

De nombreuses entraves à la consécration de cette liberté ont été levées par les réformes et amendements consécutifs du cadre législatif et réglementaire relatif à l'investissement telles que la limitation du pouvoir discrétionnaire du CNI par le biais de l'obligation de l'examen préalable des investissements<sup>4</sup>, et la suppression du régime de l'agrément préalable et son remplacement par une déclaration d'investissement, simplifiée davantage en un simple enregistrement en vertu de la loi n°16-09, précitée, qui consacre l'émergence d'un nouveau régime de contrôle des investissements en Algérie s'inscrivant dans l'optique d'un contrôle statistique et de suivi des investissements et non dans une optique d'appréciation de l'opportunité de ces derniers<sup>5</sup>.

Alors que l'ordonnance de 2001<sup>6</sup> pose clairement le principe de la liberté d'investissement sous réserve du respect de la législation relative aux activités réglementée<sup>7</sup> et au respect de l'environnement<sup>8</sup>, la loi n°16-09, toute en ne prononçant pas explicitement le principe de la liberté, étend les restrictions sur ce principe à toute réglementation pouvant être envisagée pour l'activité économique, en posant dans son article 3, que « les investissements sont réalisés dans le respect des lois et règlements en vigueur, notamment ceux relatifs à la protection de l'environnement, aux activités et professions réglementées et d'une manière générale, à l'exercice des activités économiques ».

---

<sup>1</sup>- La liberté d'investir a une valeur constitutionnelle dans la mesure où elle représente un corolaire du principe de la liberté d'investissement et de commerce reconnue par la Constitution nationale, dans son article 43.

<sup>2</sup>- Décret législatif n°93-12 du 5 octobre 1993 relatif à la promotion de l'investissement.

<sup>3</sup>- Taibi, A. "Les limites du principe de la liberté d'investir en droit algérien", *Revue internationale de droit comparé*, 65(3), 763-787, 2013, p764.

<sup>4</sup>- L'agrément du CNI est actuellement maintenue uniquement pour les investissements dont le montant dépasse 5 milliards de dinars et ceux relevant du régime des avantages exceptionnels régie par convention.

<sup>5</sup>- En sus de son rôle statistique et d'instrument de suivi, la formalité de déclaration sert au moment de la mise en exploitation de l'investissement d'étalon de mesure des engagements formellement pris par l'investisseur, consignés dans la déclaration, tels que le nombre d'emplois à créer, à titre d'exemple avec la réalisation effective de ces derniers, le délai de réalisation convenu avec l'ANDI...etc.

<sup>6</sup>- Ordonnance n°01-03, précitée.

<sup>7</sup>- Le décret exécutif n°97-40 du 18 janvier 1997 relatif aux critères de détermination et d'encadrement des activités et professions réglementées soumises à inscription au registre du commerce, soumet l'exercice de ces activités, en raison de préoccupations de sécurité, de préservation de la santé publique ou encore d'intérêts primordiaux nécessitant un encadrement juridique approprié, à divers procédés de contrôle parmi lesquels se trouvent notamment les autorisations et les agréments préalables.

<sup>8</sup>- La loi n° 83-03 du 5 février 1983 relative à la protection de l'environnement, soumet les installations classées en raison de la gravité des dangers ou des inconvénients que leur exploitation peut présenter, à un régime d'autorisation préalable. De plus, cette loi fait obligation, dans le cadre des études préalables à la réalisation de l'aménagement ou d'ouvrages, qui, par leur importance ou incidences sur le milieu naturel, peuvent porter atteinte à ce dernier, de procéder à une étude d'impact afin d'évaluer les incidences éventuelles sur l'équilibre écologique et le cadre et la qualité de vie de la population.

L'étude de la législation économique algérienne révèle que, pour différentes raisons, une telle liberté est loin d'être réellement remplie, en citant la présence, dans différents textes, une obligation d'investir dans la production qui pèse sur certains opérateurs, l'accentuation d'une inflation des textes juridiques à forte dominante réglementaire (décrets, arrêtés, règlements ...) ce qui amplifie l'instabilité de l'encadrement juridique et les risques d'abus de la part de l'administration, un phénomène qui, accentué par la faiblesse du contrôle exercé sur l'exécutif, est prévu d'affecter sérieusement le principe de la liberté d'investir.<sup>1</sup>

## 2. Investissement étranger

Plusieurs mesures sont prévues par le cadre réglementaire algérien pour l'encadrement des capitaux étrangers en Algérie. En tête de ces mesures se trouvent notamment le principe du traitement national, les conditions d'investissement et le droit de préemption.

### 2.1. Traitement national

Le principe du traitement national comporte l'interdiction de réserver, dans des circonstances similaires, un traitement différencié défavorable aux investissements étrangers par rapport aux investisseurs nationaux. C'est à travers cette dernière disposition que la réglementation nationale algérienne apparaît comme une réglementation d'incitation et non plus une réglementation de contrôle basée sur le principe de neutralité comme cela était le cas de sa devancière, à savoir le décret législatif n°93-12 du 05 octobre 1993<sup>2</sup>. En effet, le respect de ce principe est essentiel pour l'investisseur étranger, le risque serait sinon de favoriser des discriminations et de créer une concurrence déloyale en faveur des nationaux.

L'égalité du traitement est clairement posée par l'article 14 de l'ordonnance n°03-01 aux termes duquel, sous réserves des dispositions des conventions conclues avec leurs états d'origine, « *les personnes physiques et morales étrangères reçoivent un traitement identique à celui des personnes physiques et morales algériennes, eu égard aux droits et obligations en relation avec l'investissement* ». La loi n°16-09 s'est contentée de garantir un traitement juste et équitable sans pour autant littéralement citer une éventuelle égalité de traitement vis-à-vis de l'investisseur national. Or, plusieurs dispositions structurantes du cadre législatif et réglementaire de l'investissement font l'objet de débat quant à leur efficacité et cohérence avec les principes de base autour desquels est conçu le cadre incitatif pour la promotion de l'investissement.

Dans cette perspective, le régime unifié de l'investissement applicable aussi bien à l'investissement étranger que national, tel que mis en place par l'ordonnance n° 01-03 dans sa version initiale a, définitivement, été remis en cause par les modifications introduites par la loi de finances complémentaire pour 2009. De nouvelles règles sont venues pour singulariser le régime des investissements étrangers, notamment pour ce qui concerne leur admission et leur établissement, ainsi que la sortie des capitaux qui ont servi à leur constitution et leurs produits<sup>3</sup>, le système de notification et le droit de préemption réservé à l'Etat envers toute opération d'acquisition ou de cession.

---

<sup>1</sup>- Taibi, A., Op-cit., 2013, p765.

<sup>2</sup>- Ouguenoune, H. La politique de promotion et d'attraction de l'investissement en Algérie, Thèse de doctorat, Université Paris 3, 2015, p155.

<sup>3</sup>- Zuiten, A. Op-cit., p196.

---

## 2.2. Conditions d'investissement

L'entrée des investisseurs étrangers au sein de l'économie nationale s'effectue exclusivement dans le cadre de partenariats dans lesquels le partenaire étranger ne peut être que minoritaire à hauteur de 49% du capital des sociétés. Ce modèle d'investissement, appliquée depuis 2000 au seul secteur des hydrocarbures, a été instauré suite à l'adoption de la règle dite de 51/49% par la législation régissant les capitaux étrangers en Algérie, dans le cadre de la loi de finances complémentaire de 2009, qui pose dans son article 58, modifiant les dispositions de l'ordonnance n°01-03 avec un article 4 bis, que « *Les investissements étrangers ne peuvent être réalisés que dans le cadre d'un partenariat dont l'actionnariat national résident représente 51% au moins du capital social. Par actionnariat national, il peut être entendu l'addition de plusieurs partenaires* ».

La règle de 51/49%, quoiqu'elle relève, aux yeux de certains, du droit souverain de l'Etat de réguler les flux entrant sur son territoire en fonction de ses objectifs et politiques économiques, a suscité une véritable levée de bouclier, tant au niveau interne qu'externe, suite à sa généralisation pratiquement à tous les secteurs stratégiques et non stratégiques, dont certains y voient une mesure contre-productive, inutile, archaïque et dissuasive pour les capitaux étrangers<sup>1</sup>.

Outre cette restriction sur le capital des sociétés constituées en partenariat avec des investisseurs étrangers, la loi de 2016 requiert des seuils minima de capital social et des apports en devises, déterminés en fonction du coût global du projet d'investissement, avant que l'investisseur étranger ne puisse faire valoir la garantie de transfert du capital investi et des revenus qui en découlent<sup>2</sup>.

## 2.3. Droit de préemption

Parmi les mesures introduites par la réforme de 2009, parallèlement avec la règle de 51/49% citée ci-dessus, un droit de préemption est réservé à l'Etat ainsi qu'aux entreprises publiques économiques sur toutes les cessions de participations des actionnaires étrangers ou au profit d'actionnaires étrangers.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Ces positions ont été et continuent d'être sans cesse relayées à l'occasion de chaque réforme en relation avec l'investissement. L'économiste A. Mabtoul estime que cette règle répond plus à une idéologie nuisible à l'économie qu'à de la logique économique, faisant d'elle une mesure inopérante, même pour le secteur des hydrocarbures dans la partie concernant les petits gisements car elle risque de n'attirer que peu d'investisseurs sérieux (In le JeuneAfrique du 30/09/2012). A. Lamiri, quant à lui, considère que cette règle, malgré la noblesse de son objectif de protéger l'économie nationale, est en réalité inutile, nuisible et protège peu l'économie nationale (In le quotidien d'Oran du 21/09/2010). Par ailleurs, les partenaires extérieures de l'Algérie exercent également une pression sur les pouvoirs publics afin de procéder à une révision de cette règle, notamment dans le cadre des négociations avec l'OMC et les accords avec l'Union Européenne. Pour information, cette règle n'a fait l'objet que d'une simple extirpation du code des investissements (loi n°16-09, précitée) et reste applicable en vertu des dispositions de la loi de finances de 2016, article 66.

<sup>2</sup> L'article 25 de la loi n°16-09 pose que, sous réserve du respect de ces seuls minima, l'investisseur étranger se prévaut le transfert de son capital (numéraire, nature, réinvestissement) et les produits qui en découlent quel qu'en soit le montant.

<sup>3</sup> Contrairement aux pronostiques sur l'extirpation, voire même la suppression, de cette règle du code des investissements après le constat selon lequel elle aurait perdu le rôle d'instrument de contrôle de l'accès des étrangers à l'économie nationale suite à la suppression de la procédure de d'examen préalable par le CNI, le droit de préemption est maintenu parmi les dispositions de la nouvelle loi relative à l'investissement. L'alternative à cette règle explicite serait les dispositions du code des procédures fiscales instituant, en vertu de son article 38 quinquès, modifié par la loi de finances complémentaire de 2015, un droit de préemption au profit du trésor par le biais de l'administration de l'enregistrement sur, entre autres, les actions et parts sociales, dont le prix de vente ou la valeur sont estimés insuffisants..

Au sens de cette règle, toute opération de cession d'un investisseur étranger de ses participations est subordonnée à la présentation d'une attestation de renonciation à l'exercice du droit de préemption en cas de renonciation de l'Etat à l'exercice de son droit. Cette attestation est délivrée, après demande précisant le prix et les conditions de cession, par les services compétents du ministère chargé de l'industrie après délibération du Conseil des Participations de l'Etat dans un délai maximum de trois (3) mois tout en conservant, après délivrance de ladite attestation, de l'exercice du droit de préemption prévu par le code de l'enregistrement pour une période d'une année en cas d'insuffisance de prix. Le cas échéant, l'Etat procède à la reprise des participations cédées, par l'exercice de son droit légal de préemption, sur la base d'un prix arrêté sur la base d'une expertise.

Il faut noter, par ailleurs, que ce droit de préemption institué en vertu de l'article 62 de la Loi de finances complémentaire pour 2009 puis modifié successivement par les articles 46 de la loi de finances complémentaires de 2010 et 57 de la loi de finance de 2014, ne couvre que les opérations de cession en Algérie d'actions ou de parts sociales avec une contrepartie étrangère. La loi de 2016 est allée encore plus loin dans l'encadrement des investissements étrangers réalisés au sein de l'économie algérienne en conférant à l'Etat, sur objection du conseil des participations de l'Etat, un droit de préemption, en remplacement de l'ancien droit de rachat<sup>1</sup>, sur les cessions indirectes, à l'étranger, d'actions ou de parts sociales d'entreprises possédant des participations dans des entreprises de droit algérien ayant bénéficié d'avantages ou de facilités lors de leurs implémentation<sup>2</sup>.

A plusieurs reprises, l'Etat algérien a exprimé sa volonté de faire valoir son droit de préemption sur des cessions que la presse a relayé :

- L'opération de cession de Michelin Algérie au profit du groupe Cevital, où le droit de préemption ne concernait que le terrain, situé en plein cœur d'Alger, suite à l'annonce, en juin 2013, par le géant français des pneumatiques son intention de céder, dans un premier temps, 67% de ses activités en Algérie au groupe Cevital puis, à terme, 100% et arrêter ainsi sa production de pneus pour poids lourds dans son usine d'Alger vers la fin de 2013. L'opération de cession a fixé la montant de la transaction concernant le terrain abritant l'usine à 1,7 milliard de dinars, jugé bien loin de la réalité du marché, d'après les autorités algériennes.
- La vente de la tour du groupe français CMA-CGM, situé à Bab Ezzouar à l'est d'Alger à un investisseur du Moyen-Orient. L'expertise a évalué le bien à deux fois le prix de cession convenu entre les deux parties. L'Etat algérien a décidé d'exercer son droit de préemption en surenchérissant avec une offre majorée de 10% par rapport au prix fixé

---

<sup>1</sup>- La loi de finances complémentaire de 2010 a introduit, en guise de modification de l'ordonnance de 2001 relative à l'investissement, le régime de la consultation préalable du gouvernement algérien pour les cessions à l'étranger, totales ou partielles, des actions ou parts sociales des sociétés détenant des actions ou parts sociales dans des sociétés de droit algérien, ayant bénéficié d'avantages ou de facilités lors de leur implantation. La même loi a, de surcroît, conférer à l'Etat ou les entreprises publiques le droit de racheter les actions ou parts sociales de la société concernée à un prix fixé sur la base d'une expertise. Ce droit de rachat ne conférerait à l'Etat aucun droit d'acquisition prioritaire, car il est classé au même rang que tout autre acquéreur intéressé, pour l'acquisition de parts sociales ou d'actions de la société objet de cession indirecte.

<sup>2</sup>- L'article 31 de la loi n°16-09, précitée, après une définition des opérations de cessions indirectes, pose « la cession indirecte de sociétés de droit algérien ayant bénéficié d'avantages ou de facilités lors de son implémentation, donne lieu à l'information du conseil des participations de l'Etat ». A première lecture de cette disposition laisse comprendre que les cessions indirectes ayant bénéficié d'avantages sur les autres phases de développement (extension, réhabilitation) ne sont subordonnées à cette procédure de notification du CNPE et, a priori, celui du droit de préemption de l'Etat.

---

par l'expertise.

- L'acquisition de 51,7% des actions du groupe Orascom Télécom Holding SAE, qui est l'actionnaire principal d'OTA Algérie, au groupe russo-norvégien de téléphonie, VimpelCom. A travers le FNI, l'Etat Algérien a procédé à l'acquisition d'une participation de 51% dans la société Orascom Telecom Algérie SPA (OTA) pour un montant de 2,6 milliards de dollars<sup>1</sup>.
- La cession par le fonds de capital-investissement panafricain Africinvest de 15% de sa participation dans le capital de NCA Rouiba au groupe Cevital. Or, l'ouverture du capital de NCA Rouiba s'est faite en premier lieu par une offre publique de vente lors de laquelle Africinvest, qui détenait 36 % du capital, avait vendu 21% de ses actions, une opération à laquelle le ministère de l'industrie ne s'est pas opposé, comprenant que le droit de préemption n'est pas compatible avec les transactions en bourse.

---

<sup>1</sup>- A ce prix, représentant 51% de la valeur de Djezzy de 5,22 milliards de dollars, il faut rajouter le montant des dividendes bloqués depuis 2009 d'un montant 186,2 millions de dollars. Au total, VimpelCom a empoché 4 milliards de dollars net d'impôts après s'être acquittée des différentes amendes dues. Le groupe Cevital détient 3% de Djezzy qu'il cède à Vimpelcom pour 178 millions de dollars après l'encaissement de d'un dividende de 56 millions de dollars.

---

## Conclusion du chapitre quatre

Ce chapitre a passé en revue les principales évolutions du cadre législatif et institutionnel régissant l'investissement en Algérie, à travers les multiples réformes adoptées par le législateur algérien dont l'objectif, du moins théorique, était à chaque fois la promotion et le développement de l'investissement productif et l'amélioration des conditions d'implémentation et de réalisation des investissements. Ce processus de réforme continu s'inscrit d'une part, dans le mouvement global de restructuration de l'économie nationale dans son parcours de transition vers une économie de marché et, d'autre part, parallèlement à des mutations parfois contradictoires sur la scène internationale, maquées principalement par une première tendance d'ouverture et de libre-échange imposée par les effets de la mondialisation, puis d'une tendance, récente, des économies mondiales à se replier vers un protectionnisme pour faire face aux turbulences des crises économiques et financières telles que celle des *subprimes* de 2008.

Le cadre juridique s'est ainsi élaboré à la recherche d'un juste équilibre sous l'effet conjugué des deux objectifs conflictuels que poursuit pratiquement toute économie moderne, à savoir, d'un côté, l'attrait du maximum de capitaux au service du développement économique à travers son ouverture et les avantages et facilités accordés, et, de l'autre côté, la protection des intérêts de l'économie nationale et de ses avantages compétitifs par le biais de contrôles et politiques d'orientation. Ainsi, la législation algérienne en relation avec l'investissement a mis en place une variété de structures pour l'encadrement, la promotion et le suivi des investissements avec diverses attributions, marqués au début par la doctrine du contrôle administratif et le régime de l'agrément ou la licence préalable aux mains de structures administratives détenant le pouvoir décisionnel en la matière. Ceci dit, un changement de cap s'est imposé avec le changement de la conjoncture économique nationale et mondiale, soldé par l'adoption d'un régime de promotion de l'investissement privé et étranger tout en gardant, toutefois, le contrôle et le suivi de la réalisation de ces investissements conformément aux exigences nationales.

En dépit de toutes les imperfections, parfois propres au droit algérien, notamment en ce qui relève de son idéologie tant qualifiée de rentière et excessivement conservatrice, il serait toutefois déraisonnable de faire reposer la totalité de l'échec indéniable des politiques de développement de l'investissement et de diversification économique, seulement sur le droit. Le développement de l'investissement reste quand même un concept global touchant pratiquement à tous les rouages de la société, ce qui requiert l'intervention harmonisée de plusieurs facteurs ne relevant pas seulement du cadre juridique.

## CHAPITRE V : LA PRATIQUE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN ALGERIE

Le développement du mode de financement par capital-investissement afin qu'il puisse accomplir sa fonction principale de canalisation effective des capitaux vers l'investissement créateur de valeur nécessite un cadre complet de dispositifs réglementaires et institutionnels. La capacité de cette industrie de contribuer au financement de l'économie est en quelque sorte tributaire de plusieurs facteurs déterminants qui dépassent le cadre du droit national régissant l'activité de capital-investissement.

Ce chapitre tente d'énumérer les facteurs déterminants du développement de l'investissement en capital aussi bien sur le plan des fondamentaux de l'économie que sur le plan microéconomique, et ce à travers les facteurs de motivation et de réticence pouvant sous-tendre la décision d'une entreprise ou d'un porteur de projet de solliciter un investisseur en capital dans sa quête de financements nécessaires au lancement ou à la croissance de son affaire. L'offre de capital-investissement qu'incarnent les organismes spécialisés dans ce mode de financement représente le point de départ de cette activité, notamment en présence d'un cadre réglementaire dédié visant à faciliter le déroulement du processus de financement spécifique et la prise en charge de la relation d'investissement qui s'établit entre l'entreprise et l'investisseur.

Le marché de capital-investissement algérien compte plusieurs organismes actifs sur ce créneau de la finance, avec une majorité, en terme de nombre d'opérateurs, pour les institutions de droit public, étant donné la nouveauté de l'activité et les règles de constitution conservatrices à l'égard d'opérateurs privés nationaux, inexistantes jusqu'à présent, ou encore moins étrangers. Ces derniers, malgré un environnement d'investissement peu attractif relativement au reste des économies mondiales et régionales, arrivent quand même à réaliser quelques opérations de capital-investissement directement de l'étranger ou à travers des bureaux de représentation installés localement, mais qui restent loin de correspondre au potentiel d'investissement dont dispose l'économie algérienne dans différents secteurs d'activité prometteurs.

En face du potentiel considérable et des atouts indéniables en faveur du développement du capital-investissement en Algérie, plusieurs contraintes risquent toutefois d'entraver son acception comme un mode complémentaire de financement des entreprises, avant même d'arriver à analyser des problèmes d'ordre technique ou déontologique. Or, le capital-investissement constitue une nouvelle culture de financement et d'investissement nécessitant un changement de mentalités, de nouveaux réflexes et règles de jeu clairement définies pour l'ensemble des intervenants, à commencer par les pouvoirs publics dans leur politiques de développement jusqu'aux promoteurs, en passant par les investisseurs et les spécialistes en gestion de fonds d'investissement.

## Section 1. Le marché de capital-investissement en Algérie

Le capital-investissement est une activité naissante qui vient juste de commencer à attirer une attention de plus en plus accrue de la part des différents acteurs, notamment les pouvoirs publics qui œuvrent encore pour promouvoir les conditions de son exercice dans une optique de diversification des sources de financement de l'économie.

Cette section analyse d'abord l'état des lieux des organismes constituant le coté offre du marché de capital-investissement en Algérie, avant d'aborder les critères d'attractivité du marché algérien et sa position par rapport aux marchés régionaux et internationaux.

### Sous-section 1. Cartographie des organismes de capital-investissement en Algérie

Le marché algérien du capital-investissement compte seulement deux organismes explicitement spécialisés dans ce métier, El Djazair Istithmar et FINALEP en l'occurrence<sup>1</sup>, avec d'autres intervenants dont les prises de participation constituent une partie de leur portefeuille d'activités sans pour autant être libellés d'organismes de capital-investissement.

#### 1. Organismes installés en Algérie

Six organismes pratiquant le capital-investissement ont une représentation sur le marché algérien, à savoir : la FINALEP, Eldjazair Istithmar, SOFINANCE, Maghrebinvest, ASICOM et CBA Ventures.

##### 1.1. La FINALEP

###### 1.1.1. Création de la FINALEP

La FINALEP/Spa, Financière Algéro-Européenne de Participation, est une société mixte algéro-européenne de droit algérien, créée en 1991 avec un capital social initial de 73.750 MDA, entre des partenaires algériens majoritaires détenant 60% (40% pour la Banque de Développement Local et 20% pour le Crédit Populaire d'Algérie), et européens pour les 40% restantes (28.74% pour l'Agence Française de Développement et 11.26% pour la banque Européenne d'Investissement), avant de procéder à une première augmentation de son capital, en 1997, pour le ramener à 191,7 millions de dinars, puis une seconde augmentation en 2015 l'établissant à un montant de 1.200 millions de dinars<sup>2</sup>, partagé entre la Banque de Développement Local (BDL) pour 64%, le Crédit Populaire d'Algérie (CPA) pour 32% et l'Agence Française de Développement (AFD) pour 4%<sup>3</sup>.

L'actionnariat étranger s'est ainsi sensiblement réduit, après la sortie de la Banque Européenne d'Investissement conformément aux clauses du contrat de prise de

---

<sup>1</sup> Une troisième société, Algeria Capital Invest (ACI), a été agréé comme société de capital-investissement par le ministère des finances par décision du 4 juin 2015, mais qui est restée inactive jusqu'à l'annonce de sa dissolution après plus d'une année de son agrément. La société a été créée, avec un capital social de 100 millions de dinars, en partenariat entre des opérateurs américains détenant 49% du capital (M&E FINACIAL Grp 26%, AMERITAINE 13%, HELLARD INVESTMENTS 10%) et un groupe de personnes physiques résidentes pour 51% du capital.

<sup>2</sup> Une augmentation décidée lors de l'assemblée générale extraordinaire tenue en date du 9 avril 2015. Le rapport de 2016 de la COSOB indique que cette décision n'est pas encore mise en œuvre.

<sup>3</sup> Une réduction du capital de la FINALEP l'a fait passer de son niveau 191,7 MDA à 151,6 MDA par la résorption d'un report à nouveau négatif.

---

participation conclu le 11 juin 1991 qui limite la durée de cette participation à 20 ans<sup>1</sup>, transformant ainsi cette société mixte graduellement en une société de droit public.

La création de cette société spécialisée dans le capital-investissement rentre dans le cadre des réformes engagées par l'Algérie de son système bancaire et financier, concrétisé juridiquement par la promulgation de la loi sur la monnaie et le crédit<sup>2</sup>, afin de promouvoir le financement par le biais de ce mode complémentaire des projets industriels en partenariats algéro-européens, une mission très contraignante qui devait être levée par la suite de ses statuts pour lui permettre de s'associer à des affaires montées uniquement par des algériens. De plus, la FINALEP dont l'essence de l'intervention est le capital-investissement, a été lancée en l'absence même d'un cadre juridique couvrant ce mode d'intervention particulière, sous le seul couvert d'un avis de conformité<sup>3</sup> du conseil de la monnaie et du crédit.

La FINALEP, dans sa mission principale de financement et promotion de la création, le développement, la reprise et la privatisation d'entreprises publiques, intervient non seulement en fonds propres à travers des participations directes dans le capital social d'entreprises, mais également en participant accessoirement par le biais de quasi-fonds propres. La société a été agréée par le ministère des finances en mai 2012 en tant que société régie par les dispositions du cadre juridique des sociétés de capital-investissement.

### 1.1.2. Activité de la FINALEP

La FINALEP a effectivement entamé son activité de capital-investissement en 1995, avec une première participation dans la société ATALS TOBACO/SPA, créée en partenariat entre des opérateurs algériens et grecs pour la production, le conditionnement et la commercialisation de tabacs. Outre les interventions sur fonds propres, la FINALEP s'est vu attribuer la gestion de 6 des 48 fonds d'investissement de Wilaya (El Bayadh, Jijel, Sétif, Sidi Bel Abbès, Skikda, Tipaza), avec une enveloppe totale de 6 milliards de dinars, en sus de ses capitaux propres.

**Tableau n° 30 : Activité de participation de la FINALEP**

Société	Secteur	Stade
ATLAS TOBACO	Tabaculture	Création
TCHNOSOLAR	Energie	Création
SOMEDIAL	Biotechnologies	Création
CONSIDER	Industrie	Création
EIS	Industrie	Développement
RECTA FONDERIE	Industrie	Développement
MEDIBAT	BTP	Création
SOYAMIN	Agroalimentaire	Création
METAL MODA CREATION	Industrie	Création
RICHTER	Agriculture	Création
MILOK	Agroalimentaire	Création
COCHIMA	Industrie	Développement

<sup>1</sup>- COSOB, Rapport annuel, 2013, p59.

<sup>2</sup>- Loi n°90-10 du 14 avril 1990 sur la monnaie et le crédit.

<sup>3</sup>- Avis n° 12 du 4 février 1991.

VIM	Industrie	Création
SONALTRAP	Industrie	Création
NEOMORTASS	Industrie	Création
VITAL	Industrie	Création
ALACLIM	Industrie	Création

Source : *Elaboré sur la base des documents de la FINALEP.*

La stratégie de diversification multidimensionnelle déclarée par la FINALEP, notamment en termes de secteurs d'activité et de stades de développement, n'est pas tout à fait respectée étant donné les taux de concentration élevés, dans son portefeuille de participations, du secteur de l'industrie (60%), et du stade de création (82%).

Ces orientations sont probablement en ligne avec les politiques de développement poursuivies par les pouvoirs publics en Algérie, étant donné la propriété quasi-publique de la FINALEP, et des termes de la convention de gestion qui régit les financements réalisés à partir des fonds publics confiés à la société. Néanmoins, quoique ayant opté principalement pour des positions dans le secteur de l'industrie, la FINALEP a clairement veillé à diversifier son portefeuille dans des sous-secteurs industriels tel que l'industrie mécanique (RECTA, EIS), l'industrie électronique (EIS), les industries de transformation...etc. Les positions prises par la FINALEP varient entre 4,55% et 35% du capital des sociétés investies, en lignes avec les dispositions prévues par la réglementation en la matière.

A la fin de l'exercice 2015, les seules prises de participation réalisées par la FINALEP sur ses fonds propres sont au nombre de cinq (5), engagées depuis plus de quinze (15) années sans pour autant pouvoir les liquider. Cette position de la société immobilise un capital de l'ordre de 231,7 millions de dinars. Le portefeuille de la FINALEP intègre également trois (3) sociétés financées<sup>1</sup> sur fonds du trésor public avec un montant global de l'ordre de 118 millions de dinars (sur 6 milliards de dinars confiés par les pouvoirs publics représentant six wilayas).

## 1.2. Eldjazair Istithmar (EDI)

### 1.2.1. Création d'EDI

La société Eldjazair Istithmar (EDI) est la première société créée, en 2009, spécialement pour exercer le métier de capital-investissement à l'initiative des deux banques publiques BARD et Cnep Banque qui partagent son capital social de l'ordre de 1 milliard de dinars à hauteur, respectivement, de 70% et 30%. La société a été agréée par le ministère des finances en mai 2010 pour commencer son activité effectivement en juillet 2010. En ligne avec le métier de capital-investissement, l'objet de création d'EDI est de prendre des participations en numéraire, minoritaires et temporaires dans le capital social des petites et moyennes entreprises et, par conséquent, toute opération consistant en des apports en fonds propres et en quasi-fonds propres.

### 1.2.2. Activité d'EDI

La société EDI intervient dans le financement du haut du bilan par la prise de participations en capital, permettant ainsi de renforcer les fonds propres des entreprises, tous stades de développement confondus (amorçage, création, développement,

<sup>1</sup>- Le rapport annuel de la COSOB de 2015 fait état de l'existence d'un cas de contentieux avec l'une des trois sociétés ayant bénéficié d'un financement de 18 millions de dinars, et qui fait l'objet d'une procédure judiciaire devant le tribunal territorialement compétent.

transmission, rachat de participations). Hormis le secteur du commerce, la société vise<sup>1</sup> toutes les PME de droit algérien n'ayant pas bénéficié de subventions ou d'aides de l'Etat, prioritairement appartenant aux secteurs liés au développement durable et les nouvelles technologies de l'information et de la communication.

**Tableau n° 31: Activité de participation d'EDI**

Société	Secteur
<i>Fonds propres</i>	
Menuiserie Aluminium	Industrie
Transformation de plastique	Industrie
Laiterie	Agroalimentaire
Abattoir	Agroalimentaire
Complexe touristique	Tourisme
Equipements de construction	BTP
Conserverie de poisson	Agroalimentaire
Briqueterie	Industrie
<i>Fonds d'investissement de wilayas</i>	
Lits et oreillettes	Industrie
Plaques soudées	Industrie
Agroalimentaire	Agroalimentaire
Briqueterie	Industrie
Informatique	TIC
Laiterie	Agroalimentaire

Source : *Elaboré sur la base de documents de la société EDI.*

La société EDI, avec un ticket moyen de 100 millions de dinars et des positions allant de 6% à 49%, a pu réaliser, depuis son agrément en 2010, quinze (15) opérations de prise de participation, dont neuf (9) réalisées sur ses fonds propres avec un montant total de l'ordre de 566,7 millions de dinars, et six (6) autres participations totalisant un montant de 189,5 millions de dinars puisées dans les fonds d'investissement de wilaya actifs<sup>2</sup>. Près de la moitié (45%) des participations réalisées par l'EDI appartiennent au secteur de l'industrie, suivi, par ordre d'importance, du secteur de l'agroalimentaire (36%) puis des services. Aucun processus de sortie n'est à ce jour engagé, sachant que la société projette une période de conservation entre cinq et sept ans. La même concentration en termes des stades de développement des projets financés est remarquable, avec en tête la phase de création recevant la majeure partie des engagements de la société.

Outre les critères de financement arrêtés par les pouvoirs publics en rapport avec les politiques de développement économique, cette tendance est en partie attribuable aux caractéristiques de la demande que représentent les intentions d'investissements recueillies par l'EDI. A titre d'exemple, la société a reçu, durant le premier semestre 2016, sur un total de 58 intentions d'investissement, 46 demandes de financement pour des projets en

<sup>1</sup> - Tel que publié par la société sur son site officiel ([www.eldjazair-istithmar.dz](http://www.eldjazair-istithmar.dz)), consulté le 25/06/2016.

<sup>2</sup> - Parmi les 12 fonds de wilayas dont la gestion est confiée à EDI, dix fonds restent inactifs.

phase de création, soit un taux de 79%, contre 12 projets, représentatifs d'un taux de 21%, réalisés par des entreprises en phase de développement. En termes de secteurs d'activité des demandes de financements reçues par l'EDI, 47% appartiennent au secteur de l'industrie.

### **1.3. SOFINANCE**

#### ***1.3.1. Création de la SOFINANCE***

La SOFINANCE (Société Financière d'Investissement, de Participation et de Placement) est un établissement financier public créé en 1998 à l'initiative du conseil national des participations de l'Etat (CNPE) avec un capital social de cinq (5) milliards de dinars, agréé par la Banque d'Algérie en 2001 comme un établissement financier à vocation générale.

Les missions statutaires de la SOFINANCE comprenaient, à sa création, les métiers pratiqués par la banque universelle, à l'exception de la réception des dépôts de la clientèle et la gestion des moyens de paiement. Ainsi, la société intervient principalement dans l'activité de financement des entreprises à travers :

- Le crédit-bail mobilier et immobilier par l'acquisition de biens à usage professionnel pour les mettre à la disposition de ses clients, en contrepartie d'un loyer mensuel ou trimestriel, et le transfert de propriété à la fin de la période de location de trois (3) à cinq (5) ans;
- Les prises de participation au capital des entreprises par le biais d'apports en numéraire aux fonds propres couvrant tous les stades de développement de l'entreprise (création, développement, restructuration ou transmission).
- Le crédit classique, à moyen et long terme, et les engagements par signature notamment au profit d'entreprises s'inscrivant dans le cadre de la réalisation de marchés publics, leur permettant de présenter des garanties pour bénéficier des avantages contractuels.
- Le conseil et assistance aux entreprises notamment en matière d'évaluation, d'études de marchés et d'accompagnement dans la réalisation de leurs projets.

Dans sa pratique du capital-investissement, la SOFINANCE couvre tous les secteurs d'activité, à l'exception du commerce, conformément aux règles applicables à l'activité, avec des participations minoritaires qu'elle réalise sur ses fonds propres à hauteur de 25%. En sus de ses propres capitaux, la SOFINANCE s'est vue confier la gestion de dix (10) fonds d'investissement de wilaya (Bejaia, Blida, Oran, Oum El-Bouaghi, Tiaret, Ain Defla, Mila, Laghouat, Tébessa) et qu'elle est appelée à faire fructifier sur la base d'une convention avec le Trésor public.

#### ***1.3.2. Activité de la SOFINANCE***

L'activité de la SOFINANCE est orientée plutôt vers les métiers bancaires de crédits notamment sous forme de leasing et de crédits à moyen et long terme, représentatif de près de 80% de ses engagements. L'activité de participation étant ainsi secondaire avec un bilan modeste en matière de prises de participation réalisées, représentant 12% des engagements pris par la société et totalisant, pour l'exercice de 2015, un montant de 1.245.600 DA. L'évolution de l'ordre 18% de ses engagements sur l'activité de leasing de 2014 à 2015, contre seulement 4% durant la même période, pour l'activité de capital-investissement atteste du caractère central des financements classiques dans l'activité de la société.

---

Tableau n° 32: Engagements pris par la SOFINANCE

Années	2014	2015
Participation au capital	1 195 626	1 245 600
Crédit-bail	4 182 943	4 933 000
Engagements par signature	575 000	672 000
Crédit à long et moyen terme	2 859 000	3 292 000
Titres à revenu fixe	500 000	500 000

Source : Site officiel de la SOFINANCE ([www.sofinance.dz](http://www.sofinance.dz)), consulté le 25/06/2016.

La première transaction dans le domaine du capital-investissement est conclue en 2013, avec une moyenne des participations de l'ordre de 100 millions de dinars. Le portefeuille de la société compte dix-huit (18) transactions de financement par prise de participation, avec trois sorties achevées. Les orientations de la SOFINANCE, en matière de secteurs d'activité visés sont corroborées par la nature des projets entrepris appartenant principalement aux secteurs de l'industrie, de l'agroalimentaire et des services. Quant aux stades de développement, la société favorise les stades de création, en ligne avec les orientations en matière de politiques économiques nationales, ainsi que le capital-développement.

#### 1.4. MaghrebInvest

##### 1.4.1. Création de MaghrebInvest

Maghrebinvest est la filiale algérienne du groupe tunisien Africinvest, membre de Integra Group, est fondée en 1994 par quatre associés initiaux avec le concours de Sigefi, la société de gestion du Groupe Siparex, leader français du capital risque. Le Groupe, spécialisé depuis sa création dans le capital investissement, a démarré son activité par la gestion de fonds dédiés au marché tunisien. A partir de 2000, Africinvest amorce un programme de développement à l'international particulièrement en Afrique du Nord et Afrique Sub-saharienne appuyé par des institutions financières internationales, notamment la Société Financière Internationale (SFI)<sup>1</sup>, PROPARGO : filiale de l'Agence Française de Développement (AFD), la BEI : Banque Européenne d'Investissement, la FMO: banque de développement néerlandaise, la BAD : Banque Africaine de Développement, la CDC Entreprises rebaptisée la Bpifrance Investissement, Finnfund (Fonds finlandais pour la coopération industrielle Ltd), BIO : La Société belge d'investissement pour les pays en développement.<sup>2</sup>

Depuis qu'il a acquis une dimension africaine, le groupe est rebaptisé Africinvest - Tuninvest Groupe. Le groupe est positionné comme l'un des capital-investisseurs privés les plus expérimentés sur le continent africain, tout en étant un promoteur actif de l'industrie du capital-investissement dans la région à travers ses bureaux (Algérie, Tunisie, Maroc, Cote d'Ivoire, Nigeria, Kenya), en plus de sa présence sur le vieux continent avec des

<sup>1</sup>- La Société financière internationale (SFI) est une organisation du Groupe de la Banque mondiale dédiée au secteur privé. Créée en 1956, son capital est détenu par 184 pays membres. Sa création s'est avérée nécessaire car la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement ne peut accorder de prêts à des investisseurs privés. Son rôle est de faciliter le développement des entreprises dans les pays en développement, en particulier dans les marchés émergents (création d'emplois, de recettes fiscales, d'amélioration de la gouvernance).

<sup>2</sup>- MENA Capital Partners, TUNINVEST-Tuninvest Finance Group, Octobre 2013.

bureaux en France et Royaume Uni<sup>1</sup>.

#### 1.4.2. Activité de MaghrebInvest

Globalement, Africinvest gère, à travers la société Maghrebinvest et ses autres filiales locales, plus de 1 milliard de dollars mobilisés par 16 fonds constitués aux fins d'investissement en capital. Depuis sa création, l'organisme a investi dans plus de 135 entreprises dans vingt-cinq (25) pays africains. Initialement centrés sur la région du Maghreb, trois fonds de capital-investissement ont été clôturés avec succès, destinés à financer des projets d'investissement dans les trois pays de la région (Tunisie, Maroc, Algérie)<sup>2</sup>.

Le tableau ci-dessous récapitule les fonds d'investissement initiés par AfricInvest avec leurs caractéristiques respectifs.

**Tableau n° 33 : Liste des fonds régionaux de CI gérés par Africinvest (fin 2016)**

<b>Tunisie Sicar</b> Statut: Désinvestissement Type: Généraliste Pays / Région: Afrique du Nord Taille TND 5 Millions Vintage: 1997	<b>Tuninvest Sicar international</b> Statut: Désinvestissement Type: Généraliste Pays / Région: Afrique du Nord Taille TND 10 millions Vintage: 1998	<b>PME Croissance</b> Statut: Engagement Type: Généraliste Pays / Région: Maroc Taille EUR 40 millions Vintage: 2012
<b>Tuninvest Sicar</b> Statut: Désinvestissement Type: Généraliste Pays / Région: Afrique du Nord Taille TND 10 millions Vintage: 1994	<b>Tuninvest International Ltd</b> Statut: Désinvestissement Type: Généraliste Pays / Région: Afrique du Nord Taille USD 13,5 millions Vintage: 199	<b>Tuninvest Innovations Sicar</b> Statut: Désinvestissement Type: Technologie Pays / Région: Afrique du Nord Taille TND 5,5 millions Vintage: 2002
<b>Maghreb PE Fund I</b> Statut: Désinvestissement Type: Généraliste Pays / Région: Maroc Taille USD 23 millions Vintage: 2000	<b>Maghreb PE Fund II</b> Statut: Surveillance Type: Généraliste Pays / Région: Afrique du Nord Taille EUR 124,2 millions Millésime: 2006	<b>Maghreb PE Fund III</b> Statut: Engagement Type: Généraliste Pays / Région: Afrique du Nord Taille EUR 120 millions Vintage: 2011
<b>Africinvest fund I</b> Statut: Surveillance Type: Généraliste Pays / Région: Afrique Taille EUR 34 millions Vintage: 2004	<b>Africinvest fund II</b> Statut: Engagement Type: Généraliste Région: Afrique Taille: EUR 143 millions Vintage: 2008	<b>Africinvest Financial Sector</b> Statut: Engagement Type: Secteur Financier Pays / Région: Afrique Taille: EUR 30 millions Création : 2007 par FMO
<b>Africinvest fund III</b> Statut: Engagement Type: Généraliste Pays / Région: Afrique Taille EUR 154 millions Vintage: 2013	<b>Tuninvest Croissance</b> Statut: Engagement Type: Généraliste Pays / Région: Tunisie Taille TND 25.8 millions Vintage : 2013	<b>PE Fund IV</b> Statut: Engagement Type: Généraliste Pays / Région: Afrique du Nord Taille EUR 200 millions Millésime: 2016

Source : Moez, H., *TUNINVEST-Tuninvest Finance Group, MENA Capital Partners, Octobre 2013, p4. Et le site d'Africinvest ([www.Africinvest.com](http://www.Africinvest.com)) consulté le 27/01/2017.*

Les fonds gérés par le groupe tunisien destinés à couvrir son expansion sur la région du Maghreb et de l'Afrique en général sont comme suit :

<sup>1</sup>- AfricInvest est cofondateur de l'AVCA (*African Venture Capital Association*) et de la MENAPEA (*Middle East and North Africa Private Equity Association*).

<sup>2</sup>- Voir le site officiel de la société (<http://www.africinvest.com/the-firm/>) consulté le 27/06/2016.

- *Maghreb Private Equity Fund I* : ce fonds a été lancé en 2000 avec une dotation de capital de 23,2 millions de dollars, avec comme objectifs de fournir aux entreprises privées de la région du Maghreb l'accès aux capitaux qui leur permettrait de se développer tout en les accompagnant avec des services de marketing et de gestion financière et stratégique. Ce fonds a investi dans treize (13) entreprises parmi lesquelles on trouve celles basées sur le marché algérien : Sodinco, et Maghreb Leasing Algeria (MLA). Dix entreprises du portefeuille de ce fonds de capital-investissement sont de droit marocain (77%).
- *Maghreb Private Equity Fund II* : ce fonds d'investissements à capital-risque a débuté ses opérations fin 2006, avec un capital initial de 56 millions d'euros. Ses principaux investisseurs sont pratiquement les mêmes que son prédécesseur (MPEF I), à savoir la SFI, la BEI, le FMO, BIO, Sifem, Proparco et CDC Entreprises, Averroes Finance, et le groupe financier Tuninvest (ou Africinvest). Le fonds était prévu de débiter ses activités en Tunisie, en Algérie et au Maroc, avant de s'étendre par la suite à la Libye. Il est destiné aux sociétés privées de la région du Maghreb, pour les aider dans leur développement local et international et leur donner l'occasion de participer à la privatisation des entreprises publiques de la région.
- Forte du succès du fonds MPEF I et de l'expérience développée par le Groupe depuis près de 15 ans, notamment avec ses équipes d'investissement locales pluridisciplinaires et celles de ses filiales Marocinvest, Maghrebinvest Algérie et Africinvest, la société Tuninvest a annoncé en 2008 le *closing* final de son fonds MPEF II avec une souscription de 124,2 millions d'euros, dépassant les 120 millions d'euros initialement visés. Le fonds MPEF II compte dix-huit entreprises investies, dont quatre de droit algérien (SANX Mahbool, icosnet, INPHA-MEDIS, Général Emballage), deux en Europe, neuf en Tunisie<sup>1</sup> et Trois au Maroc.
- *Maghreb Private Equity Fund III* : ce fonds de capital-investissement, d'une durée de 10 ans et d'une taille cible de 150 millions d'euro, est initié en 2011 pour réunir de nombreux investisseurs internationaux tels la BAD (Banque Africaine de Développement), la FMO, la SFI, CDC Entreprises, Proparco, la DEG (l'Agence de Développement Allemande), SIFEM, BIO et Averroès Finance II (fonds de fonds dédié aux pays du Maghreb et de l'Orient). Le fonds a réalisé son *closing* final en 2013 avec un montant de 120 millions d'euros. En termes de couverture régionale, le MPEF III a investi dans douze (12) entreprises dont deux de droit algérien (TMF, AMIMER Energy), cinq entreprises marocaines et cinq tunisiennes.
- *Africinvest Fund I* : il s'agit d'un fonds d'investissement régional qui cible des entreprises de taille moyenne situées en Afrique septentrionale et subsaharienne. Spécialisé dans les rachats, les recapitalisations, les consolidations industrielles et l'expansion, le fonds préfère investir dans les télécommunications, l'agro-alimentaire, l'hôtellerie, l'industrie du ciment, l'emballage, l'industrie textile et le secteur financier non bancaire. Il investit habituellement dans des entreprises matures de taille moyenne

---

<sup>1</sup>- L'une des entreprises tunisiennes, Altea Packaging, représente une *success story* en matière d'expansion suite à son ouverture au capital-investisseur Africinvest, rejoint par le géant saoudien Swicorp. La société Altea packaging a vu sa taille sextupler en trois ans et est ainsi passée d'une PME tunisienne (Cogitel) à un groupe international, en rachetant quatre entreprises (Roland Emballages française en juillet 2007 ; Optima, au Maroc, en septembre 2008 ; et, deux mois plus tard, Porta et sa filiale Rotopack Misr, en Égypte) avant de s'installer en Algérie avec un investissement de plus 10 millions d'euros dans la région constantinoise. Chiffres à l'appui, le chiffre d'affaires de la société a bondi de 37 millions d'euros en 2007 à près de 69 millions en 2008 (Quotidien JeuneAfrique du 11 août 2009).

basées en Afrique du Nord, dont l'Algérie, le Maroc et la Tunisie; et l'Afrique subsaharienne. Le fonds vise un ticket entre 75 millions d'euros (1,16 million de dollars) et 3 millions d'euros (4,64 millions de dollars) dans des sociétés ayant une valeur d'entreprise comprise entre 10 millions d'euros et 100 millions d'euros. Il investit dans des sociétés dont le chiffre d'affaires atteint est entre 5 millions et 50 millions d'euros et un EBITDA entre 1 million et 10 millions d'euros. Le fonds a concouru des financements à dix-huit entreprises dont une de droit algérien (NCA Rouiba), une entreprise marocaine et six entreprises tunisiennes.

- Construisant sur l'expérience du fonds précédent (AIF I), la société Africinvest a lancé deux autres versions baptisées Africinvest Fund II et Africinvest Fund III, les deux étant des fonds généralistes panafricains de capital-investissement ciblant les investissements dans les petites et moyennes entreprises en Afrique septentrionale et subsaharienne qui sont bien établies sur leurs marchés locaux et qui ont le potentiel d'étendre leurs activités au niveau régional. Le AIF II, lancé en 2008, a atteint son *closing* final en avril 2010 avec une manne de 143 millions d'euros, alors que le AIF III a annoncé son *closing* final avec une taille supérieure à 272,7 millions d'euros, largement en dépassement de la cible de 200 millions d'euros initialement prévue.
- Maghreb Private Equity Fund IV : Ce fonds représente la quatrième génération de fonds généralistes visant principalement des investissements en capital de croissance dans des petites et moyennes entreprises privées en Tunisie, au Maroc, en Algérie et en Égypte. Le projet du fonds vise comme objectifs principaux de soutenir le développement du secteur privé, principalement en Afrique du Nord, en augmentant l'accès au capital-risque pour les petites et moyennes entreprises locales et en contribuant à la priorité de développement économique et social de la Commission Européenne dans le cadre de la politique européenne de voisinage (PEV), en soutenant la réduction du chômage et de la pauvreté.

Le portefeuille du groupe en Algérie est présenté dans le tableau ci-dessous.

**Tableau n° 34 : Prises de participation du groupe Africinvest en Algérie**

Société	Secteur	Stade
SODINCO	Industrie	Création
SNAX Mahboul	Agroalimentaire	Reprise
General Emballage	Industrie	Développement
Inpha-médis	Industrie	Création
MLA	Service financier	Création
icosnet	NTIC	Développement
TMF	Service	Développement
NCA Rouiba	Agroalimentaire	Développement
AMIMER Energy	Industrie	Développement

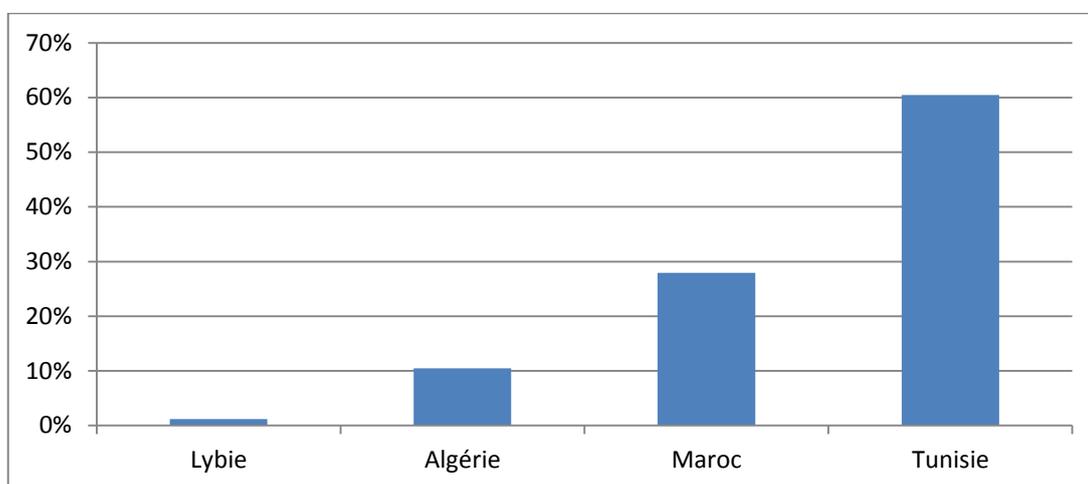
Source : site officiel du groupe ([www.Africinvest.com/portfolio/companies](http://www.Africinvest.com/portfolio/companies),) consulté le 27/06/2016

Sur les quelques opérations réalisées sur le territoire algérien, Africinvest a bien évidemment veillé à ce que son portefeuille local soit suffisamment diversifié sur les deux dimensions essentielles, à savoir les secteurs d'activité et les stades de développement des entreprises ciblées. Le groupe a ainsi touché principalement au secteur industriel, 44%, au secteur de l'agroalimentaire, 22%, et le reste est réservé au secteur des services, avec

particulièrement un investissement réalisé dans le domaine des technologies de l'information et des télécommunications (icosnet). Quant à la dimension du stade de développement ciblé par le groupe, il apparaît clairement que ce dernier favorise les entreprises établies sur leurs marchés respectifs, avec plus de la moitié (56%) des investissements réalisés dans des entreprises en phase de croissance contre 33% destinés au stade de création (*venture capital*). Ces réalisations sont d'ailleurs en ligne avec les précisions des responsables de Maghrebinvest Algérie, filiale algérienne du groupe, à l'exception du stade de création qui ne semble pas coller avec les affirmations des interviewés (voir section 2 du présent chapitre).

L'activité régionale de ce fonds panafricain, cumulant une longue expérience dans le domaine du capital-investissement conformément aux pratiques internationales, et bénéficiant du soutien d'un nombre important d'investisseurs institutionnels internationaux de renommée, est un bon indicateur de l'attractivité relative des économies de la région de l'Afrique du Nord.

**Figure n° 28 : Distribution des participations d'Africinvest en Maghreb**



Source : Données du site ([www.Africinvest.com/portfolio/companies](http://www.Africinvest.com/portfolio/companies),) consulté le 27/06/2016.

Le groupe Africinvest, présent dans trois pays du Maghreb (Tunisie, Maroc, Algérie), a réalisé des investissements en capital dans plus de quatre-vingt-six (86) entreprises relevant de la région du Maghreb, dont seulement 9 en Algérie. Parmi ces entreprises en portefeuille, la société de gestion est sortie du capital de quatre d'entre elles : Général Emballage<sup>1</sup>, SODINCO, MLA, Inpha-MédiS, avec une cession partielle de 21% de sa part que s'élevait à 36% dans le capital de NCA Rouiba<sup>2</sup>.

## 1.5. ASICOM

### 1.5.1. Création d'ASICOM

La Société d'Investissement Algéro-Saoudienne (ASICOM) a été créée par une

<sup>1</sup>- La sortie ne s'est pas réalisée, comme prévu, via la Bourse mais plutôt par cession secondaire à un autre fonds de capital-investissement constitué par Development Partners International (DPI) et l'institution financière de développement allemande (DEG). La cession a porté sur 49% du capital de la société pour un prix de 55 millions de dollars dont l'investissement s'est intervenu en 2009 (avant la promulgation de la LFC de 2009 qui aurait probablement fait l'objet du fameux droit de préemption).

<sup>2</sup>- Comme mentionné auparavant, une tentative de liquider en bloc les 15% restantes au groupe Cevital a été bloquée par le CNI qui a fait valoir le droit de préemption de l'Etat après avis de la COSOB.

convention signée en 2004 entre l'Algérie, pays d'accueil, et l'Arabie Saoudite, avec comme finalité la promotion de l'investissement en Algérie et en Arabie Saoudite. Dotée d'un capital social de 8 milliards de dinars partagé à parts égales entre les deux pays partenaires, ASICOM est opérationnelle depuis 2008, trois mois après la tenue de son assemblée générale constitutive le mois de mars de la même année.

### 1.5.2. Activité d'ASICOM

L'objet statutaire de la société mixte est, en premier lieu, l'investissement de toute nature et dans tout secteur, soit par la création de sociétés, des prises de participations dans des sociétés existantes ou leur acquisition, ainsi que l'octroi, aux entreprises investies, des crédits d'investissement par le biais de comptes courants d'associés. Par ailleurs, la société pratique le leasing indirectement par le biais d'une société spécialisée, EL DJAZAIR Idjar Spa, créée en partenariat avec les deux banques publiques la BADR (Banque Algérienne de Développement Rural) et le CPA (Crédit Populaire d'Algérie).

Le portefeuille de la société d'investissement compte une douzaine de projets dans lesquels ASICOM a soit investi seule ou en partenariat avec des opérateurs nationaux, publics ou privés, ou étrangers (tableau n°35).

**Tableau n° 35 : Investissements ASICOM en Algérie**

Société	Secteur	Stade
ROTO	Service	Développement
EPRA	BTP	Création
ATA	BTP	Création
SIAHA	Tourisme	Création
City Mall Hotel	Tourisme	Création
City Mall CC	Commerce	Création
SHIFABE	Tourisme	Création
OCEANO CENTER	Commerce	Création
EIdjazair Idjar	Service financier	Création
HDA	Service	Création
MST BAT	BTP	Création
Infrastructure 1	BTP	Développement
Infrastructure 2	BTP	Création

Source : site officiel de la société (<http://www.asicom.dz>) consulté le 05/07/2016.

L'intervention de la société d'investissement, ASICOM, s'est nettement limitée à ce jour presque exclusivement à l'immobilier, avec majoritairement des projets de réalisation d'infrastructures commerciales ou touristiques et leur exploitation ainsi que des sociétés de production de matériaux destinés au secteur BTP (EPRA, ATA). Sachant que la première opération réalisée par ASICOM, juste après sa création, était de racheter 32% du capital d'une société privée de service industriel (ROTO Algérie/Spa) pour un montant de 60 millions de dinars assorti d'un crédit de 70 millions de dinars sur cinq ans.

En plus de favoriser un secteur économique particulier, la plupart des interventions réalisées par la société le sont dans des projets en phase de création, soit solitairement (SHIFABE) ou en partenariat avec des opérateurs étrangers (ATA, OCEANO) ou

nationaux. Cette concentration du portefeuille de l'investisseur ne reflète pas le caractère généraliste de son activité qui devrait, selon l'objet de sa création, couvrir tous les secteurs d'activités et tous les stades de développement.

Hormis les trois projets que la société a déclaré avoir cédé (ROTO, infrastructure 1 et 2), ASICOM affiche<sup>1</sup> sur le reste de ses engagements des montants importants dépassant les 11 milliards de dinars<sup>2</sup>, tout en étant propriétaire à part entière de l'EURL SHIFABE, un hôtel quatre étoiles sur un terrain de 145000 M<sup>2</sup>, dont le coût total est de 2 milliards de dinars, représentatif de 25% de son capital social. Avec ces engagements, ASICOM ne semble pas se soucier des règles prudentielles volontairement observées par les organismes intervenant dans le domaine du capital-investissement ou explicitement imposées par les autorités de régulation du marché<sup>3</sup>.

## 2.6. CBA Ventures

Fondé en Algérie par des opérateurs algériens basés aux Etats-Unis d'Amérique, Casbah Business Angel Ventures est un fonds privé d'investissement destiné au financement de la création de start-up sur le marché algérien. Le fonds est doté au démarrage d'un budget supérieur à 100 millions de dinars, tout en étant ouvert à tous les investisseurs privés désirant y contribuer pour la réalisation de projets en Algérie dans des secteurs comme les technologies de l'information et de la communication (TIC) ou les énergies renouvelables<sup>4</sup>.

L'activité centrale actuellement exercée par la société CBA Ventures est plus concentrée sur la prospection de projets d'investissement répondant aux critères d'investissement arrêtés par les membres fondateurs, et l'organisation de rencontres de négociation et d'évaluation directement entre les porteurs de ces projets d'investissement et les investisseurs membres<sup>5</sup> du groupement intéressés par ces projets. La société est également partenaire de l'incubateur tStart organisé par l'opérateur téléphonique Ooredoo en partenariat avec l'Agence nationale de développement de la petite et moyenne entreprise (ANDPME).

## 2. Organismes multinationaux

Certains fonds de capital-investissement à portée internationale sont également intervenus dans des prises de participation dans le capital de sociétés de droit algérien, sans pour autant avoir une représentation officielle sur le territoire national.

### 2.1. Swicorp

Swicorp est un groupe de services financiers privé fournissant des solutions dans les domaines de la banque d'investissement, du capital investissement et de la gestion d'actifs au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. Fondé en 1987, le groupe a démarré ses activités de capital-investissement en 2004 et a pu, deux ans après, mobilisé près d'un milliard de

---

<sup>1</sup>- Liste des participations affichées sur le site officiel de la société (<http://www.asicom.dz/Ses-Activites.html>), consulté le 06/09/2016.

<sup>2</sup>- Ces montants peuvent être sous forme de fonds propres ou quasi-fonds propres, voir même des crédits d'investissement consentis aux entreprises en portefeuilles.

<sup>3</sup>- Voir ci-dessus règles prudentielles applicables aux SCI.

<sup>4</sup>- Voir Bulletin de Veille Investissement étranger n°5 du 25 mars 2012, p3 (accessible sur le site du ministère de l'industrie et des mines [www.mdipi.gov.dz](http://www.mdipi.gov.dz)).

<sup>5</sup>- Parmi les membres de ce réseau d'investisseurs providentiels installés en Algérie figure les noms d'hommes d'affaire de renom nationale tels que Ali Azzouz, Slim Othmani, Sefiane Hasnaoui, Mehdi Bendimerad, Riad Mellah, Mahieddine Roui.

dollars pour ses fonds de capital-investissement auprès d'investisseurs principalement installés au Moyen-Orient, avant de voir, en 2011, sa base d'investisseurs s'élargir avec l'arrivée d'institutions de financement du développement telles que la SFI, la BEI et Proparco.

Swicorp a levé plusieurs fonds de capital-investissement au niveau régional, dont Intaj Capital, Emerge Invest, Jousour Company, Africa Industrialize Fund ou encore Syaha, à travers lesquels le groupe a investi dans plus de 20 entreprises dans la région MENA, opérant dans des secteurs différents. Swicorp entreprend des prises de participation et des investissements assimilables à des prises de participation afin de devenir actionnaire majoritaire ou de détenir une participation minoritaire significative avec d'importants droits contractuels. La taille cible de ces engagements en capital varie généralement entre 10 et 50 millions de dollars en termes d'investissements, avec une valeur d'entreprise pouvant aller jusqu'à 300 millions de dollars.

Par la biais de ses fonds Swicorp Intaj I et II, le groupe a réalisé des investissements dans pas moins de quatre entreprises (tableau n°36), contribuant à 88% du capital de Powergres, l'usine de céramique acquise en 2006 par voie de privatisation, à 57% du capital de la société filiale de Altea packaging, et à 47% au capital de la société privée de transport des carburants Petroser.<sup>1</sup>

**Tableau n° 36 : Portefeuille Swicorp en Algérie**

Société	Secteur	Stade
Powergres	Industrie	Reprise
Petroser	Transport	Développement
Altea	Industrie	Développement
Pulsar MENA <sup>2</sup>	Immobilier	Création

Source : Site officiel du groupe ([www.swicorp.com](http://www.swicorp.com)), Consulté le 20/09/2016).

## 2.2. Emerging Capital Partners (ECP)

Basée aux Etats-Unis d'Amérique, ECP est une société de gestion de fonds d'investissement dédiés au continent africain, avec des capitaux mobilisés de plus de 2 milliards de dollars et plus de 50 investissements réalisés dans plus de 40 pays, couvrant plusieurs secteurs d'activité notamment les biens de consommation, les télécommunications, les services financiers, les ressources naturelles, l'agriculture et les services publics.

<sup>1</sup>- Plusieurs projets d'investissement du groupe Swicorp n'ont pas pu voir le jour vu les problèmes rencontrés par le groupe en Algérie. En effet, La Banque extérieure d'Algérie (BEA), le Groupe bancaire portugais «Banco Espirito Santo» (BES) et le Fonds d'investissement SWICORP, ont signé le pacte d'actionnaire du projet de création d'une société de crédit-bail, baptisé « Ijar Leasing Algérie » d'un capital de 3,5 milliards de dinars où la BEA détient 59% contre 35% pour Banco Espirito Santos et 6%, pour SWICORP. Sauf que, par décision du conseil de la monnaie et du crédit, Swicorp a été évincé du partenariat de création de la société, une éviction que Swicorp conteste. Dans le même sillage, le groupe s'est vu, en 2012, remplacé par l'opérateur français Lafarge dans son projet de construction de la cimenterie de Biskra qu'il projetait en partenariat avec le groupe privé algérien Sagremac qui, pour justifier sa décision de rompre son contrat avec Swicorp, l'accuse d'avoir tenu des propos injures envers l'Algérie, à priori dans la foulée des échanges entre le groupe et les autorités algériennes (voir le quotidien La tribune du 27 avril 2012).

<sup>2</sup>- Société radiée.

Tableau n°37 : Portefeuille ECP en Algérie

Société	Secteur	Stade
OTA	TIC	Création
Altea Packaging	Industrie	Création
GAM	Service financier	Développement
Shoresal	BTP	Développement
ABC	Industrie	Développement

Source : Site officiel du groupe ([www.ecpinvestments.com](http://www.ecpinvestments.com)), consulté le 20/09/2016).

ECP a réalisé sa première transaction en Algérie en 2002 avec un financement de 45 millions de dollars concouru à l'opérateur téléphonique OTA (Djezzy) que le fonds d'investissement a cédée trois années plus tard. En 2007, ce fonds d'investissement a procédé à l'acquisition totale de la Générale Assurance Méditerranéenne (GAM) pour devenir le premier assureur algérien détenu à 100% par des capitaux étrangers. Le capital-investisseur américain a également acquis, par le biais de son fonds MENA Growth Fund LLC, une participation minoritaire d'un montant de 13,8 millions de dollars dans la société de promotion immobilière Shoresal, avant de négocier l'achat en 2014 d'une part minoritaire de 33% du capital de la société du groupe Mehri *Atlas Bottling Corporation* (ABC).

### 2.3. Mediterania capital Partners (MCP)

*Mediterrània Capital* a débuté ses opérations en 2008, en tant que division du groupe financier espagnol Riva y Garcia. Indépendant depuis 2013, MCP, basé à Malte avec des bureaux à Barcelone, Casablanca, Tunis et Alger, a lancé son premier fonds *Mediterrània Capital I*, doté de 62 millions d'euros, et a réalisé sa dernière opération au second semestre 2013 pour entamer ensuite la phase de sortie de ses investissements.

MCP a lancé son second fonds de croissance, *Mediterrania Capital II*, dédié à l'Afrique du Nord dont le *closing* final s'est déroulé en juin 2015 mobilisant avec succès sa cible de 120 millions d'euros, destinées principalement aux opportunités dans la région du Maghreb - Maroc, Tunisie et Algérie - avant d'élargir ses activités de financement en Afrique subsaharienne. Le fonds cherche à prendre des participations minoritaires dans les petites et moyennes entreprises ayant des fonds propres comprises entre 25 et 400 millions d'euros dans les secteurs de la santé, de la consommation, des services aux entreprises, des services financiers, de l'industrie générale et les secteurs des transports et logistiques.

Le tableau n°38 récapitule les prises de participation effectuées par MCP sur le marché algérien.

Tableau n°38 : Portefeuille MCP en Algérie

Société	Secteur	Stade
BIOPHARM	Pharmaceutique	Développement
Cieptal Cars	Services	Développement
CEPRO	Industrie	Développement
Investex	Commerce	Développement
CECI	Industrie	Développement

Source : Site officiel du groupe ([www.mcapitalp.com](http://www.mcapitalp.com)), consulté le 27/09/2016.

La dernière prise de participation réalisée, à travers son fonds MCII, par cet organisme de capital-investissement sur le marché algérien remonte à avril 2016 avec l'acquisition de 43% du capital de Cieptal, une société privée de droit algérien spécialisée dans la location de véhicules longue durée. En terme de distribution régionale des investissements, MCP compte quatorze entreprises en portefeuille pour la seule région du Maghreb, avec trois sociétés indépendantes de droit algérien et deux autres filiales de groupes panafricain (Investex, CECI).

#### 2.4. Abraaj Group

Ce groupe, basé à Dubaï et spécialisé dans les pays émergents, a été fondé en 2002, avec actuellement une présence mondiale dont des bureaux au Maroc, en Tunisie et en Egypte. Abraaj Group affiche, fin 2016, un bilan de plus de 10 milliards de dollars d'actifs sous gestion et 7,7 milliards de dollars investis dans plus de 190 entreprises.

Dans le cadre de sa couverture de l'Afrique du Nord, le groupe a initié deux fonds de capital-investissement dédiés à la région (ANAF I et ANAF II). Le premier fonds est doté de 161 millions de dollars avec une douzaine d'opérations en portefeuille, tandis que le second a mobilisé, lors de son *closing* final tenu en aout 2015, un montant de 375 millions de dollars dont environ 86 % est fourni par des investisseurs institutionnels, des fonds de pension et des institutions financières de développement, notamment : Proparco, SFI (20 millions de dollars), Sifem (10 millions de dollars), DEG, BEI (26,8 millions de dollars) et la Banque Européenne pour le Développement et la Reconstruction (25 millions de dollars).

A travers ces fonds dédiés, le groupe a réalisé une vingtaine d'opérations dans la région MENA, dont uniquement deux entreprises de droit algérien, la Fleche bleu Algérienne pour 8 millions d'euros, et le groupe Cepro dont la part minoritaire de 35% du capital est rachetée auprès du capital-investisseur MCP (*Mediterrania Capital Partners*).

#### 2.5. Development Partners International (DPI)

DPI est une société de gestion de fonds d'investissement fondée en 2007 et conseille actuellement deux fonds de capital-investissement panafricains, *African Development Partners I* clôturé en 2010 après avoir mobilisé 350 millions de dollars, et *African Development Partners II* avec une taille de 725 millions de dollars à l'occasion de son *closing* final tenu en 2015. La société cherche à construire un portefeuille panafricain diversifié d'investissements en capital dans des entreprises établies et en croissance, n'appartenant pas aux phases de création ou de retournement, sachant qu'elle gère en total plus de 1 milliard de dollars de fonds de capital-investissement.

DPI a réalisé des investissements dans une quinzaine d'entreprises à travers le continent africain, dont deux de droit algérien, Biopharm<sup>1</sup> et Général Emballage<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup>- Un consortium financier constitué avec MCP et DEG (une agence de développement allemande), a conclu en 2013 la transaction avec Biopharm pour l'acquisition de 49% de son capital social.

<sup>2</sup>- Avec la contribution de 10 millions de dollars par la DEG, une agence de développement allemande, DPI a fait l'acquisition de 49% du capital social de la société Général Emballage pour un montant total de l'ordre de 55 millions de dollars, dans une transaction secondaire lors de la sortie du fonds d'investissement d'Africinvest de son capital en 2016.

---

## Sous-section 2. Attractivité du marché algérien

L'attractivité des territoires pour les investissements est devenue un nouvel impératif des politiques économiques nationales dans le sens ou la nouvelle course pour attirer entreprise, capitaux et compétences passe par la mise en œuvre de politiques économiques centrées sur l'attractivité relative du territoire. Cet objectif constitue l'un des axes majeurs de toutes les politiques économiques des pays développés comme des pays en voie de développement.

### 1. Notion d'attractivité de l'investissement

Pour accroître l'attractivité de leurs territoires respectifs, les Etats doivent mettre en place des paramètres en cohérence avec les décisions d'implantation des politiques et les critères principalement liés aux cadres macroéconomique et macro-institutionnel qui déterminent la qualité de l'environnement des entreprises.

Le climat de l'investissement regroupe, selon la Banque Mondiale, les nombreux facteurs spécifiques à une localisation qui modèlent les opportunités et les incitations offertes aux entreprises pour qu'elles investissent de manière productive, qu'elles créent des emplois et se développent. Etant donnée le phénomène de globalisation et les politiques économiques nationales impliquant des niveaux d'ouverture différents, l'attractivité d'un pays est influencée à la fois par la mondialisation de l'économie et la place qu'y occupe ce pays, et par les stratégies des firmes multinationales qui seraient susceptibles d'y investir dans tel ou tel secteur d'activité. Ceci décline l'analyse économique de cette attractivité relative selon deux axes : d'une part, il s'agit d'évaluer les pays sur leur degré d'insertion et leur conformité à la mondialisation, et de l'autre part mesurer l'attractivité du pays du point de vue de ses avantages comparés (sa dotation en ressources naturelles, son niveau de développement, la taille et la richesse de son marché ou ses coûts de production) en corrélation avec les stratégies poursuivies par les firmes multinationales.

Dans le contexte actuel, la notion d'attractivité englobe trois séries de variables, à savoir : le climat d'investissement, le risque-pays et le traitement de l'IDE :<sup>1</sup>

- Le climat d'investissement reflète le degré de stabilité économique et politique d'un pays qui se traduit par la stabilité des principales variables macro-économiques et des principales orientations des politiques économiques les concernant. Un nombre important de variables peut entrer dans l'évaluation du climat d'investissement, notamment : le taux de croissance économique du pays, son taux d'inflation, son taux de chômage et son taux de variation de l'investissement intérieur.
- Le risque-pays donne une évaluation du pays par la communauté internationale à travers des notations émanant des banques internationales et des organismes d'assurance-crédit. Le risque-pays est bâti sur les critères suivants : la performance macro-économique du pays, le risque politique, la dette extérieure, l'éventuel défaut ou rééchelonnement de la dette, le rating du pays pour l'obtention de crédit, son accès au financement bancaire, sa capacité à obtenir du financement à court terme et son accès au marché international des capitaux. Les investisseurs étrangers sont très attentifs et sensibles à ce genre d'information concernant les pays qui les intéressent.
- Le traitement de l'IDE renvoie à l'ensemble des règles institutionnelles, juridiques et

---

<sup>1</sup>- Ouguenoune, H. *Op-cit.*, 2015, p74.

fiscales appliquées à l'IDE. Il peut s'agir du code des investissements étrangers, de son régime fiscal, des garanties à la propriété privée, du respect de la concurrence, des règles d'accès au crédit bancaire local et des programmes de privatisation. En effet, et en prenant l'exemple des Pays d'Europe Centrale et Orientale, les méthodes de privatisation adoptées dans chaque pays ont une très forte influence sur l'attraction effective de l'IDE. Les pays ayant privilégié les privatisations de masse, les restitutions aux anciens propriétaires et la remise de l'entreprise à ses salariés, ont attiré moins d'IDE par tête que les autres pays (Hongrie, Estonie) qui ont, dès les premières années de leur transition, donné la priorité aux privatisations par vente d'actif, y compris à des investisseurs étrangers.

Il faut toutefois noter à ce stade que l'attractivité d'un territoire vis-à-vis de l'investissement est une notion relative car elle dépend à la fois de la nature du projet, de l'offre des concurrents, de la structure du marché des projets, voire même de certaines caractéristiques de l'investisseur (langue et pays d'origine) et peut évoluer dans le temps<sup>1</sup>. A cette dimension caractéristique de la notion d'attractivité s'ajoute, dès lors qu'une finalité de comparaison est engagée, la problématique de l'échelle à adopter pour mesurer le niveau d'attractivité relatif d'un territoire par rapports aux autres. En d'autres termes, il s'agit dans cette dernière dimension d'élaborer une batterie d'indicateurs universels permettant le classement des territoires selon leurs niveaux d'attractivité respectifs.

Diverses approches sont avancées pour arriver à une telle classification ou regroupement, notamment à l'échelle des économies, en se basant sur des méthodes économétriques ou enquêtes d'opinions, à l'effet de donner des informations sur l'état général et sur des aspects spécifiques d'un environnement donné, portant aussi bien sur des aspects politiques qu'économiques, sociaux et réglementaires. Dans cette perspective, les indicateurs d'appréciation du climat des affaires permettent, en fonction d'une série d'indices, de classer les pays ou les régions, du meilleur, c'est-à-dire un environnement qui facilite l'acte d'entreprise, au plus mauvais, un environnement contraignant voir même défavorable à la conduite des affaires.

## 2. Appréciation du climat des affaires en Algérie

Plusieurs institutions internationales évaluent périodiquement le climat des affaires par pays, pour donner une idée sur les difficultés administratives, sur l'attractivité et la compétitivité de chaque environnement ciblé<sup>2</sup>. Parmi ces institutions figurent notamment la

---

<sup>1</sup> Hatem, F., Lejeune, C., Delapierre, M., & Michalet, C. A., Investissement international et politiques d'attractivité, Economica, 2004, p8.

<sup>2</sup> Ces classements sont source de toutes les inquiétudes tant elles sont perçues par les autorités publiques comme un baromètre de leur politique économique nationale, et le niveau d'engagement et de réalisme que reflète les plans d'actions mis en œuvre par les différents Etats dans leur tentatives de faciliter l'environnement d'investissement et, plus généralement pour certains pays, les programmes de réformes entrepris dans ce sens. Par ailleurs, beaucoup de personnes qui utilisent les données de *Doing Business*, en particulier dans les milieux politiques et dans le secteur privé, associent une meilleure performance sur les indicateurs *Doing Business* avec de meilleures entrées d'investissements directs étrangers (IDE). Depuis le lancement du rapport de 2012, près de 2 000 articles dans la presse internationale ont établi un lien entre IED et *Doing Business*. De tels articles suggèrent souvent qu'un classement *Doing Business* plus élevé est associé à davantage d'investissements étrangers, qui sont censés créer des emplois, apporter de nouvelles technologies et procédés et avoir d'autres effets collatéraux bénéfiques sur l'économie réelle. L'Algérie observe également avec beaucoup d'intérêts et de méfiance ces rapports de la Banque Mondiale et a mobilisé des moyens dédiés à améliorer l'image du pays aux yeux des observatoires internationaux pareils à travers un comité dédié à l'amélioration de l'environnement de l'entreprise installé le 10 mars 2013, dont l'action s'inscrit dans une démarche intersectorielle solidaire et participative qui vise à améliorer le climat des affaires en Algérie (voir <http://www.climatdesaffaires.dz>).

Banque mondiale, le Forum économique de Davos, le Fonds Monétaire International, le Forum des chefs d'entreprises algériennes, l'Observatoire européen des réformes, fournissant annuellement ou trimestriellement des rapports sur le climat des affaires. Seuls les classements des deux premières institutions sont présentés ci-après pour le cas de l'économie algérienne.

### 2.1. L'indice *Doing Business*

Depuis 2004 la Banque mondiale publie annuellement le rapport *Doing business* sur le climat des affaires à l'échelle mondiale en se basant sur des études empiriques et de bases de données pour évaluer des critères permettant d'apprécier la qualité de l'environnement des affaires. Le rapport fournit ainsi un classement qui repose sur dix (10) critères<sup>1</sup> visant à déterminer la facilité qu'ont les investisseurs pour faire des affaires de façon générale.

En complément du classement sur la facilité de faire des affaires, qui est un indicateur relatif, le rapport *Doing Business* a introduit à compter de 2012 la DTF (*Distance to Frontier*), une mesure absolue de l'efficacité de la réglementation des affaires. Cet indicateur aide à déterminer dans quelle mesure l'environnement réglementaire s'améliore en termes absolus avec le temps pour les entrepreneurs locaux en montrant la distance séparant chaque économie de la « frontière » à atteindre, qui représente la meilleure performance observée sur chacun des indicateurs *Doing Business* pour l'ensemble des économies et des années couvertes depuis 2005. L'indicateur est étalonné sur une plage de 0 à 100, 100 représentant la frontière. L'obtention d'une note plus élevée est indicative d'un environnement réglementaire plus efficace.

Les indicateurs appliqués par ces rapports concernent de très près l'entreprise et surtout le créateur d'entreprise ou l'investisseur. Si les indicateurs d'un pays ne sont pas bons, le promoteur est informé sur les difficultés qui caractérisent l'environnement économique, politique et réglementaire qui y règnent, d'où son appréciation de l'intérêt d'y d'investir.

Ceci dit, l'étendu de cet indice de la facilité de faire des affaires est limité car il ne tient pas compte de certains facteurs déterminants de la qualité de l'environnement général dans lequel une entreprise opère, notamment la proximité d'une économie avec les grands marchés, la qualité de ses services d'infrastructure (autres que les services liés aux échanges transfrontaliers et l'électricité), la solidité de son système financier, la sécurité des propriétés contre vol et pillage, les conditions macroéconomiques ou encore la force des institutions sous-jacentes.

Le tableau n°39 ci-dessous affiche l'évolution, de 2007 à 2016, du classement de l'économie algérienne sur l'ensemble des critères retenus par la Banque Mondiale pour l'appréciation de la qualité du climat des affaires.

---

<sup>1</sup>- Les critères retenus pour l'estimation de l'indice général font l'objet, d'une année à une autre, de certains ajustements en termes de leur liste et leur appréciation en fonction de l'information disponible. Le critère « Embauche des travailleurs » a été remplacé à partir de 2012 par un autre critère mesurant la facilité de raccordement à l'électricité.

---

Tableau n° 39 : Classement de l'économie algérienne sur l'échelle *Doing Business*

Critères	Années	2007	2009	2011	2013	2015	2016
	Population	175	181	183	185	189	189
<i>Indice Doing Business</i>		116	132	136	152	154	163
Création d'entreprises		120	141	150	156	141	145
Obtention de permis de construire		117	112	113	138	127	119
Raccordement à l'électricité		na	na	na	165	147	130
Transfert de propriété		152	162	165	172	157	161
Accès au crédit		117	131	138	129	171	174
Protection des investisseurs		60	70	74	82	132	174
Paiement des taxes et impôts		169	166	168	170	176	170
Commerce transfrontalier		109	118	124	129	131	178
Exécution des contrats		61	126	127	126	120	100
Règlement de l'insolvabilité		41	49	51	62	97	71

Source : Rapports annuels *Doing Business* des années correspondantes.

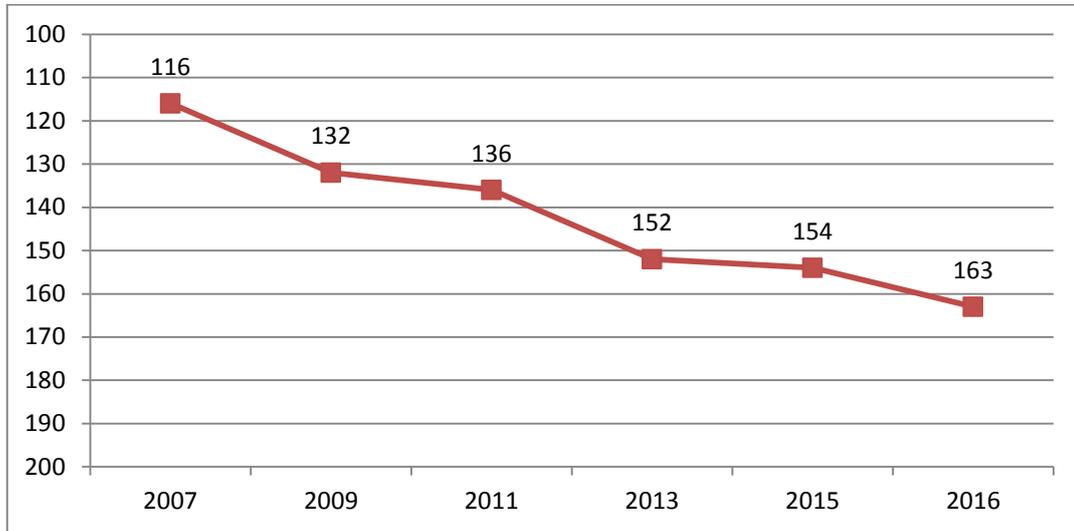
De façon générale, l'économie algérienne est non seulement très mal classée par rapport à la population des économies couvertes par l'étude de la banque mondiale, mais connaît une dégradation de son classement sur le temps. Ainsi, l'Algérie est passée du rang de 116 sur les 175 pays en 2007 au rang de 161 sur 189 en 2016, reflétant ainsi une mauvaise position combinée avec une évolution négative (figure n°29) de la qualité de l'environnement général dans lequel un investisseur, étranger ou national, devrait implanter son affaire.

Le détail des critères appliqués par l'indice fait ressortir des évolutions d'une ampleur variable entre les domaines représentés par ces critères, dont les plus significatives concernent les domaines de la protection des investisseurs<sup>1</sup>, sur lequel l'Algérie est passée du rang de 60 à celui de 174 entre 2007 et 2016, ainsi que le domaine de l'exécution des contrats et l'accès aux crédits. Ces domaines sont généralement très sensibles du point de

<sup>1</sup>- Ce critère évalue le niveau de protection des investisseurs minoritaires en cas de conflits d'intérêts et les droits des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise. L'indice relatif à la réglementation des conflits d'intérêts mesure la protection des actionnaires minoritaires contre les abus de biens sociaux des administrateurs. Trois dimensions de cette réglementation sont étudiées : la transparence des transactions avec les parties liées (indice mesurant l'étendue de la divulgation), la possibilité pour les actionnaires de poursuivre en justice les administrateurs responsables des opérations d'initiés (indice mesurant l'étendue de la responsabilité des administrateurs) et l'accès aux éléments de preuve et la répartition des frais de justice dans les litiges d'actionnaires (indice mesurant la facilité des actions en justice des actionnaires). L'indice relatif aux droits des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise mesure les droits des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise. La mesure de l'indice de la gouvernance de l'actionnaire distingue entre trois types de bonne gouvernance: les droits des actionnaires et leur rôle dans les décisions importantes pour l'entreprise (indice mesurant les droits des actionnaires), les garanties de gouvernance protégeant les actionnaires du contrôle indu du conseil d'administration (indice mesurant l'étendue de la propriété du contrôle) et la transparence des entreprises sur la rémunération des actions ou parts et des audits (indice mesurant la transparence des entreprises). L'indice mesure également si un sous-ensemble de droits et de garanties sont disponibles dans les sociétés anonymes.

vue de l'investisseur, particulièrement étranger, qui exige un minimum de protection avant d'engager ses fonds et ses moyens.

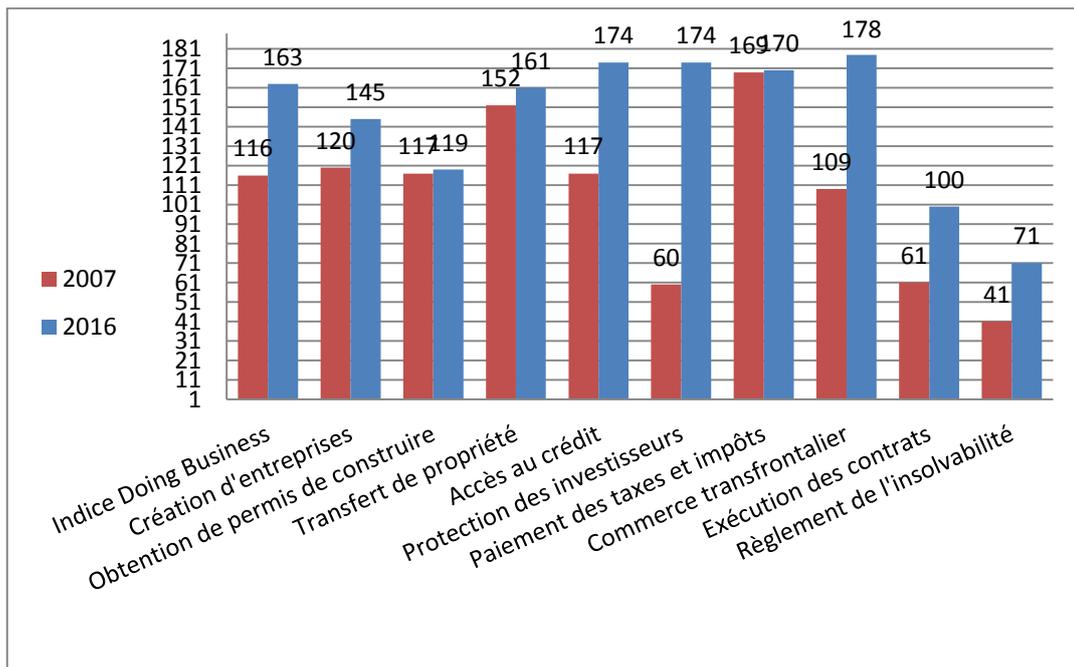
**Figure n° 29 : Evolution du classement de l'Algérie sur l'échelle *Doing Business***



Source : Conçu sur la base du tableau n°39 ci-dessus.

De l'année 2007 à 2016, comme le montre la figure n°30, l'économie algérienne a reculé sur son classement par rapport au reste des économies mondiales. La pression fiscale, captée par l'indicateur de paiement des taxes et impôts, pèse lourdement sur la mauvaise position qu'occupe l'économie algérienne dont le climat des affaires se trouve le moins attractif parmi les économies de la région MENA. Le rapport de 2011 de la Banque Mondiale note également que l'Algérie, parmi les pays riches en ressources naturelles, est classé l'avant dernière sur l'échelle de cet indice avec un taux d'imposition total avoisinant les 72% et, au total, 34 impôts payables par le monde des affaires.

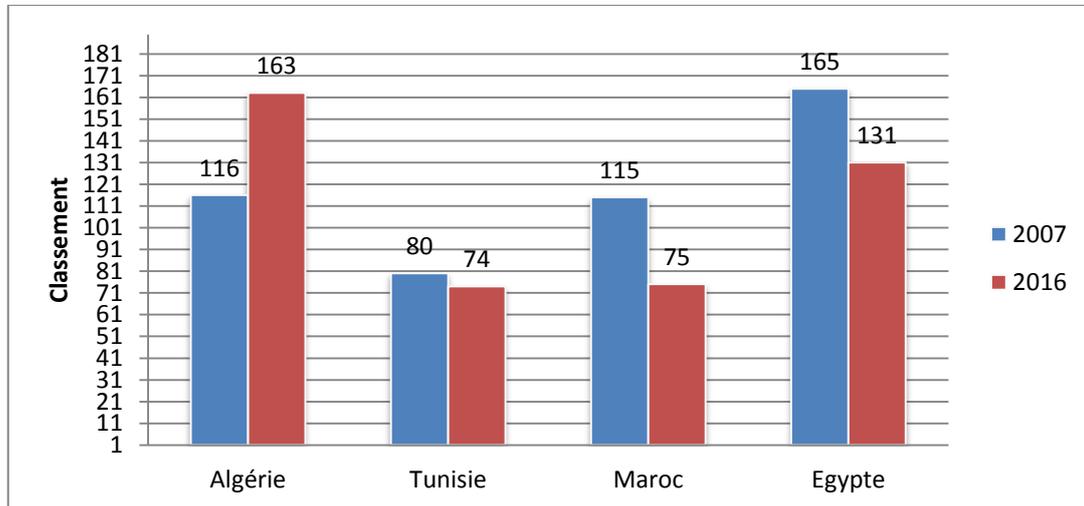
**Figure n° 30 : Evolution du classement par critère entre de 2007 à 2016.**



Source : Conçu sur la base du tableau n°39 ci-dessus.

L'attractivité de l'économie algérienne, dont la facilité de faire des affaires en est une composante, a évolué au sens contraire des objectifs affichés à l'occasion de toutes les réformes introduites par les pouvoirs publics en Algérie, contrairement à une amélioration dans les économies des pays voisins, notamment le Maroc qui a pu passer du rang de 115 en 2007, juste devant l'Algérie, au rang de 75 dix années après (figure n°31).

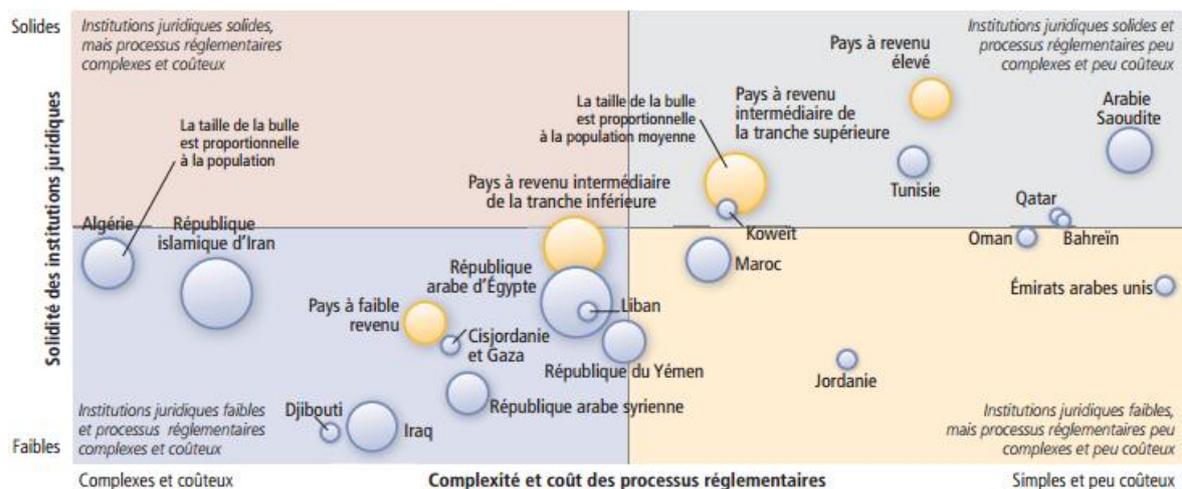
**Figure n° 31 : Classement des pays maghrébins entre 2007 et 2016**



Source : Conçu sur la base des rapports annuels Doing Business des années correspondantes.

Eu égard à cette dimension déterminante de l'attractivité relatives des économies, la Banque Mondiale, dans son rapport *Doing Business* de 2013, souligne qu'en dépit du fait que les économies de la région MENA aient quelque peu réduit la complexité et le coût des processus réglementaires, les entrepreneurs de l'ensemble de la région doivent encore s'accommoder d'une faible protection des droits des actionnaires minoritaires et des droits de propriété, avec encore beaucoup de progrès pour ces économies à faire pour simplifier le quotidien des entreprises locales en établissant des règles plus claires et plus transparentes, appliquées plus uniformément. Parmi l'ensemble des économies de la région, l'Algérie atteint le record sur l'indice de la complexité et coût des processus réglementaires, combiné avec des institutions juridiques d'une solidité plutôt faible (figure n°32).

**Figure n° 32 : Région MENA selon l'environnement juridique par pays**

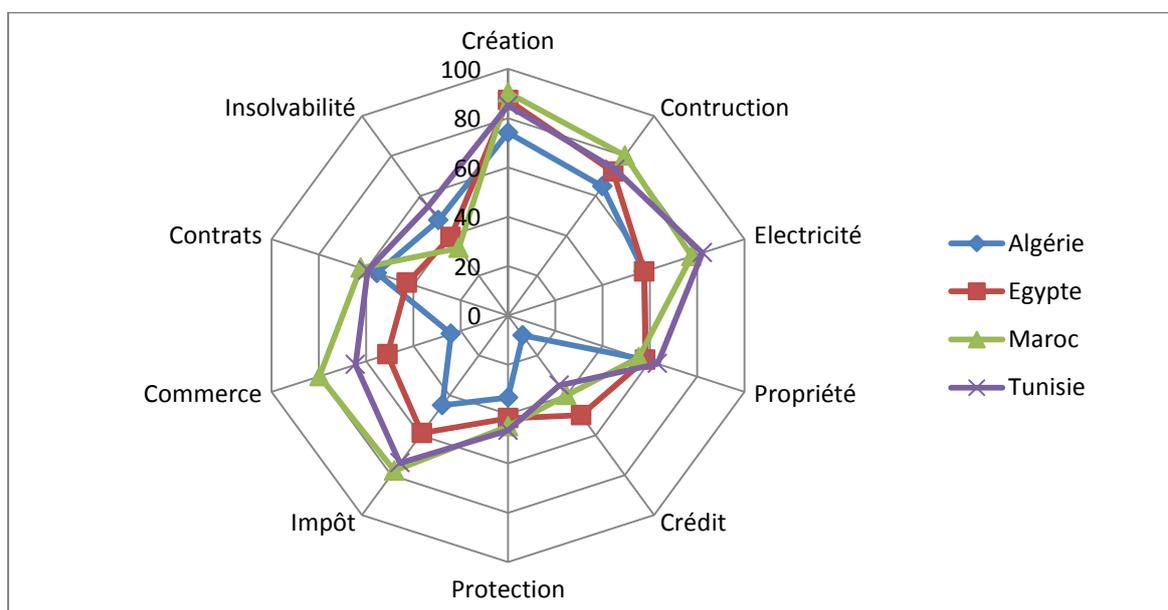


Source : Rapport Doing Business 2013.

En termes d'efficacité de la réglementation de faire des affaires, telle que captée par l'indice DTF, l'économie algérienne affiche pour 2015 un score de 45,57 points de pourcentage, ce qui représente une distance assez élevée par rapport aux meilleures pratiques observées sur les différentes économies couvertes par l'étude. De 2014 à 2015 seulement, l'Algérie a perdu 5,26 points de pourcentage sur son score d'efficacité de la réglementation. La dégradation du score sur l'indice général est attribuable d'une part à une baisse du score sur certains vecteurs de l'échelle (création d'entreprise, obtention de crédit et le commerce transfrontalier) et d'autre part, de l'amélioration des meilleurs scores réalisés par les économies mondiales.

Une comparaison sur le détail des critères entre les pays du Maghreb (figure n°33) permet de constater les lacunes que l'économie algérienne accuse par rapport aux reste des pays, particulièrement sur les dimensions du commerce transfrontalier, l'obtention de crédits, le paiement des impôts ou encore la protection des investisseurs minoritaires.

**Figure n° 33 : Score DTF sur les dix critères de classement *Doing Business* de 2016**



Source : [www.doingbusiness.com](http://www.doingbusiness.com), Consulté le 23/03/2017

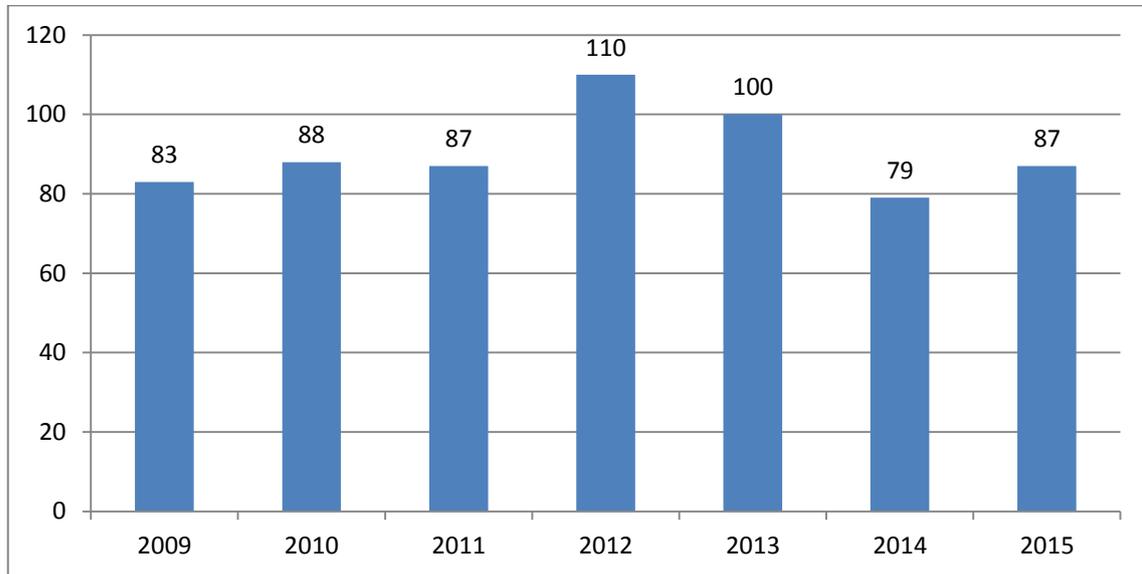
## 2.2. Le Global Competitiveness Index

Dans son rapport annuel, *Global Competitiveness Report*, le Forum Economique Mondial réalise un classement international de la compétitivité des pays sur la base d'indicateurs statistiques et de l'opinion des décideurs économiques et des dirigeants d'entreprises. Ce rapport est l'un des principaux du genre à l'échelle mondiale et la compétitivité y est définie comme « l'ensemble des institutions, politiques et facteurs qui déterminent le niveau de productivité d'un pays », lequel niveau de productivité détermine, quant à lui, le niveau de vie et de prospérité d'une économie et de ses forces vives, investisseurs et travailleurs, notamment.

La compétitivité des économies est ainsi fondée sur douze (12) facteurs-piliers regroupés en trois catégories : facteurs de base, facteurs d'efficacité et facteurs d'innovation et de sophistication. La note attribuée à un facteur principal est obtenue par

toute une série d'indicateurs mesurables et comparables<sup>1</sup>. Cette note est par la suite pondérée en fonction du niveau de développement du pays<sup>2</sup>, permettant ainsi de lui attribuer un classement parmi la liste des pays couverts par le rapport.

**Figure n° 34 : Evolution du classement de l'Algérie sur le GCI**



Source : Elaboré sur la base du tableau ci-dessus.

Plusieurs paramètres de l'indice de compétitivité sont déterminants pour l'appréciation, particulièrement du point de vue des investisseurs, de la qualité de l'environnement général et spécifique dans lequel les affaires sont censées être implantées et se développer, notamment pour une économie de type *factor-driven*. Ces paramètres se rapportent en gros aux institutions publiques et privées, aux infrastructures, à la stabilité macro-économique, à la santé et éducation et au niveau de sophistication du secteur financier.

<sup>1</sup>- A titre d'exemple, la note du « Institutions publiques et privées» est le résultat des données de 18 indicateurs regroupés sous sept rubriques (droits de propriété, éthique et corruption, abus d'influence, inefficience publique, sécurité, éthique d'entreprise, responsabilité). Le premier indicateur est évalué sur les deux critères de droits de propriété et protection de la propriété intellectuelle, le deuxième indicateur l'est lui aussi sur la base des critères de détournement de biens publics et de confiance publique aux politiques, et ainsi de suite.

<sup>2</sup>- Une pondération variable est appliquée aux facteurs tout dépend du stade de développement des économies. L'idée derrière cette pondération contingente est que, malgré que tous les facteurs soient relativement importants pour une économie, le GCI suppose qu'au premier stade, les économies sont axées sur les ressources et font ainsi concurrence sur la base de leurs dotations respectives en facteurs, principalement des ressources naturelles et une main d'œuvre non qualifiée. À mesure que les pays deviennent plus compétitifs, la productivité s'accroît et les salaires augmentent avec l'avancement du développement, glissant ces pays à l'étape de développement axée sur l'efficacité, où ils devraient commencer à développer des processus de production plus efficaces et à améliorer la qualité des produits. Enfin, avec le passage des économies à l'étape de l'innovation, les salaires augmentent tellement que leur pouvoir de maintenir les salaires plus élevés et le niveau de vie y associé dépend de la capacité de leurs entreprises à concurrencer avec des produits nouveaux et uniques. Ainsi, à chaque stade de développement correspond un nombre de facteurs déterminants de la compétitivité, qui reçoivent ainsi plus de pondération en fonction de leur pertinence.

Tableau n° 40 : Scores GCI de la région Maghreb (2009-2015)

Années	2009			2011			2013			2015		
	Phase <sup>1</sup>	Classe	Score	Phase	Classe	Score	Phase	Classe	Score	Phase	Classe	Score
Algérie	1-2	83	3,95	1-2	87	3,96	1-2	100	3,79	1-2	87	3,97
Tunisie	2	40	4,5	2	40	4,47	2	83	4,06	2	92	3,93
Maroc	1-2	73	4,03	2	73	4,16	1-2	77	4,11	2	72	4,17
Egypte	1-2	70	4,04	1-2	94	3,88	2	118	3,63	2	116	3,66

Source : Elaboré sur la base des Rapports annuels du World Economic Forum.

Le tableau ci-dessus fait ressortir des évolutions plutôt négatives pour la région, exception faite pour le Maroc qui a pu maintenir une stabilité de son classement sur l'indice de compétitivité des économies mondiales. L'économie algérienne est caractérisée, d'après l'évolution de son classement, d'une instabilité de la qualité de son environnement, tout en enregistrant en 2012 et 2013 ses scores les plus reculés, réservant au pays un classement respectif de 110 sur 144 et 100 sur 148. Il faut aussi noter que l'introduction, à compter de 2012, de deux critères d'ajustement du score GCI en rapport avec la durabilité sociale et environnementale de la compétitivité<sup>2</sup>, ont fait fraichir de 15% la notation de l'Algérie en 2012 et 10% en 2013, reflétant l'effet négatif des deux dimensions du développement durable dont le pays a besoin d'intégrer dans tout modèle de développement.

Il fait également noter qu'entre 2011 et 2012, l'Algérie a perdu 23 positions dans son classement mondial sur l'indice, passant du rang de 87 à celui de 110, correspondants respectivement aux scores de 3,96 et 3,72 (-6%). Ce recul substantiel du classement général du pays est particulièrement induit par la rétrogression de son classement sur les deux premiers groupes de critères, les fondamentaux (-14 positions) et les accélérateurs d'efficacité (-14 positions), en l'occurrence.

Ayant un positionnement entre les deux phases de développement pour le Forum Economique Mondial, la dégradation du score obtenu par l'économie algérienne sur les critères pertinents à son groupe fait reculer exponentiellement le rang de l'Algérie. Sur la dimension des fondamentaux, critères les plus pertinents pour les économies axées sur les ressources, l'Algérie, parmi les 144 pays de la liste, a perdu 14 positions sur le critère relatif aux institutions (sous classement de 141), 11 positions sur l'axe de la santé et éducation primaire (sous classement de 93), 7 positions sur les infrastructures (sous classement de 100) et 4 positions sur la stabilité macroéconomique (sous classement de 23) qui reste le seul créneau avec classement favorable pour l'économie Algérienne par rapport au reste des économies.

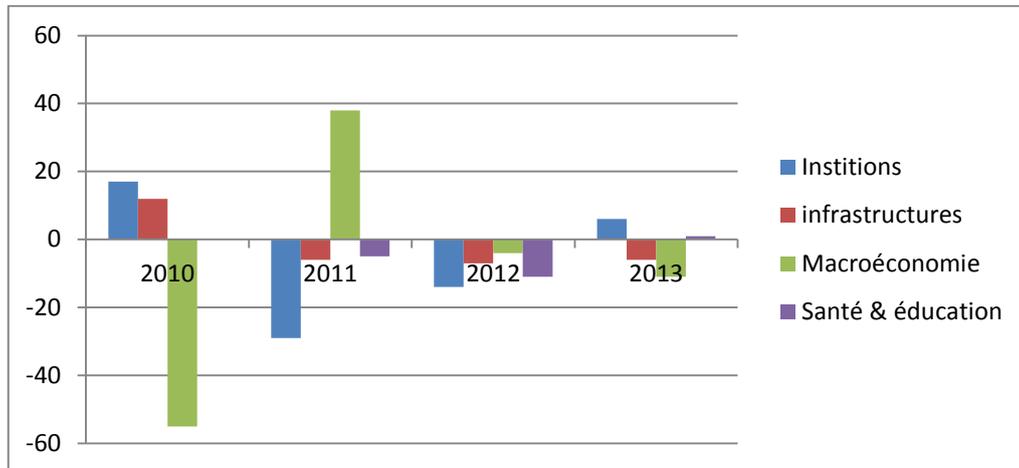
La figure n°35 illustre l'évolution du classement de l'économie algérienne sur les

<sup>1</sup>- Les pays sont regroupés en trois catégories principales (1 pour ressources, 2 pour efficacité, 3 pour innovation) avec deux phases de transition intermédiaires entre ces phases chronologiques (1-2 et 2-3). Cette catégorisation est effectuée sur la base du critère principal du PIB par habitant (PIBPH<2000 US\$ ; PIBPH<3999 US\$ ; PIBPH<8999 US\$ ; PIBPH<17000 US\$ ; PIBPH>17000 US\$). Un critère secondaire est appliqué pour les économies à forte dépendance de ressources naturelles, en vérifiant le taux des exportations hors ressource naturelle ne devant pas dépasser 70%, ce qui explique que l'Algérie, en dépit d'un PIBPH de plus de 5000 dollars US à compter de 2011, est restée dans la phase de transition d'une économie axée sur les ressources à une économie orientée efficacité, contrairement au reste des pays du Maghreb passant en 2015 à cette deuxième phase.

<sup>2</sup>- Cette dimension est introduite via des coefficients d'ajustement du score final par pays. La compétitivité durable est définie ainsi comme étant l'ensemble des institutions, politiques et facteurs qui garantissent la productivité d'un pays tout en assurant une durabilité sociale et environnementale.

quatre vecteurs constituant la dimension des fondamentaux.

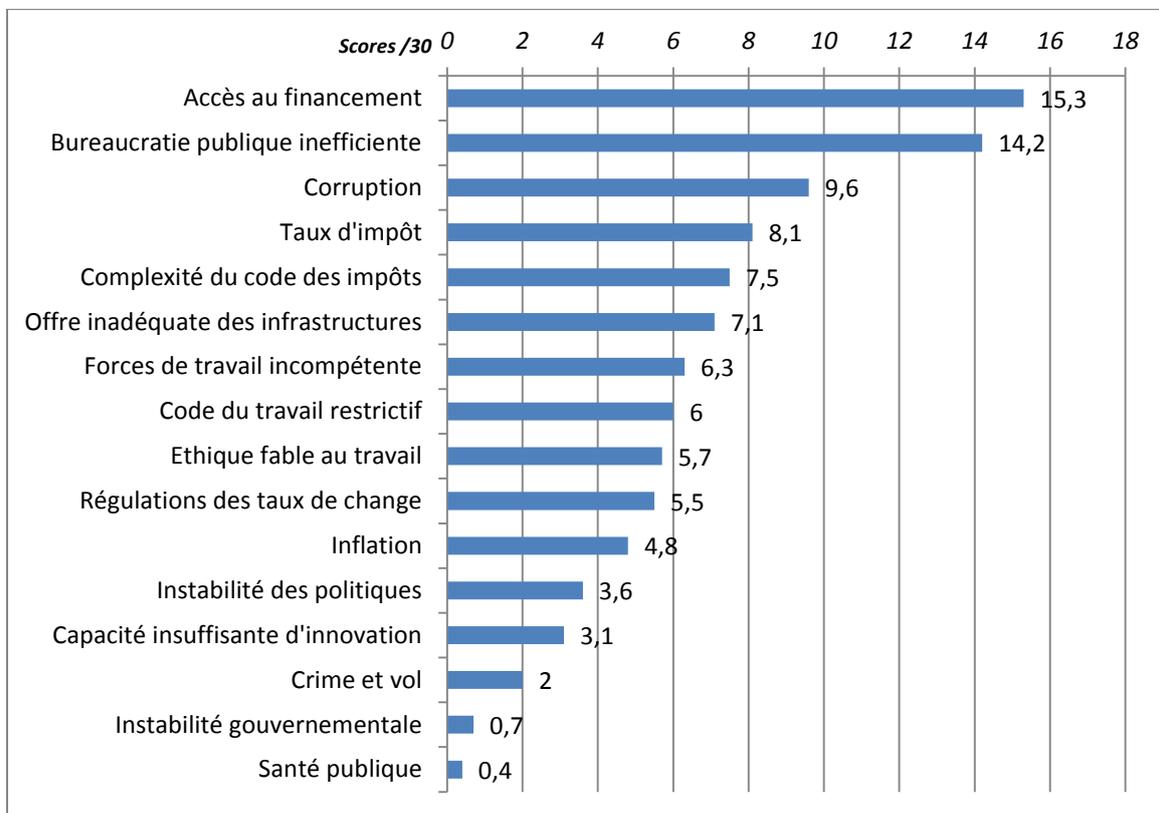
**Figure n° 35 : Evolutions des positions par vecteur des fondamentaux**



Source : Elaboré à partir des Rapports annuels du World Economic Forum.

Eu égard aux facteurs accélérateurs d'efficacité, l'économie algérienne accuse des insuffisances remarquables, à l'exception de sa taille de marché. En effet, l'Algérie s'est classée en 2012 l'avant dernière sur l'indice de l'efficacité du marché des biens, dernière de la liste en matière d'efficacité du marché du travail et 142<sup>ème</sup> en matière de développement du marché financier. De telles situations, conjuguées avec des insuffisances sur les fondamentaux même, n'ont pas permis à l'économie algérienne de tirer profit de ses ressources financières abondantes durant la période en question.

**Figure n° 36 : Facteurs problématiques à la conduite des affaires en Algérie**

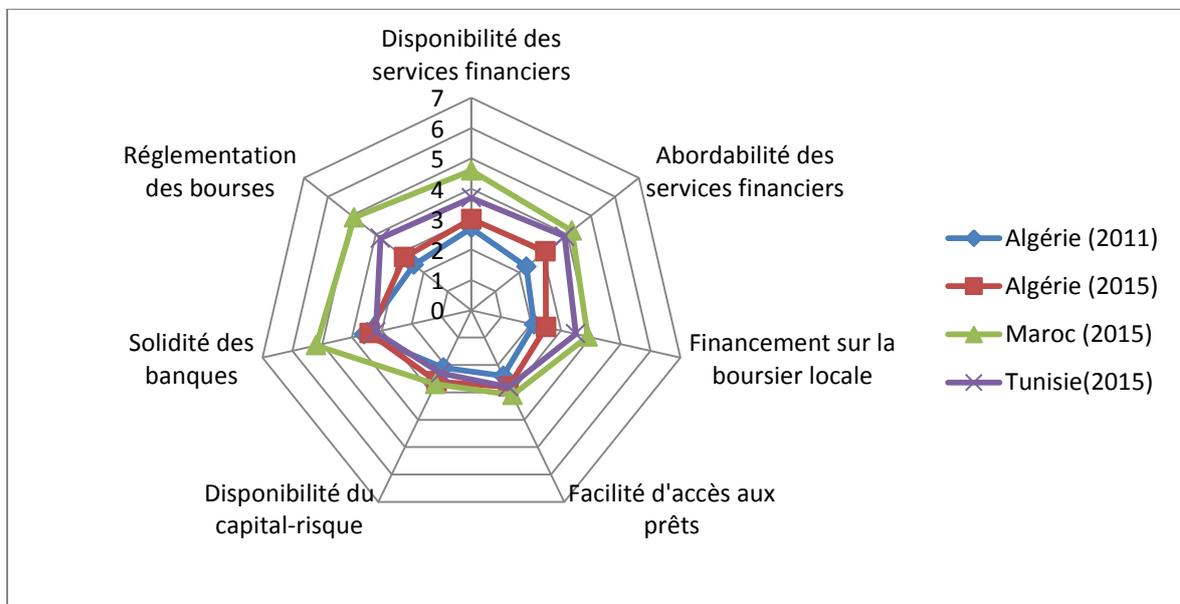


Source : Rapport WEF, édition 2015-2016.

Les domaines des fondamentaux sur lesquels l'économie algérienne occupe les derniers rangs couvrent pratiquement l'environnement institutionnel, notamment les droits de propriété, la protection des droits de propriété, la corruption, le fardeau des réglementations et la transparence des politiques du gouvernement. C'est ainsi que les facteurs cités pratiquement dans toutes les versions du rapport du Forum Economique Mondial comme étant, pour le cas de l'Algérie, les plus problématiques à la conduite des affaires, tels que notés dans le rapport de 2015-2016, sont l'accès au financement, la bureaucratie, la corruption, la fiscalité et la complexité de sa réglementation (figure n°36).

Sur le volet particulier de la finance, parmi les facteurs accélérateurs d'efficience, l'économie algérienne n'est également pas bien placée en termes de performances relatives aux services financiers et de financement et n'a réalisé pratiquement pas de progrès sur une période de plusieurs années de réformes. Comme le montre la figure n°37 ci-dessous, les scores de l'économie algérienne se sont maintenus pratiquement aux mêmes niveaux bas sur la période s'étalant de 2011 à 2015, tout en étant nettement inférieurs aux scores réalisés par les deux économies voisines, la Tunisie et le Maroc pour l'année 2015.

**Figure n° 37 : Score du développement des marchés de capitaux**



Source : Rapports WEF, éditions 2011-2012 et 2015-2016.

Ce pilier, développement des marchés de capitaux en l'occurrence, est évalué sur la base de 7 critères reflétant dans l'ensemble le niveau de sophistication du marché de capitaux national et, par conséquent, son aptitude à accompagner le développement économique et garantir une compétitivité durable de l'économie nationale. Ces critères sont présentés ci-dessus :

- Disponibilité des services financiers.
- Accessibilité des services financiers.
- Financement par le biais du marché boursier local.
- Facilité d'accès aux prêts.
- Disponibilité du capital-risque.
- Solidité des banques.

- Réglementation des bourses.

Un secteur financier efficient alloue les ressources épargnées par la population d'un pays ainsi que celles des entreprises qui accèdent de l'étranger à l'économie nationale, aux projets d'entreprise ou d'investissement dont les taux de rendement attendus sont les plus élevés plutôt que ceux en ligne avec les aspirations politiques.

L'investissement des entreprises est essentiel à la productivité. Par conséquent, les économies requièrent des marchés financiers sophistiqués qui permettent de mobiliser des capitaux au service des investissements du secteur privé à partir de sources telles que les prêts d'un secteur bancaire sain, des bourses de valeurs bien réglementées, du capital-investissement et d'autres produits financiers. Afin de remplir toutes ces fonctions, le secteur bancaire doit être digne de confiance et transparent et, comme cela a été tellement clair récemment, les marchés financiers ont besoin d'une réglementation appropriée pour protéger les investisseurs et les autres acteurs de l'économie en général.

### 3. Attractivité du marché de capital-investissement

A l'instar des deux indices de classement généraux présentés ci-dessus, le *PE/VC Attractiveness Index* procède au classement des pays selon l'attractivité relative de leurs marchés de capital-investissement.

Initié en 2006 par l'IESE Business School à Barcelone, le projet a d'abord porté sur une étude comparative des marchés européens<sup>1</sup>, avant d'être étendu pour couvrir un nombre de plus en plus significatif de marchés mondiaux (125 en 2016), notamment les marchés émergents, y compris le marché algérien à compter de 2011.

#### 3.1. Facteurs d'appréciation

L'objectif de l'indice est de comparer les pays en fonction de leur attractivité pour les investisseurs institutionnels qui choisissent des allocations internationales de leurs capitaux dans des fonds de capital-investissement. L'indice prend ainsi le point de vue des investisseurs institutionnels pour l'agrégation et l'analyse des données socio-économiques pertinentes, regroupés en six facteurs déterminants pour le développement de l'industrie de capital-investissement<sup>2</sup>.

##### 3.1.1. Activité économique

La taille et les niveaux d'emploi d'une économie sont des indicateurs de la prospérité, du nombre et de la diversité des entreprises et de l'activité entrepreneuriale générale, et donc également des flux espérés des opérations de capital-investissement. Les prévisions de croissance économique nécessitent des investissements et justifient l'entrée dans de nombreux pays émergents.

Ce facteur se base sur les résultats d'études empiriques confirmant, entre autres, que des opportunités d'investissement plus intéressantes en capital-investissement existent pour une économie à croissance rapide, l'activité de capital-investissement est cyclique et est significativement liée à la croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) et que la prospérité et le développement économiques facilitent l'esprit d'entreprise en permettant une plus grande accumulation du capital pour le capital-investissement.

---

<sup>1</sup> Groh, A., Liechtenstein, H., & Lieser, K., "The European venture capital and private equity country attractiveness indices". *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 205-224, 2010.

<sup>2</sup> Groh, A., Liechtenstein, H., "Assessing Country Attractiveness in the Venture Capital and Private Equity Landscape in Emerging Markets", *Social Science Research Network-id2021987*, 2012.

---

L'activité économique est appréciée à travers les trois sous-facteurs suivants :

- Taille totale de l'économie (PIB).
- Croissance réelle anticipée du PIB.
- Chômage.

### **3.1.2. Profondeur des marchés financiers**

Il existe un lien direct entre le marché des valeurs mobilières, l'activité bancaire et le compartiment des capitaux non cotés. Les banques sont nécessaires pour le financement du commerce et les facilités de crédit. La taille du compartiment primaire du marché boursier indique le potentiel de la voie de sortie préférée et les introductions en bourse stimulent également l'esprit d'entreprise car elles permettent de récompenser les entrepreneurs.

Plusieurs études mettent en évidence la relation entre le développement des marchés financiers d'un pays et le niveau de sophistication de son infrastructure d'institutions financières, y compris celles de capital-investissement, particulièrement dans le cadre du débat relatif à la structure des systèmes financiers. D'une manière générale, ces études rapportent que les marchés boursiers bien développés, permettant aux capital-investisseurs de sortir par le biais d'introductions en bourse, sont essentiels pour la mise en place de marchés de capital-investissement dynamiques.

Sept sous-facteurs sont agrégés pour arriver à une estimation de la profondeur du marché financier d'une économie :

- Taille du marché financier (capitalisation boursières des sociétés cotées, nombres de sociétés locales cotées).
- Liquidité du marché financier.
- Introductions en bourse et activité d'émission de titres (taille du marché, nombre d'émissions).
- Activité du marché des fusions/acquisitions (taille du marché, nombre de transactions).
- Marché du crédit (facilité d'accès aux crédits, indice de l'information de crédit, écart des taux d'intérêt).
- Crédits bancaires non productifs relativement au total des crédits bancaires.
- Sophistication du marché financier.

### **3.1.3. Fiscalité**

La fiscalité impacte l'investissement en capital de différentes manières, notamment à l'entrée et la sortie du capital des sociétés investies. Certaines études ont montré que l'augmentation de l'impôt sur le revenu des particuliers peut augmenter les chances pour ces derniers d'opter pour le statu d'entrepreneur. Or, des différences significatives entre les taux de l'impôt sur le revenu des particuliers et les taux d'imposition des bénéfices des sociétés incitent les individus à lancer leurs propres affaires et devenir entrepreneur.

Selon les concepteurs de l'indice, ce facteur clé est considéré comme relativement faible, car les aspects fiscaux sont plus importants pour les phases de démarrage des projets d'entreprises que pour les autres stades d'intervention des capital-investisseurs.

Cette dimension de l'attractivité du marché de capital-investissement se réfère aux incitations fiscales applicables aux l'acte d'entreprise et ses contraintes administratives, à travers les éléments suivants :

- Incitations entrepreneuriales.
- Nombre des paiements d'impôts.
- Temps passé sur les aspects fiscaux.

### **3.1.4. Protection des investisseurs et gouvernance d'entreprises**

Les structures juridiques et la protection des droits de propriété influent fortement sur l'attractivité des marchés du capital-investissement. Ainsi, l'environnement juridique détermine la taille et l'étendue du marché des capitaux d'un pays et la capacité des entreprises locales à se procurer les financements extérieurs nécessaires à leur croissance.

L'importance de ce facteur est particulièrement appréciée dans le cadre du débat portant sur les différences socioéconomiques attribuables à l'origine et à la qualité du système juridique des pays. D'une manière générale, la qualité du système juridique d'un pays est déterminante pour le développement de ses marchés des capitaux, cotés et non cotés. Les capital-investisseurs sont extrêmement exposés aux situations de manque d'une protection juridique appropriée et de possibilités d'exécution des contrats, étant donné que le métier de capital-investissement se base sur des relations à long terme avec des investisseurs institutionnels, où la source des fonds investis et les pays d'accueil peuvent être distants et distincts.

Ce facteur regroupe trois sous-facteurs principaux sous lesquels se trouvent les critères d'évaluation des variables relatives à la protection des investisseurs et la gouvernance d'entreprises :

- Qualité de la gouvernance d'entreprises (divulgence de l'information, responsabilité des dirigeants, procès d'actionnaires, droits légaux, efficacité des conseils d'administration).
- Sécurité des droits de propriété (exécution des contrats, droits de propriété, protection de la propriété intellectuelle).
- Qualité de l'application de la loi (indépendance judiciaire, tribunaux impartiaux, intégrité du système juridique, règle de droit, qualité règlementaire).

### **3.1.5. Environnement social et humain**

Ce facteur est basé sur les résultats empiriques selon lesquelles les cultures façonnent à la fois l'orientation individuelle et les conditions environnementales, ce qui peut être à l'origine de différents niveaux d'activité entrepreneuriale, en ce sens que l'éducation, en matière d'écoles, d'universités et d'institutions de recherche, joue un rôle primordial dans la promotion d'une industrie croissante de capital-risque.

Outre les conditions du marché du travail et leur impact sur la croissance, plusieurs contraintes sociétales sont identifiées dans la littérature pour leur effet négatif sur le développement de l'investissement en capital. C'est ainsi que des barrières et des coûts plus élevés sont associés à la corruption, à la criminalité, à une économie informelle plus étendue et aux lourdeurs bureaucratiques. Cet argument est d'une importance particulière dans certains pays émergents où les niveaux de corruption sont perçus comme élevés.

Trois sous-facteurs composites forment cette dimension de l'indice :

- Education et capital humain (qualité du système éducatif, qualité des institutions de la recherche scientifique).
- Rigidités du marché du travail (difficulté de recrutement, rigidité horaire, difficulté du

- licenciement, couts de licenciement).
- Subornation et corruption (indice de corruption, contrôle de la corruption, règlements additionnels).

### **3.1.6. Culture entrepreneuriale et opportunités d'investissement**

L'accès à des investissements viables est probablement le facteur le plus important pour les décisions internationales d'allocation du capital-investissement. Particulièrement pour le segment de capital-investissement couvrant la première croissance, le nombre et le volume des investissements accessibles aux capital-investisseurs au sein d'une économie dépendent de sa capacité d'innovation et de sa production scientifique.

C'est ainsi que des variables comme la recherche et développement et le brevetage sont documentés comme significativement liées au niveau de l'activité de capital-investissement. Toutefois, quel que soit le niveau d'innovation d'une société, la bureaucratie, sous forme de règles et d'exigences procédurales excessives, d'une multiplicité des institutions d'approbation et des exigences de documentation lourdes, peut sévèrement restreindre l'activité entrepreneuriale. Les ressources en temps et argent nécessaires pour faire face à ces exigences sont à même de décourager l'activité de création de nouvelles entreprises.

Le score de ce facteur est calculé sur la base des scores de plusieurs variables comme suit :

- Innovation (innovativité générale, capacité d'innovation).
- Articles de revues scientifiques et techniques.
- Facilité de démarrer et faire fonctionner une entreprise (nombre de procédures pour créer une entreprise, temps requis pour créer une entreprise, coûts des procédures de création d'une entreprise).
- Facilité de liquider une entreprise (temps pour la liquidation d'une entreprise, coûts de liquidation d'une entreprise, taux de récupération).
- Recherche & développement (R&D) industriel (dépenses des entreprises sur la R&D, brevets d'invention).

## **3.2. Attractivité relative du marché algérien**

Le *PE/VC Attractiveness Index* affiche le marché de capital-investissement algérien dans le dernier quartile des marchés les moins attractifs au monde, loin derrière les marchés de capital-investissement des pays de la région.

### **3.2.1. Classement général du marché algérien**

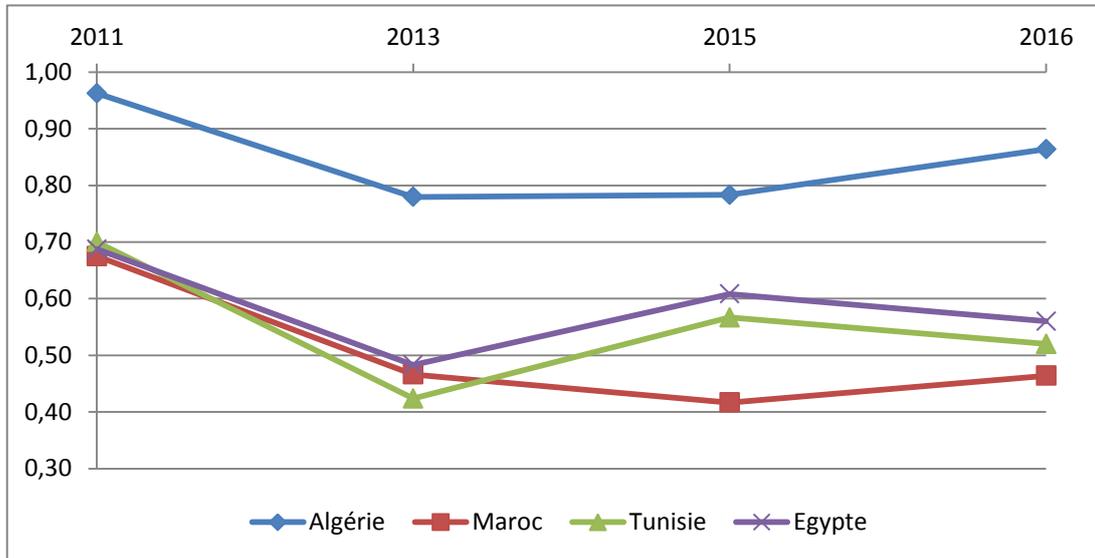
A l'instar des indices de classement des économies mondiales présentés ci-dessus, l'indice d'attractivité du capital-investissement réserve pour le marché algérien des classements remarquablement mauvais, confirmant l'image négative de l'environnement de conduite des affaires en général, et celui de l'investissement en capital en particulier.

Avec un classement en 2011 du 3<sup>ème</sup> marché le moins attractif parmi la liste des économies constituant l'indice, le marché algérien n'a pas fait de progrès en matière d'attractivité vis-à-vis des professionnels du capital-investissement sur les années suivantes, malgré les politiques publiques explicitement œuvrant à améliorer l'image de l'économie algérienne et promouvoir son attractivité par rapport aux reste des économies.

---

La figure ci-dessous retrace l'évolution du classement relatif (classement/nombre d'économies) du marché algérien sur le *PE/VC attractiveness index*, relativement aux classements de quelques pays de la région MENA.

**Figure n° 38: Classement relatif des marchés MENA sur la période 2011-2016**

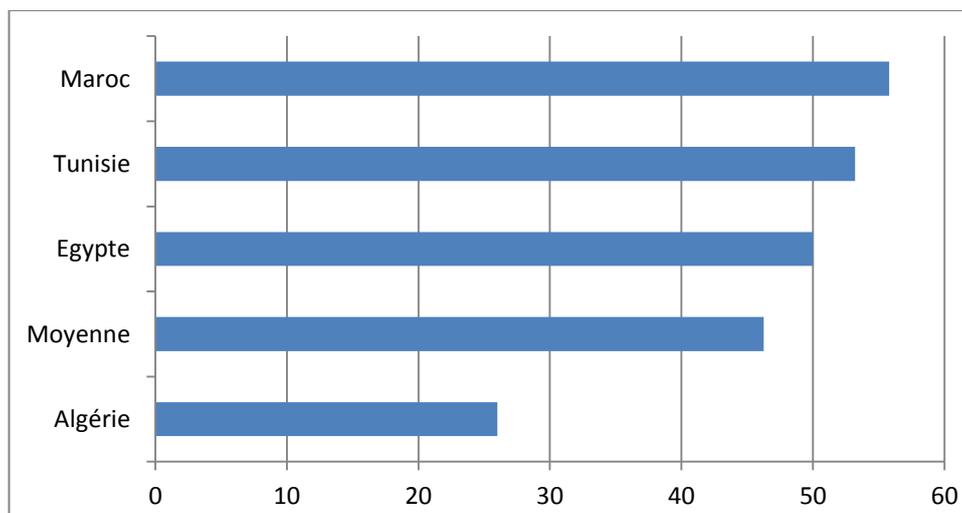


*Source : The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, annual reports, 2011,2013,2015,2016.*

Comme le montre la figure ci-dessus, le marché algérien fait partie du quartile des marchés mondiaux les moins attractifs du point de vue des investisseurs institutionnels. Il apparaît également que cette attractivité faible enregistre une dégradation au fil des années, contrairement aux autres marchés voisins qui sont nettement mieux positionnés avec des classements en amélioration continue.

Le score global par rapport à la meilleure performance observée, illustré sur la figure ci-dessous, confirme également le manque d'attractivité du marché de capital-investissement algérien, et l'ampleur de l'écart de ce dernier par rapport aux marchés voisins.

**Figure n° 39: Score de l'indice des quatre marchés en 2016**



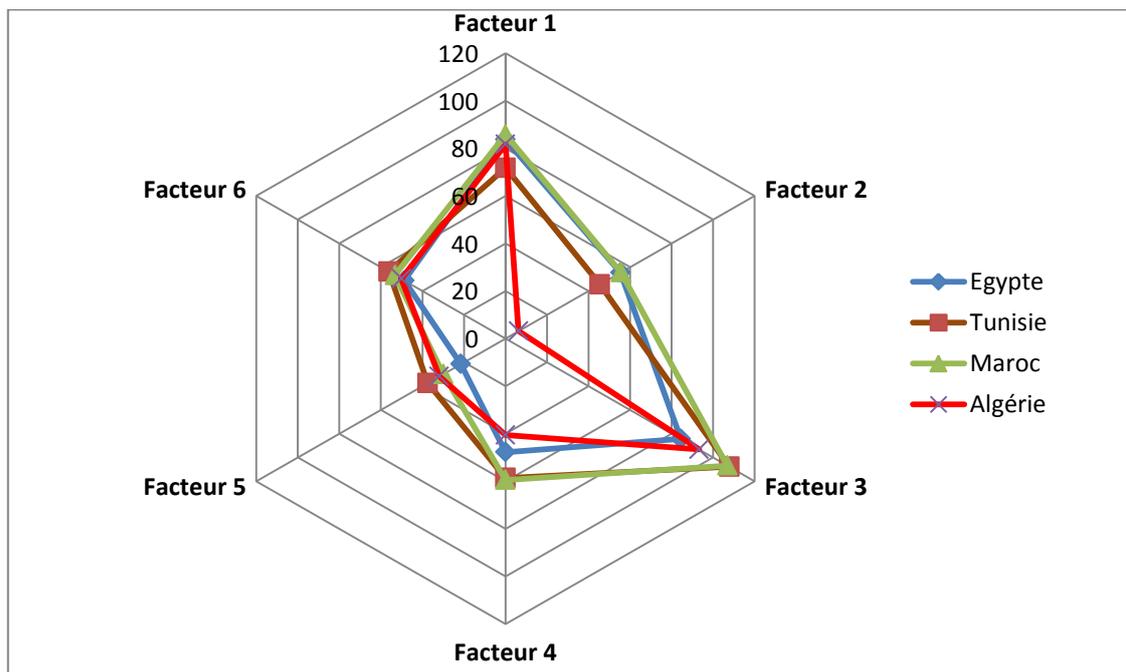
*Source : The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, annual reports, 2016*

### 3.2.2. Classement par facteur du marché algérien

Sur l'ensemble des facteurs constituant l'indice d'attractivité du marché algérien, la seule dimension sur laquelle le marché algérien surpassait les marchés voisins était l'activité économique, mesurée principalement par les données du PIB, en raison de la taille de l'économie algérienne et de son niveau de revenu national, mais qui s'est vu sensiblement reculer d'un tiers en 2016 pour atteindre 159,1 milliard de dollars contre 210 milliard de dollars en 2013<sup>1</sup>, faisant ainsi reculer le classement du marché algérien de 15 positions sur l'indice entre 2013 et 2016.

La figure ci-dessous place les scores, pour les quatre pays sélectionnés, des six facteurs composant l'indice d'attractivité général.

**Figure n° 40: Score par facteur des quatre marchés en 2016**



*Source : The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, annual report, 2016*

La figure ci-dessus montre que le facteur qui pèse le plus lourdement sur l'attractivité du marché algérien, du moins par rapport aux trois autres marchés voisins, est la profondeur de son marché financier.

Le tableau ci-dessous compare les scores détaillés des vecteurs élémentaires composant le facteur relatif à la profondeur du marché financier pour les quatre pays sélectionnés.

**Tableau n° 41: Scores élémentaires de la profondeur des marchés financiers (2016)**

	Algérie	Égypte	Tunisie	Maroc
Taille et liquidité du marché boursier	1,0	73,1	62,4	64,4
Total du volume transigé	1,0	76,8	67,1	70,0
Introduction en bourse et émissions	1,0	43,2	25,5	23,7

<sup>1</sup>- [www.worldbank.org/](http://www.worldbank.org/) consulté le 15/11/2017.

Marché des fusions/acquisitions	13,5	50,3	22,7	37,5
Marché du crédit	17,5	53,6	68,0	78,3
Crédit non productifs	82,8	83,5	67,7	88,1
Sophistication du marché financier	19,1	29,2	35,7	59,3

*Source : The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, annual report, 2016*

En tête de ces facteurs élémentaires, l'absence d'activité sur le marché boursier algérien est telle que le marché financier du pays apparaît dans un état embryonnaire, ce qui de nature à influencer négativement sur la perception des investisseurs institutionnels quant à la possibilité, avant même la facilité, d'y réaliser des investissements et les faire fructifier sur un horizon temporel raisonnable.

## Section 2. Facteurs déterminants de la dynamique du CI en Algérie

Cette section est dédiée à l'analyse des facteurs pouvant avoir un effet sur la dynamique du marché de capital-investissement en Algérie. Cette analyse porte en premier lieu, auprès des professionnels de capital-investissement opérant sur le marché algérien, sur les modèles d'intervention adoptés par rapport aux pratiques universelles en la matière, ainsi que leur appréciation de la pertinence des facteurs identifiés comme étant déterminants dans le développement de l'activité de financement par capital-investissement en Algérie.

Construisant sur les développements théoriques et les résultats de l'analyse empirique réalisée dans la première partie de cette section, un modèle factoriel de développement qui tient compte des spécificités du marché algérien et de ces forces et faiblesses est proposé.

### Sous-section 1. Modèle d'investissement des professionnels sur le marché algérien

Le modèle d'investissement à illustrer est analysé selon l'enchaînement du processus de financement par capital-investissement schématisé au niveau du troisième chapitre de la présente thèse.

#### 1. Eléments de l'enquête auprès des organismes de capital-investissement

L'analyse empirique du modèle d'investissement des professionnels du marché algérien se base sur une enquête menée auprès de ces derniers selon une stratégie définie ci-dessous pour administrer le questionnaire de recherche.

##### 1.1. Stratégie de déroulement de l'enquête

L'appréciation des professionnels de la pertinence des différents aspects de l'activité de financement par capital-investissement est mesurée, dans le présent travail de recherche, à travers une enquête menée auprès de tous les organismes financiers ayant réalisé des opérations de prise de participation temporaire dans le capital d'entreprises économiques algériennes. L'enquête a visé l'ensemble de ces intervenants qui ont une représentation sur le marché algérien, ayant accepté de participer au sondage et, éventuellement, aux interviews directes sur site avec les responsables du métier de capital-investissement au sein des organismes contactés.

Le sondage est réalisé par le biais d'un questionnaire distribué aux organismes ayant

accepté d'y participer après un premier contact par téléphone ou, le cas échéant, directement sur site. La demande de participation leur a été, par la suite, envoyée accompagnée d'une copie du questionnaire auquel le responsable de l'activité de capital-investissement a été convié de répondre et de soulever toute remarque relative à des ambiguïtés éventuelles des questions posées, avant de planifier une interview directe pour enrichir l'enquête et poser d'autres questions de nature comparative une fois les réponses des participants consolidées.

La première version du questionnaire a fait l'objet d'un test de viabilité avec un cofondateur de la société *Casbah Business Angels*, dans une interview de plus de trois heures dédiée à l'étude du questionnaire et de la pertinence des différentes questions et leur cohérence avec les sections auxquelles elles étaient affectées. Une seconde version, relativement validée, a été par la suite remise au reste des participants.

Cette stratégie d'administration du questionnaire suivie par les interviews, permet aux répondants de prendre le temps d'analyser les questions posées et de consulter leur entourage sur les éléments qui ne sont pas disponibles immédiatement à leur niveau. L'interview est par la suite conduite sur la base des réponses apportées par le responsable de l'organisme, auxquelles sont rajoutées d'autres demandes d'explications et de détails par rapport à l'ensemble des réponses collectées auprès de l'ensemble des professionnels participant à l'enquête.

Cette démarche est, dans son ensemble, inspirée de la méthode Delphi, appartenant aux méthodes qualitatives avec comme but de rassembler des avis d'experts sur un sujet précis et de mettre en évidence des convergences et des consensus sur les orientations à donner au projet en soumettant ces experts à des vagues successives de questionnements, qui génèrent des avis permettant de consolider les orientations à donner à un projet. Cette méthode trouve toute son utilité là où de nombreuses incertitudes pèsent sur la définition précise d'un projet et où de nombreuses questions se posent quant à son opportunité et sa faisabilité. Elle apporte un éclairage des experts sur ces zones d'incertitude en vue d'une aide à la décision et d'une vérification de l'opportunité et de la faisabilité du projet.

Pour rappel, une variante classique de la méthode Delphi consiste en quatre étapes comme suit<sup>1</sup> :

- L'étape 1 consiste à définir avec rigueur et précision l'objet sur lequel portera le DELPHI. Par objet, on entend le problème que vont devoir examiner les experts et les grands questionnements liés à ce problème. Il importe de passer du temps à cette définition de l'objet sans quoi on risque d'entraîner les experts dans un processus DELPHI dont le thème évolue au fur et à mesure. La définition de l'objet est importante tant pour la rédaction des questionnaires que pour le choix des experts.
- L'étape 2 consiste à procéder au choix des experts, par exemple sur base d'une carte des acteurs établie pour la circonstance. Pour éviter la mise en question future du processus DELPHI, il importe de veiller à la bonne représentativité des experts choisis par rapport à l'objet visé, leur indépendance et leur connaissance distinguée de l'objet sur lequel porte le DELPHI.
- L'étape 3 consiste à élaborer un questionnaire selon un processus rigoureux. Les questions doivent être ciblées, précises et éventuellement quantifiables. Très souvent le questionnaire de départ repose largement sur des questions faites d'items ou d'échelles

---

<sup>1</sup> Pour une présentation détaillée de la technique et de sa philosophie, voir Linstone, H. A., & Turoff, M. The Delphi method: Techniques and applications, Addison-Wesley Publishing, MA, USA, 2002.

---

à choisir par les experts.

- L'étape 4 est celle de l'administration du questionnaire et du traitement des résultats. Le questionnaire de départ est administré par courrier (physique ou électronique) aux experts. Le même questionnaire servira de fil conducteur à tout l'exercice DELPHI, il sera juste enrichi, à chaque tour, des résultats et commentaires générés par le tour précédent.

L'absence d'une motivation suffisante a imposé un raccourcissement du bouclier du processus à la seconde itération, qui ne s'est d'ailleurs terminée que pour une partie des participants au premier tour qui consiste à apporter des réponses aux questions administrées via le questionnaire initialement transmis par Internet ou remis à main propre. Ainsi, parmi les sept organismes contactés, tous ont remis le questionnaire dûment complété, mais seulement quatre ont accepté de prendre part aux interviews de consolidation des réponses recueillies au niveau de la première étape du processus.

La liste des organismes ayant pris part à l'enquête est présentée dans le tableau n°42 ci-dessous.

**Tableau n° 42 : Organismes participants à l'enquête**

<b>Organisme</b>	<b>Questionnaire</b>	<b>Interview</b>
FINALEP	Oui	Non
SOFINANCE	Oui	Oui
EIDjazair Istithmar	Oui	Oui
Maghrebinvest Algérie	Oui	Oui
ASICOM	Oui	Non
Tell group	Oui	Non
CBA ventures	Oui	Oui

*Source : Elaboré à partir des données de l'enquête.*

Certains organismes, à l'image de ECP et MCP, ont été identifiés avec des opérations de capital-investissement réalisées dans des entreprises de droit algérien et ont été ainsi contactés par email suivant la même procédure d'administration détaillée ci-dessus, initiée par une demande de participation à l'enquête accompagnée du questionnaire. Aucune suite n'a été donnée à la demande par email sans avoir une présence locale pour une éventuelle administration à main propres afin d'élargir l'échantillon de recherche et enrichir ainsi davantage l'étude empirique.

## **1.2. Conception du questionnaire de recherche**

Le questionnaire est structuré autour des dimensions pertinentes relatives d'une part, au processus d'intervention des capital-investisseurs et, d'autre part, aux conditions de développement du métier de capital-investissement.

### **1.2.1. Structure du questionnaire**

Le questionnaire de l'enquête est organisé autour de quatre sections principales suivant la logique standard de fonctionnement des fonds de capital-investissement, telle que présentée à travers les développements théoriques des chapitres précédents, auxquelles est intégrée une rubrique visant à évaluer l'appréciation par les professionnels du marché algérien de la pertinence des différents facteurs susceptibles d'influer la décision d'un

entrepreneur de solliciter ce mode de financement particulier, ainsi que les facteurs pouvant être déterminant dans l'explication du stade de développement du secteur en Algérie.

Les sections du questionnaire sont structurées autour de questions claires et simples, avec un enchaînement logique des rubriques afin de créer une incitation pour le répondant d'aller au bout avec les réponses, tout en évitant les zones généralement perçues comme confidentielles et relativement trop techniques. Une rubrique dédiée à la collecte de données statistiques sur les portefeuilles des organismes de capital-investissement est prévue à la fin du questionnaire.

La plupart des questions posées sont de type semi-ouvert, avec des propositions parmi lesquelles le répondant peut choisir l'une ou celles qui correspondent à son appréciation, tout en lui laissant le soin d'en rajouter des cas que le questionnaire n'aurait pas prévu dans la liste, via l'option (*Autres ....*). La pertinence des éléments d'une question sur un sujet particulier est mesurée sur une échelle d'appréciation de type Likert à cinq (5) niveaux, allant de l'absence de pertinence à une pertinence élevée. Le niveau d'appréciation tombe ainsi dans des intervalles calculés par l'addition aux scores de l'échelle l'étendue moyenne de 0,8.

### ***1.2.2. Les sections du questionnaire***

Afin mettre en évidence le profil du capital-investisseur sur le marché algérien, le questionnaire aborde des thématiques relatives à l'origine et à la spécialisation des fonds destinés à l'activité de capital-investissement, au processus d'investissement mis en place ainsi qu'aux facteurs déterminants de la dynamique de ce métier au sein de l'économie algérienne.

#### ***1.2.2.1. Origine des fonds***

Cette rubrique du questionnaire a pour objet de déterminer la nature et la source des fonds mobilisables par les organismes de capital-investissement en Algérie. Tout dépend de la forme d'organisation retenue pour les organismes de capital-investissement, ces derniers puisent généralement les ressources qu'ils emploient dans l'activité de prise de participations de trois sources principales :

- Fonds propres : les fonds propres représentent la source principale des organismes créés sous la forme juridique de Société de Capital-Investissement, telle que définie par la loi n°06-11 relative à la société de capital-investissement.
- Fonds publics : l'état a mis en place, dans le cadre de sa politique de promotion de l'investissement, des fonds dont la gestion est confiée aux organismes de capital-investissement selon une convention entre les deux partenaires précisant les conditions d'emploi de ces fonds.
- Fonds privés : certains organismes, notamment ceux ayant la forme de société de gestion de fonds de capital-investissement, se voient principalement confiés le placement et le suivi de fonds de capital-investissement constitués par des investisseurs, souvent institutionnels, nationaux ou étrangers.

#### ***1.2.2.2. Spécialisation des fonds***

Le profil des organismes de capital-investissement est apprécié selon leurs préférences et cartières d'intervention relativement à trois dimensions principales, le secteur d'activité, le stade de développement et la taille des entreprises cibles. Les secteurs d'activité proposés couvrent pratiquement l'ensemble des activités que les capital-

---

investisseurs visent généralement étant donnée, d'une part, leur cohérence avec la notion de croissance relativement rapide, permettant aux investisseurs de respecter la contrainte de l'horizon temporel généralement fixé à moins de dix années et, d'autre part, leur importance relative au sein de l'économie algérienne. Cet élément mesure ainsi le potentiel qu'offre la structure de l'économie algérienne et la cohérence de son tissu d'entreprises avec les préférences et critères de spécialisation sectorielle des organismes de capital-investissement.

Les critères de sélection basés sur le stade de développement et la taille des entreprises cibles permettent, à l'instar de la spécialisation sectorielle, d'apprécier le potentiel de l'économie algérienne par rapport aux attentes des organismes de capital-investissement d'une part, et d'autre part d'avoir une idée générale sur l'aversion au risque de ces organismes. En effet, les premiers stades de développement des entreprises sont généralement caractérisés par un niveau de risque relativement plus élevé à cause de la nouveauté de leurs activités et l'absence d'historiques permettant la projection de leur avenir, notamment le stade d'amorçage assimilable à un pari et sur lequel la probabilité pour un projet d'entreprise de réussir et de devenir rentable est beaucoup plus faible par rapport aux autres stades d'intervention des capital-investisseurs.

### 1.2.2.3. Processus d'investissement

Cette rubrique est consacrée à mettre en évidence les étapes clés du processus d'investissement et les critères adoptés par les professionnels du métier intervenant sur le marché algérien, ce qui constitue une sorte de modèle d'investissement. Sont ainsi présentés pour appréciation par les répondants les sources des opportunités parmi lesquelles l'organisme de capital-investissement sélectionne, sur la base d'une batterie de critères qui lui sont pertinents, celles qui répond à son modèle d'investissement. Plusieurs critères, identifiés dans la littérature traitant de cette thématique, sont ainsi présentés pour appréciation de leur pertinence relative durant la phase de sélection des projets à financer.

Les critères applicables *ex-ante* aux propositions collectées des différentes sources, sont regroupés en rubriques cohérentes telles que présentées dans le tableau ci-dessous.

**Tableau n° 43 : Critères de sélection *ex-ante* des capital-investisseurs**

Critères d'investissement	Alpha <sup>1</sup>
Crédibilité du <i>business plan</i>	
Facteur humain	0,833
<i>Présence d'une équipe intégrée</i>	
<i>Personnalité de l'entrepreneur :</i>	0,611
<i>sa perception du capital-risque</i>	
<i>ses capacités de leadership</i>	
<i>son engagement</i>	
<i>Expérience de l'entrepreneur :</i>	0,750
<i>son bilan de carrière</i>	

<sup>1</sup>- Il s'agit du coefficient *Alpha* ( $\alpha$ ) de Cronbach, le test le plus communément utilisé pour mesurer la cohérence interne ou la fiabilité d'un ensemble de questions posées dans un questionnaire. La valeur du coefficient est incluse entre 0 et 1, avec une meilleure cohérence pour des valeurs supérieures à 0,65 et proche de 1 (Le test est exécuté sur SPSS v20).

<i>ses compétences techniques</i>	
<i>ses compétences commerciales</i>	
Produit/service :	0,733
<i>caractère novateur</i>	
<i>brevetabilité</i>	
<i>prototype</i>	
Caractéristiques du marché :	0,858
<i>taille du marché</i>	
<i>croissance du marché</i>	
<i>acceptation par le marché</i>	
<i>concurrence sur le marché</i>	
<i>portefeuille clientèle</i>	
Caractéristiques financières :	0,910
<i>cohérence avec la stratégie d'investissement</i>	
<i>retour sur investissement</i>	
<i>niveau de risque</i>	
Possibilités de sortie :	0,778
<i>nombre de repreneurs potentiels</i>	
<i>possibilité d'une introduction en bourse</i>	

**Source :** *Elaboré à partir des données de l'enquête.*

Une fois le projet sélectionné, il est question par la suite dans cette section de l'enquête d'analyser les choix pratiques opérés par les organismes de capital-investissement en termes de méthodes d'évaluation retenues pour les projets sélectionnés, la période type de conservation des participations et ses déterminants, les stratégies de création de valeur au sein des entreprises en portefeuille, les mécanismes de gouvernance adoptées pour faire aboutir le processus de création de valeur dans l'horizon fixé pour l'investissement et, en fin, les modalités de sorties les plus compatibles avec le modèle d'investissement adopté par l'organisme de capital-investissement.

#### ***1.2.2.4. Facteurs de la dynamique du capital-investissement***

Dans cette rubrique, l'enquête cherche à mesurer l'appréciation des spécialistes du métier de la pertinence des facteurs déterminants de la dynamique de l'industrie du capital-investissement au sein de l'économie algérienne. En plus des facteurs macroéconomiques, qualifiés par la littérature comme étant des fondamentaux et facteurs de base, le questionnaire propose pour évaluation la pertinence de certains facteurs liés plutôt aux caractéristiques de l'environnement des affaires en Algérie.

La dynamique du capital-investissement est ainsi tributaire de plusieurs facteurs classés dans trois rubriques principales :

- Facteurs de base dont l'effet est remarquablement déterminant car il intervient au stade de mise en place des premières bases de l'activité puis accompagne son évolution et, ainsi, soit facilite son développement ou, au contraire, devient une véritable entrave la contraignant à son état embryonnaire et peu attractif pour l'ensemble des intervenants. Ces facteurs constituent l'environnement institutionnel et réglementaire dans lequel cette forme d'intermédiation spécifique est appelée à se développer pour contribuer

efficacement à la mobilisation de l'épargne nationale, au financement des entreprises et au développement économique du pays.

- Facteurs de réticence des entreprises vis-à-vis d'un financement par capital-investissement, eu égard aux modalités et spécificités de ce mode de financement relativement notamment au financement bancaire. Ces facteurs sont majoritairement en lien avec la perception des entrepreneurs vis-à-vis des investisseurs en capital, alimentée principalement par la nature familiale prédominante du tissu des entreprises algériennes, sans pour autant négliger la nouveauté du capital-investissement comme mode de financement et sa faible pénétration dans les milieux des entreprises. Le spécialiste en capital-investissement est appelé, pour apprécier la pertinence de ces facteurs de réticence, de se mettre à la place des propriétaires d'entreprises ou de projets potentiellement éligibles à un financement par ouverture de capital mais qui finit par outrepasser ce mode de financement pour une raison ou une autre.
- Facteurs susceptibles d'avoir un effet négatif sur le développement du capital-investissement et son intégration au sein du système financier algérien aussi bien comme un mode de financement viable, du point de vue des entreprises, que comme une classe d'actifs alternatifs rentables, du point de vue des investisseurs.

Les quatre dernières questions abordent des thématiques dont l'effet reste à apprécier car elles sont relativement indépendantes des catégories précédentes ou renvoient à des éléments qui, de par leur importance, se singularisent des autres classes de facteurs :

- La contribution attendue de l'instauration d'un compartiment dédié aux PME au sein du marché boursier algérien. L'hypothèse avancée à cet égard est que cette mesure prise par les autorités du marché aura un effet positif sur la dynamique du capital-investissement dès lors qu'elle représente une option de sortie supplémentaire pour les investissements réalisés dans des entreprises n'ayant pas réuni, au moment de la sortie, les critères leur permettant une cession par appel public à l'épargne sur le compartiment principal de la bourse des valeurs.
- L'effet d'une promotion explicite de la compatibilité du capital-investissement avec les principes de l'Islam sur la dynamique du métier sur le marché algérien. L'hypothèse avancée à cet égard est favorable à un effet positif, aussi bien chez les entrepreneurs que les investisseurs, si les intervenants sont convaincus de la compatibilité du financement via des prises de participation dans le capital d'entreprises avec le principe fondamental de la finance dite islamique qui exige le partage du risque de l'affaire objet du partenariat et l'absence de l'usure fermement prohibée par la religion.
- Le rôle que l'Etat a joué dans la promotion du capital-investissement, ainsi que les mesures devant incessamment être prise pour que ce rôle soit à la hauteur des exigences et entraves face à la dynamisation du secteur. Bien que des moyens importants soient déployés par l'Etat pour promouvoir l'entrepreneuriat sur le marché algérien, le résultat reste toutefois modeste, que ce soit en termes de taux d'utilisation des moyens mis en place ou en termes d'impact sur le comportement des entrepreneurs sur le marché algérien.

## 2. Descriptif de la population

Comme mentionné précédemment, l'enquête couvre les organismes financiers qui pratiquent, exclusivement ou partiellement, le capital-investissement sur le marché algérien et y ont une représentation locale, pour leur administrer le questionnaire et solliciter une interview postérieure. Les résultats de l'enquête permettent de mettre en évidence certaines

caractéristiques des organismes de l'échantillon.

### 2.1. Formes de propriété et d'organisation

Les organismes participants à présente enquête sont classés, selon leur forme de propriété, dans deux catégories, publique et privée, selon que l'Etat ou ses entreprises publiques détiennent la majorité du capital de l'organisme de capital-investissement.

**Tableau n° 44 : Forme de propriété des organismes interrogés**

Société	Propriété
FINALEP	Publique
SOFINANCE	Publique
DZISTITHMAR	Publique
ASICOM	Publique
AFIRICINVEST	Privée
TELLGRP	Privée
CBAVENTURE	Privée

*Source : Elaboré à partir des données de l'enquête.*

Ce critère permet de mieux comprendre les positions et appréciations des dirigeants interrogés dans le cadre de cette enquête, étant donné la différence de fond qui devrait exister entre les deux modèles d'investissement en termes d'objectifs, de contraintes, de critères de sélection appliqués aux investissements et de performance.

Quant à la structure d'organisation, six (6) des sept (7) organismes (85,8%) se qualifient d'organismes spécialisés en capital-investissement (tableau n°44). ASICOM est la seule société qui s'est attribué le métier de société financière. Parmi l'ensemble des sociétés explicitement spécialisées dans le capital-investissement (SCI ou SGF), seules deux sociétés sont passées par la procédure d'autorisation préalable à demander auprès du ministère des finances, et sont ainsi sujettes au contrôle des autorités du marché financier algérien.

**Tableau n° 45 : Forme de propriété des organismes interrogés**

Formes	Effectifs	Pourcentage
Société de Capital-investissement (SCI)	3	42,9
Société de Gestion de Fonds (SGF)	3	42,9
Société Financière (SFI)	1	14,3
<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>100,0</b>

*Source : Elaboré à partir des données de l'enquête.*

En réponse au questionnement relatif à une éventuelle intégration du cadre officiel dédié aux deux formes d'intervention reconnues par les autorités du marché algérien (Q.n°22), les répondants ont qualifié d'inutile, du moins actuellement, une telle transformation de leurs statuts, préférant ainsi être régis par les dispositions du régime général du code des investissements. Cette forme d'organisation évite, par ailleurs, à ces sociétés les obligations de *reporting* périodique et de diffusion d'informations détaillées sur leurs équipes dirigeantes et activités de prise de participation, particulièrement si elles souhaiteraient bénéficier des avantages fiscaux attribuables pour les positions conservées au moins pour une durée de cinq années.

Par ailleurs, CBA Ventures pointe du doigt les exigences réglementaires régissant les profils habilités à composer les équipes dirigeantes des sociétés de capital-investissement en Algérie. En effet, la loi exige que le président du conseil d'administration et les responsables dirigeants doivent justifier d'un diplôme universitaire et d'une expérience professionnelle d'au moins huit années dans des domaines qui sont fixés, eux aussi, par voie réglementaire<sup>1</sup>. En ligne avec ces positions, l'ensemble des sociétés d'investissement de droit privé interrogées trouvent les conditions de constitution des sociétés de capital-investissement plutôt défavorables, contrairement aux sociétés de droit public qui les qualifient de « plutôt favorables ».

## 2.2. Sources des fonds

L'ensemble des organismes interrogés (*Q.n°3*) se servent de leurs capitaux propres pour réaliser des prises de participation, à l'exception de Tell Group qui déclare ne pas se servir de cette source de financement. Cette exception est probablement induite par un malentendu par rapport à l'objet de la question posée relativement à l'utilisation éventuelle des fonds propres de l'organisme par apposition aux fonds de tiers, publics ou privés, d'autant plus que l'on sait que cette société vient juste de commencer son activité de capital-investissement et n'a réalisé, à ce jour, aucune opération de financement.

La deuxième source des fonds à la disposition des organismes de capital-investissement est fournie par l'Etat dans le cadre de conventions de gestion. Les trois sociétés de droit public, créés d'ailleurs pour cette fin, gèrent pour le compte de l'Etat algérien les fonds de wilaya créés dans le cadre du programme de promotion de l'investissement et des PME. MaghrebInvest, une société de gestion de fonds de droit privé gère également des fonds de capital-investissement dont parmi les investisseurs partenaires se trouvent des Etats généralement européens.

Quant à l'origine des fonds sous gestion (*Q.n°4*), les capitaux étrangers sont présents dans les comptes de quatre sociétés, avec une contribution variable entre les sociétés (faible chez Finalep<sup>2</sup>, élevé chez Maghrebinvest). Alors que les fonds nationaux de capital-investissement sont généralement mis en place à l'initiative d'un ou de plusieurs investisseurs, les gestionnaires des fonds régionaux démarchent des institutions régionales et mondiales et tentent de les persuader de s'engager avec leur capital. Ces derniers travaillent souvent avec les agents de placement dont le rôle consiste à trouver des investisseurs potentiels. En effet, les gestionnaires de fonds soutiennent la « raisonabilité » de la création et mobilisation de fonds auprès d'institutions internationales et grands investisseurs pour cibler exclusivement l'économie algérienne, avec comme avantage compétitif principal en faveur de cette orientation la taille et le potentiel de croissance de l'économie algérienne.

La taille et le potentiel de croissance, aussi bien pour l'économie que ses entreprises, est un facteur déterminant de la capacité des capital-investisseurs et gestionnaires de fonds de créer des opportunités viables, particulièrement ceux qui visent des transactions d'une certaine taille, d'autant plus que les capital-investisseurs se fixent des niveaux d'engagements minimums dans le cadre de leur politique d'investissement. Or, l'économie algérienne ne capte qu'une parcelle relativement marginale des fonds offshore visant les régions dont l'Algérie fait partie : la région MENA et la région de l'Afrique. Il faut noter

---

<sup>1</sup>- Voir articles 3 et 4 de de l'arrêté du 27 décembre 2008 fixant les critères de compétence et de professionnalisme des dirigeants de la société de capital-investissement.

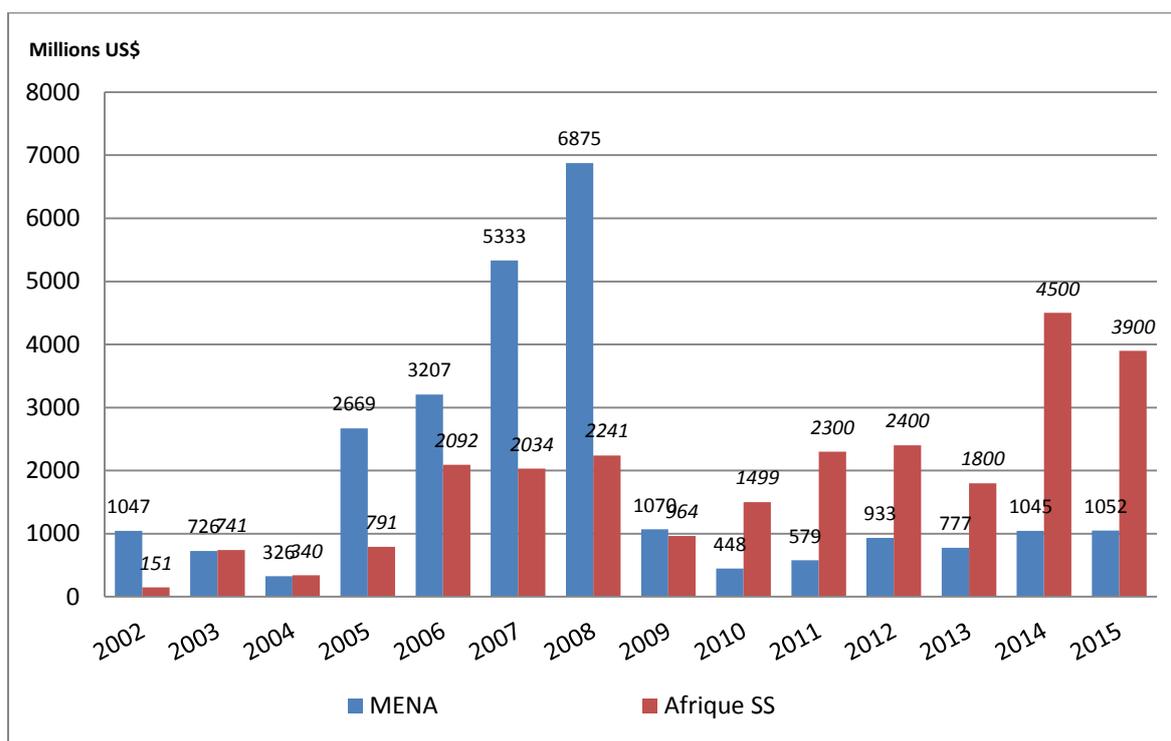
<sup>2</sup>- Pour rappel, lors des dernières restructurations du capital de la Finalep, la part des partenaires étrangers dans son capital social est passée à seulement 4%, détenue par l'Agence Française de Développement.

---

dans ce même ordre d'idée que les fonds panafricains, quoiqu'ils visent l'Afrique subsaharienne, le développement de l'activité de capital-investissement dans cette région aura au moins un effet positif indirect sur le capital-investissement en Algérie. Ceci dit, certains fonds panafricains, à l'image de Africinvest, ECP et DPI, ont déjà investi en Afrique du Nord y compris l'Algérie, dans l'optique de profiter de l'intégration potentielle, des complémentarités et des similitudes entre les deux régions, leur permettant d'élargir leur portefeuille au-delà de leur marché domestique.

Les régions MENA et Afrique subsaharienne connaissent une dynamique différente dans l'activité de levée de fonds de capital-investissement (figure n°41).

**Figure n° 41 : Levée de fonds – MENA vs Afrique subsaharienne**



Source : Elaborée sur la base de données du site de EMPEA ([www.empea.org](http://www.empea.org)), consulté le 29/11/2016.

Comme le montre la figure ci-dessus, la levée de fonds dans la région MENA s'est envolée entre 2005 et 2008 représentant en moyenne 9,8% du total des fonds levés annuellement sur les marchés émergents. Au cours de cette période, le niveau de levée de fonds dans la région MENA était bien supérieur à celui de l'Afrique subsaharienne (en moyenne, 4% du total des fonds levés sur les marchés émergents au cours de la même période). Cependant, les deux régions ont chuté à peu près au même niveau en 2009 et la tendance s'est sensiblement inversée durant la période 2010-2015, en faveur bien évidemment des gestionnaires de fonds qui se concentrent sur l'Afrique subsaharienne et qui ont pu mobiliser environ quatre fois plus de capitaux que les gestionnaires de fonds orientés plutôt vers la région MENA.

### 2.3. Profils métier des organismes de capital-investissement

Une première idée est déjà abordée relativement aux tendances de spécialisation des organismes de capital-investissement sur la base des opérations réalisées<sup>1</sup>. Les questions

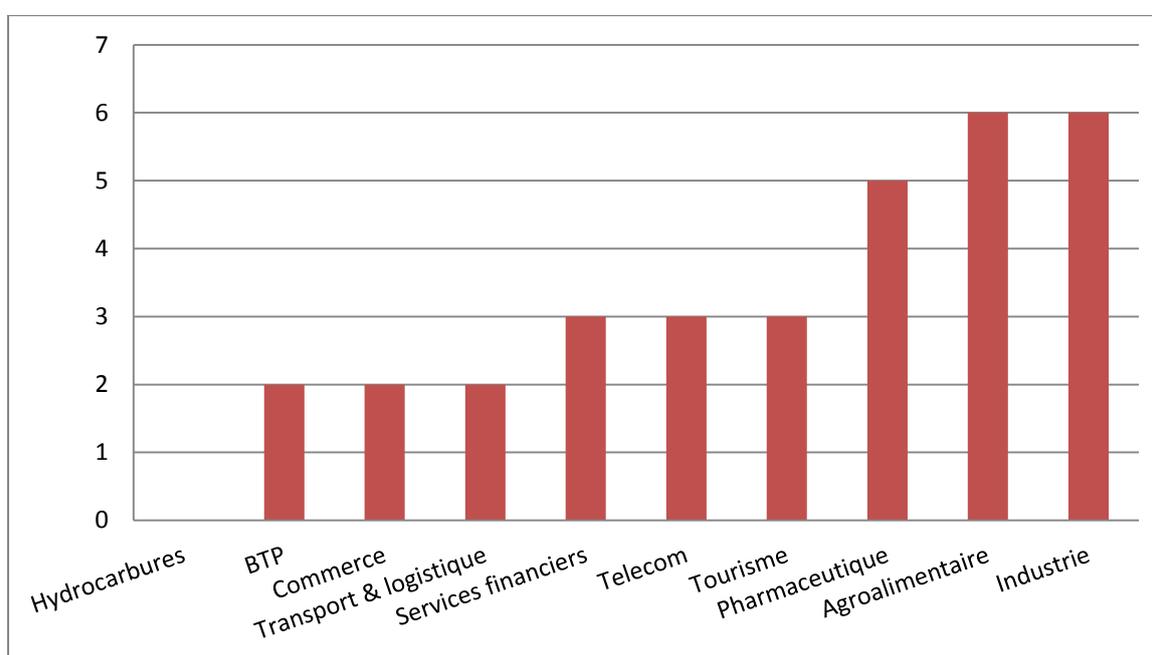
<sup>1</sup> Voir Section 2 du chapitre V.

(Q.n°6, Q.n°7 et Q.n°8) de l'enquête ont pour objet de vérifier la conformité de l'activité réelle des organismes de capital-investissement avec leurs orientations stratégiques que représentent leurs préférences, respectivement, de secteurs d'activité particuliers, d'entreprises d'une taille particulière et, éventuellement, appartenant à des stades de développement particuliers.

### 2.3.1. Secteurs d'activité

La figure n°42 ci-dessous montre que les organismes de capital-investissement analysés affichent un intérêt particulier pour les secteurs de l'industrie, de l'agroalimentaire et pharmaceutique, puis, avec une moindre importance, le tourisme, les télécoms et les services financiers. Aucun des organismes interrogés n'a cité le secteur des hydrocarbures comme vecteur de spécialisation pour ses interventions sur le marché algérien, bien que ce dernier soit fondé sur ce secteur stratégique de l'économie.

**Figure n° 42 : Secteurs d'activité par niveau de préférence**



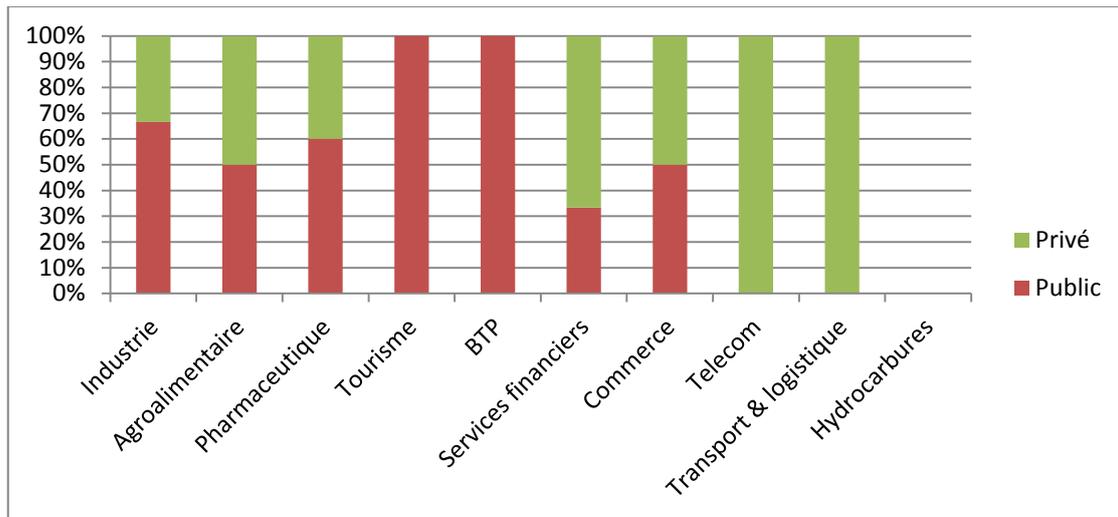
*Source : Elaborée à partir des données de l'enquête.*

Ce manque d'intérêt vis-à-vis de ce secteur revient en principe au cadre réglementaire spécifique régissant l'investissement dans ce secteur d'activité stratégique et le poids relativement faible des PME privées actives dans les hydrocarbures (seulement 1% de la population des PME personnes morales<sup>1</sup>). De plus, le secteur des BTP est exclusivement présent dans la stratégie d'investissement des organismes publics, à l'image particulièrement d'ASICOM dont la plupart des participations relève de ce secteur.

Prenant la forme de propriété comme variable de contrôle, il ressort que les investisseurs privés semblent être plus attirés que les organismes publics par les secteurs de télécom et des transports et logistiques, puis les secteurs des services financiers, du commerce et de l'agroalimentaire (Figure n°43).

<sup>1</sup> - Ministère de l'industrie et des mines, Bulletin de veille n°29 Novembre 2016.

**Figure n° 43 : Préférence par secteur selon la forme de propriété**



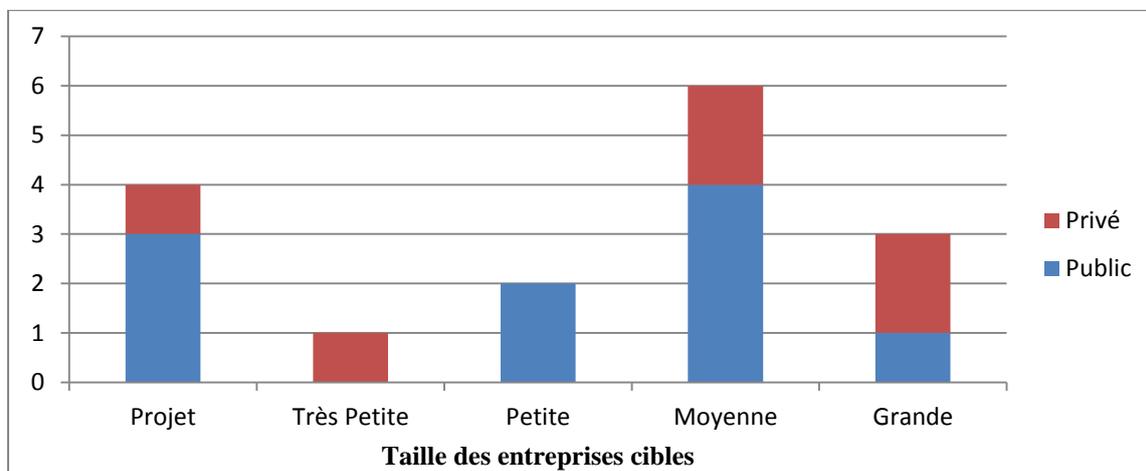
Source : Elaboré à partir des données de l'enquête.

### 2.3.2. Taille des entreprises cibles

Sur la dimension de la taille de préférence pour les capital-investisseurs, une concentration des préférences est en faveur de la moyenne entreprise suivie par les projets d'entreprises. En effet, l'ensemble des organismes visent la catégories d'entreprises moyennes dans le cadre d'opérations de capital-développement étant donnée qu'il s'agit d'entreprises établies sur leurs marchés avec un historique permettant à l'investisseur de construire une base relativement solide pour l'évaluation de leur potentiel de croissance et accroître les chances de réussir le pari de la rentabilité.

Quatre organismes (57%), majoritairement de droit public, ont exprimé leur intérêt dans la catégorie de projets d'entreprises représentative du stade d'amorçage hautement risqué, mais qui représente un intérêt particulier pour les pouvoirs publics à travers les programmes de promotion des PME et leur création que les organismes de capital-investissement publics contribuent à mettre en œuvre. Seule la CBA Ventures, de par sa nature de capital-risqueur et promoteur d'incubateurs, vise exclusivement les deux premières catégories de tailles d'entreprises, les projets d'entreprises et les TPE, en l'occurrence (figure n°44).

**Figure n° 44 : Préférences par taille d'entreprise**



Source : Elaborée à partir des données de l'enquête.

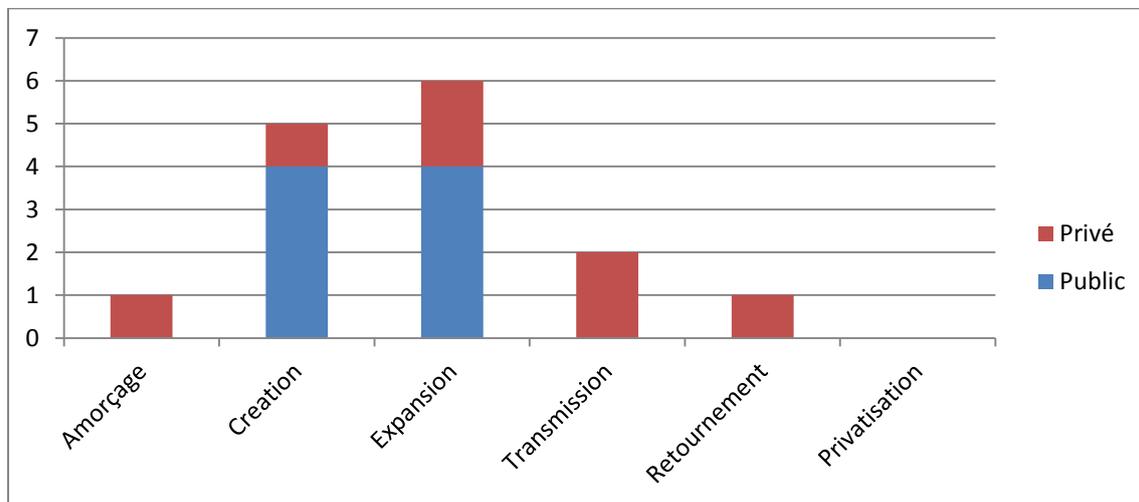
Les TPE en particulier, ainsi que les petites entreprises sont pratiquement exclues par les organismes de capital-investissement privés. Ce manque d'intérêt est en quelque sorte problématique dès lors que l'on sait que la majorité écrasante des PME algériennes (99,7%)<sup>1</sup> appartiennent à cette catégorie d'entreprises. Par ailleurs, si le manque d'intérêt manifeste des organismes privés à l'égard de cette catégorie d'entreprises est justifiable par le niveau de risque y afférent, son exclusion par les organismes de capital-investissement publics semble à contre-courant des programmes d'appui que les pouvoirs publics en Algérie tentent de mettre en œuvre afin d'accompagner les PME existantes dans leur développement et promouvoir ainsi la création d'emploi et le développement économique du pays.

### 2.3.3. Stades de développement

Les stades de développement préférés pour les capital-investisseurs, en ligne avec leurs préférences en termes de tailles d'entreprises, sont l'expansion et la création, avec ce dernier presque réservé aux organismes publics (Figure n°45 ci-dessous).

Bien qu'il existe des opportunités importantes dans les premiers stades de développement, l'écosystème actuellement autour de l'activité d'entrepreneuriat est encore relativement très faible, faisant que les fonds offshore ne sont généralement pas intéressés par les transactions relevant du métier de capital-risque mais cherchent plutôt des opportunités avec des tickets plus importants et des entreprises ayant un bilan d'activités solide. Les fonds de capital-investissement publics agissent souvent comme des créanciers dans le sens où ils exigent à l'entrepreneur de racheter le capital injecté selon un certain calendrier.

**Figure n° 45 : Préférences par stade de développement**



Source : Elaborée à partir des données de l'enquête.

Les organismes de capital-investissement privés intègrent dans leur politique d'intervention les métiers de capital-transmission et capital-retournement. Ce dernier est relativement plus délicat et nécessite des stratégies adaptées afin de remettre l'affaire en difficulté de nouveau sur les rails et en tirer un rendement suffisant. La privatisation comme mode de reprise d'entreprises publiques ne figure nullement dans l'échelle de préférence des organismes interrogés, reflétant probablement l'absence d'opportunités pareilles vue l'arrêt depuis plusieurs années du programme de privatisation lancé par le

<sup>1</sup> - Ministère de l'Industrie et des Mines, Bulletin de veille n°29, Novembre 2016.

gouvernement dans le cadre de la réforme de l'économie nationale, en dépit bien évidemment de la mission statutaire de la Sofinance, à titre d'exemple, de l'assistance et conseil aux Entreprises Publiques Economiques (EPE) dans les opérations de privatisation et de cession, de la phase d'évaluation à la phase de cession. La relance attendue du programme de privatisation, situation économique l'oblige, pourra créer une nouvelle vague d'opportunités d'investissement pour les organismes en place et en attirer d'autres.

Les transactions de reprise (Buy-Out) sont rares en Algérie comme dans la région MENA pour plusieurs raisons. Tout d'abord, un grand nombre d'entreprises sont des entreprises familiales dont les actionnaires ne souhaitent pas céder lorsqu'elles sont rentables. En outre, les principaux dirigeants sont souvent eux-mêmes les fondateurs ou ont au moins une relation étroite avec les actionnaires initiaux. Deuxièmement, les contraintes sur les positions majoritaires aussi bien pour les investisseurs étrangers (les fonds offshore sont considérés comme tels) que les organismes nationaux limitent les possibilités de mettre en œuvre des opérations de reprise.

En Algérie, la règle de 49/51% interdit catégoriquement à un investisseur étranger de détenir plus de 49% du capital d'une entreprise de droit algérien, conjugué avec les règles pratiques érigées par la loi sur les sociétés de capital-investissements explicitement interdisant à toute société de capital-investissement, y compris nationale, la détention, directe ou indirecte, de plus de 49% du capital d'une même entreprise, sans pour autant oublier l'interdiction de se servir de l'endettement, mécanisme principal du levier financier des LBOs, pour des fins de prise de participation.

### 3. Processus d'investissement

Le processus d'investissement des professionnels du marché du capital-investissement en Algérie peut être représenté à travers les sources des opportunités d'investissement et les critères pertinents applicables aux projets d'investissement parmi lesquelles le capital-investisseur en choisit celles qui correspondent à son profil recherché.

#### 3.1. Sourcing et due diligence

Le flux des opportunités d'investissement parmi lesquelles le capital-investisseur sélectionne, sur la base d'une batterie de critères d'appréciation du potentiel, celle qui lui offrirait les meilleures chances de réussir la tâche de création de valeur provient généralement de plusieurs sources dont l'importance relative dépend de plusieurs facteurs, notamment la profondeur et le niveau de sophistication du marché de capital-investissement, l'ampleur de la concurrence entre les organismes de capital-investissement et la proximité des zones d'activité principales.

Les organismes de capital-investissement interrogés dans le cadre de cette enquête affirment à l'unanimité le recours à la prospection active auprès des entreprises potentiellement éligibles à un financement par capital-investissement. Cette stratégie s'impose comme moyen inéluctable dans la création d'un flux suffisant d'opportunités, étant donné la nature des entreprises algériennes et la nouveauté et le manque de vulgarisation de ce mode de financement.

A cet égard, Africinvest va encore plus loin en affirmant être souvent amenée à organiser des séances pour la simple vulgarisation du métier de capital-investissement dans les milieux de dirigeants et propriétaires, induite principalement par la conviction de ses dirigeants que l'éducation des partenaires potentiels est un facteur clé du processus de création des opportunités. Or, les dirigeants et propriétaires d'entreprises portent souvent une idée négative sur les contraintes inhérentes au financement par capital-investissement,

en lien particulièrement au coût de cette source de capital par rapport au financement bancaire classique, la perte du contrôle absolue sur les affaires conjuguée avec les clauses négatives exigées par le capital-investisseur pour se protéger étant en position minoritaire et, ceci est d'autant plus vrai pour une économie à forte composante informelle, les pratiques de gouvernance et d'éthique (déclaration de tous les employés, déclarations fiscales, comptabilité saine) exigées par les capital-investisseurs avant de s'engager dans le capital d'une entreprise.

En plus de l'effort de prospection à travers les meetings publics et les prises de contacts directes, tous les organismes publics citent également les demandes de financement déposées volontairement par les entrepreneurs et porteurs de projets à la recherche de financements nécessaires au lancement ou à la croissance de leurs entreprises. Cela est d'autant plus vrai pour les organismes constitués par des banques publiques qui jouent le rôle de promoteur d'affaires pour le compte de leurs filiales spécialisées en capital-investissement, par le biais du réseau d'agences bancaires couvrant tout le territoire national. Cette notion de réseaux, dans sa version professionnelle caractéristique du métier de capital-investissement, est concrétisée particulièrement par Africinvest qui cite, parmi ses mécanismes de génération de son flux d'affaires, les entreprises en portefeuille, les partenaires nationaux et internationaux et les experts de tous bords.

La tâche de vérification de la fiabilité des opportunités sélectionnées dans la phase de prospection et de réception des demandes de financement est réalisée exclusivement par des ressources internes pour les organismes de capital-investissement relevant du secteur public. En revanche, les organismes privés affirment confier cette mission à des équipes mixtes avec le recours au service d'experts externes à l'organisme.

### **3.2. Critères d'évaluation des investissements**

La décision du capital-investisseur d'engager ses fonds dans un projet ou une entreprise est fondée sur un processus d'évaluation rigoureux afin de vérifier la conformité de l'opportunité avec les orientations stratégiques de l'investisseur, et de s'assurer de son potentiel et qualités lui permettant de créer le plus rapidement possible de la valeur.

#### **2.2.1. Critères d'investissement**

Les critères d'investissement les plus communément cités dans la littérature traitant des modèles décisionnels propres aux capital-investisseurs sont présentés aux organismes interrogés (Q.n°11), leur demandant d'apprécier, sur une échelle de cinq niveaux, la pertinence relative de chaque critère dans le modèle d'investissement propre à l'organisme, tout en laissant au répondant le soin de citer d'autres critères que son organisme éventuellement applique dans son processus décisionnel.

##### **2.2.1.1. Le business plan**

Il s'agit du premier support entre les mains du capital-investisseur destiné à lui présenter le potentiel de création de valeur que lui offrirait le projet s'il décide de le soutenir. Ce document est préparé par le promoteur du projet ou les dirigeants de l'entreprise de manière à fournir à son partenaire potentiel les éléments les plus persuasifs sans pour autant porter atteinte à la crédibilité du plan de développement envisagé, étant donné que les capital-investisseurs ne se contentent nullement de l'information fournie par l'entreprise mais engagent toute une procédure de vérification de sa crédibilité.

Tous les organismes interrogés attachent une importance majeure à la crédibilité de l'information contenue dans le plan d'affaires soumis par l'entreprise, avec une pertinence au moins assez élevée pour sa crédibilité (tableau n°46).

Tableau n° 46 : Notes de pertinence du *business plan*

	Pertinence	Effectifs	Pourcentage
Valide	Assez	2	28,6
	Elevée	5	71,4
	Total	7	100,0

Source : Elaborée à partir des données de l'enquête.

Ce facteur est essentiel pour le capital-investisseur dans la mesure où il contribue à sa perception du niveau de sérieux, d'éthique et d'ambition qu'incarne l'entrepreneur, de sa maîtrise de son entreprise dans son environnement et la clarté de sa vision de développement de ses activités. Ceci dit, le capital-investisseur est un professionnel qui dispose de moyens sophistiqués, internes ou externes, lui permettant de porter un jugement sur le réalisme des hypothèses sur lesquelles se base le promoteur pour arriver à projeter son entreprise dans le futur.

L'importance majeure du *business plan* et de sa crédibilité, telle qu'exprimée par les capital-investisseurs, ainsi que son poids dans le processus décisionnel sont néanmoins relativisés par la qualité et les logiques mêmes qui sous-tendent son élaboration. En effet, les *business plans*, que ce soit élaborés par le promoteur lui-même ou confiés à des bureaux d'études, restent majoritairement orientés vers les réflexions des banquiers qui, dans leur analyse des dossiers de crédits, ne s'inquiètent pas trop, du moins pas au même niveau que les capital-investisseurs, du contenu et des hypothèses de fond de l'information fournie, dès lors que le risque inhérent à l'endettement reste gérable par le biais de mécanismes dont le capital-investisseur ne dispose pas, tels que les garanties et la nature exigible de l'endettement. Cela peut s'expliquer par le manque d'expérience des professionnels et experts, au même titre que les entrepreneurs, dans le métier de capital-investissement par opposition au métier bancaire.

Cela étant, selon l'un des interlocuteurs, le capital-investisseur se trouve contraint de mobiliser ses propres ressources pour revoir avec le promoteur son plan d'affaire en termes des informations fournies, des niveaux de détail considérés et, souvent, des hypothèses servant à concevoir les scénarios de croissance envisagés, induisant pour le capital-investisseur des coûts supplémentaires et un temps conséquents de filtrage des dossiers avant d'en arriver à en choisir les plus prometteurs. Cette intervention du capital-investisseur peut être perçue comme une séquence supplémentaire dans le processus décisionnel qu'il est contraint d'adopter dans des environnements peu ou pas familiers avec ce mode d'intermédiation financière.

#### 2.2.1.2. Le facteur humain

Le facteur humain se réfère, dans le cadre de cette recherche, aux qualités et compétences que présente le promoteur du projet faisant l'objet d'une évaluation, ainsi que l'intégrité de son équipe dirigeante. La pertinence de ce facteur est appréciée à travers trois sous-facteurs principaux couvrant l'équipe de gestion, la personnalité de l'entrepreneur et son expérience.

Comme le montre le tableau ci-dessous, l'ensemble des critères constitutifs du facteur humain et son importance dans l'évaluation du potentiel du projet obtiennent un score élevé (au moins 4 sur 5 avec une dispersion quasi nulle). Sont ainsi déterminants pour le capital-investisseur algérien la personnalité de l'entrepreneur, son expérience dans le domaine de son projet et l'existence, à son côté, d'une équipe intégrée afin de garantir une complémentarité au sein de l'équipe et éviter les situations de *hold-up*. Le tableau

montre également à quel point les capital-investisseurs interrogés valorisent les éléments caractéristiques de la personnalité de l'entrepreneur ou du dirigeant de l'entreprise (médiane maximale sur l'échelle d'appréciation).

**Tableau n° 47 : Statistiques de la pertinence des facteurs humains**

	Equipe intégrée	Perception	Capacité	Engagement	Bilan de carrière	Compétences Tech.	Compétences comm.
Minimum	Moyenne	Moyenne	Assez	Assez	Moyenne	Moyenne	Moyenne
Maximum	Elevée	Elevée	Elevée	Elevée	Elevée	Elevée	Elevée
Médiane	5,00	4,00	5,00	5,00	4,00	4,00	4,00
Moyenne	4,43	4,00	4,57	4,86	4,14	4,14	4,00
Ecart-type	0,79	0,58	0,53	0,38	0,69	0,69	0,82

Source : Elaborée à partir des données de l'enquête.

Etant donné la taille modeste du marché national des compétences et la nature familiale des entreprises privées algériennes, le capital-investisseur mise beaucoup sur un management en place de qualité suffisante pour pouvoir gérer la croissance, comprendre le marché de l'entreprise, saisir les opportunités et gérer les crises. Le dirigeant de l'entreprise cible étant généralement le fondateur ou un membre de la famille fondatrice, la performance et l'image de marque de l'entreprise sont souvent tributaires de la qualité de son management. Ceci explique en partie la tendance des capital-investisseurs à privilégier des positions minoritaires au sein des entreprises investies avec préservation des dirigeants de l'entreprise.

L'intégrité des porteurs du projet est d'autant plus appréciée durant les premières phases de développement de l'entreprise et, plus particulièrement, les phases d'amorçage et de création réservées aux capital-risqueurs. Une équipe intégrée au sein de la start-up, par opposition aux situations de type *one-man-shows*, permet de cautionner une complémentarité qu'il juge cruciale pour surmonter les turbulences inhérentes à ce type d'entreprises<sup>1</sup>. Ce capital-risqueur ne manque pas tout de même de mettre l'accent, dans ce même ordre d'idées, sur les capacités des porteurs de projets à être de véritables *débrouillards*, leur intelligence et sens de communication, ainsi que l'engagement qu'ils manifestent envers leurs projets à travers l'impact anticipé de ce dernier sur leur avenir. Notre interlocuteur au sein de cette même société a quand même relativisé le poids des critères portant sur l'expérience technique et commerciale de l'entrepreneur, dès lors qu'il se montre coopératif pour combler ses lacunes dans tel ou tel domaine par des formations ou des compétences supplémentaires à intégrer au sein de l'équipe.

### 2.2.1.3. Couple Produit/Marché

Le potentiel de croissance est également déterminé par les caractéristiques des produits que l'entreprise compte développer ainsi que celle des marchés qu'elle compte desservir. Avec une pertinence estimée autour de la moyenne, les caractéristiques du produit, souvent citées pour les marchés développés, ne semblent pas être déterminants pour les capital-investisseurs algériens. Ceci peut être dû à la nature même du marché algérien avec un environnement qui ne favorise pas l'innovation au milieu des entreprises pour en faire un avantage concurrentiel et un facteur de succès. Ce vecteur clé, notamment pour les capital-risqueurs, est remplacé par ce que l'on peut qualifier d'innovation locale,

<sup>1</sup> - Rahmoun Y., co-fondateur et président de CBA Ventures, lors d'une rencontre avec TSA le 16 novembre 2016 (vidéo disponible sur <http://www.dailymotion.com/video/x51rlzc>., consultée le 30/06/2017).

ou *second hand innovation*, qui consiste à introduire des produits ou services déjà commercialisés sur des marchés étrangers mais qui ne figurent pas sur le marché local, à condition bien évidemment qu'un besoin irréfutable du produit existe localement.

Les éléments caractéristiques du marché sur lequel agit l'entreprise occupent une place privilégiée parmi les cartières d'appréciation de son potentiel de croissance (tableau n48). La taille du marché et son potentiel de croissance déterminent dans une large mesure la capacité de l'entreprise à faire évoluer son activité et ses pratiques pour atteindre ses objectifs de croissance dans un délai qui devrait être raisonnable pour les capital-investisseurs.

**Tableau n° 48 : Pertinence des facteurs relatifs au marché de l'entreprise**

Critères	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
Taille	7	3	5	4,57	0,787
Croissance	7	4	5	4,71	0,488
Acceptation	7	3	5	4,00	0,577
Concurrence	7	3	5	4,14	0,900
Clientèle	7	3	5	4,14	0,90

Source : Elaborée à partir des données de l'enquête.

#### 2.2.1.4. Couple risque/rendement

Le capital-investissement, de par sa nature même, implique la prise de risques émanant pratiquement d'un large éventail de facteurs susceptibles de compromettre les objectifs de l'investisseur. Ceci dit, le capital-investissement n'est en aucun cas assimilable à un jeu de hasard dans la mesure où les capital-investisseurs s'efforcent, avant de s'engager, à bien peser les risques inhérents à l'entreprise et prévoir les stratégies appropriées pour gérer ceux qui font partie intégrante de son activité, tout en étant proportionnellement exigeant en termes de rendements devant être réalisés de leurs investissements.

Cette logique semble ne pas faire exception pour les sociétés de capital-investissement actives sur le marché algérien. Comme il apparait du tableau ci-dessous, tous les organismes interrogés ont attribué les notes les plus élevées (4 et, surtout, 5) pour la pertinence des critères relatifs aux niveaux de risque et de rendement caractéristiques de l'entreprise objet de l'évaluation.

**Tableau n° 49 : Pertinence des caractéristiques financières du projet**

Critères	Pertinence	Effectifs	Pourcentage
Cohérence	Moyenne	1	14,3
	Assez	2	28,6
	Elevée	4	57,1
ROI	Assez	3	42,9
	Elevée	4	57,1
Risque	Assez	2	28,6
	Elevée	5	71,4

Source : Elaborée à partir des données de l'enquête.

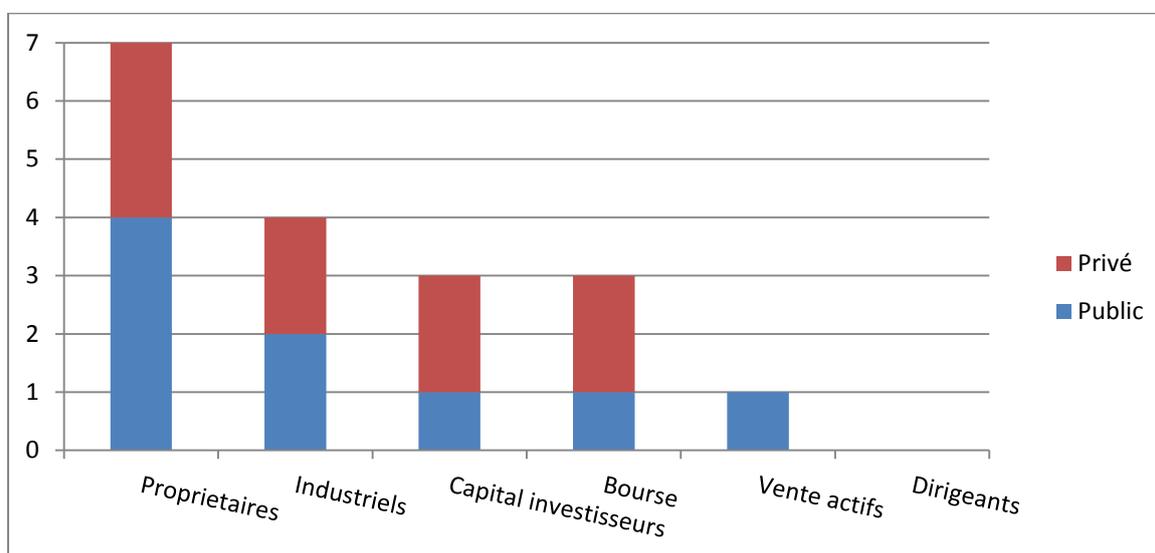
### 2.2.1.5. Options de sortie

Les sociétés de capital-investissement intervenant sur le marché algérien se préoccupent, à l'instar des autres marchés, de la facilité relative de pouvoir céder leurs participations au moment opportun. Toutefois, la piste de sortie sur le marché boursier est moins notées que le critère relatif au nombre de repreneurs potentiels dans le choix des investissements. En effet, 72% des répondants déclarent que ce dernier facteur leur est au moins assez pertinent ( $4 \pm 0,57$ )<sup>1</sup>, alors que le potentiel d'une sortie par le biais de la bourse des valeurs est plutôt peu ou moyennement pertinent ( $3,29 \pm 0,82$ ).

Cela ne veut, toutefois, pas dire que le marché du capital-investissement algérien favorise les voies de sortie par cession de gré à gré, mais plutôt ne compte surtout pas sur une sortie par introduction en bourse vu l'état dans lequel se trouve le marché boursier algérien après bientôt deux décennies du lancement de l'activité dessus.

Les préférences des professionnels interrogés sur la pertinence des voies de sortie potentielles sont illustrées par la figure n°46 ci-dessous.

**Figure n° 46 : Préférence relative des voies de sortie**



Source : Elaborée à partir des données de l'enquête.

Mis à part son état toujours embryonnaire, le marché boursier algérien n'admettait, jusqu'à l'an 2013, que les entreprises d'un certain profil excluant les entreprises typiques en portefeuille des capital-investisseurs. L'instauration d'un compartiment dédié aux PME sur le marché boursier algérien intéresse plutôt les capital-investisseurs de droit privé ( $4 \pm 1$ ), contrairement aux organismes publics qui, en réponse à une question (Q.n°26) relative à la contribution attendue d'une telle réforme à faciliter les sorties et dynamiser le secteur, ne semblent pas s'entendre sur l'importance d'avoir un marché sur lequel ils peuvent réaliser leurs investissements avec un score moyen et une dispersion élevée ( $3 \pm 1,83$ ).

Ces positions sont d'ailleurs corroborées par les préférences exprimées par les organismes interrogés (Q.n°21) relativement aux voies de sortie communément utilisées par les capital-investisseurs à l'échelle mondiale. La figure n°46 montre la prédominance de la cession aux propriétaires initiaux de l'entreprise pour tous les organismes, suivie par

<sup>1</sup> Cette notation représente la moyenne et l'écart-type des scores attribués par les organismes interrogés dans le cadre de ce travail de recherche.

la cession à un industriel externe, puis viennent le marché secondaire du capital-investissement et le marché boursier, et finalement la cession d'actifs. Comme prévu, la cession aux dirigeants, réalisable à priori à travers des opérations de rachat à effet de levier, ne présente aucun intérêt pour les organismes interrogés, étant données les restrictions réglementaires sur l'usage de l'endettement à des fins d'investissement en capital ainsi que sur les positions majoritaires des organismes de capital-investissement dans le capital des entreprises investies.

### 2.2.2. Valorisation des entreprises

L'une des étapes les plus critiques dans le processus de négociation des capital-investisseurs, particulièrement sur les marchés relativement peu évolués, est l'estimation du potentiel de l'entreprise et sa valeur qui en découle. Les capital-investisseurs, de par leur profil, visent des niveaux de rendement les mieux compensateurs de leur prise de risques en tentant, dès le départ, de réduire au minimum l'écart entre la mise et le produit de l'investissement. Cette logique se trouve néanmoins contradictoire avec celle adoptée par les entrepreneurs et dirigeants d'entreprises qui contestent souvent la valorisation proposée pour l'entrée du capital-investissement et sa sortie par voie de rachat.

En réponse à une question relative aux méthodes de valorisation retenues par les organismes de capital-investissements (Q.n°12), les répondants ont unanimement cité la méthode des cash-flows actualisés, mais affichent une divergence significative relativement à l'usage des deux autres approches d'évaluation. Les capital-investisseurs publics favorisent plutôt les méthodes comptables (75%) qui ne présentent, en revanche, aucun intérêt pour les organismes privés qui appliquent, en plus des méthodes basées sur les cash-flows, l'approche des comparables (100%), que ce soit au niveau des transactions ou des entreprises. Pour combler l'absence d'un marché boursier fonctionnel, le manque de cas comparables et la non-disponibilité de l'information sur les opérations réalisées sur le marché algérien, les capital-investisseurs sont contraints, pour valoriser au mieux les opportunités d'investissement, de se servir des marchés étrangers, avec les biais que cette démarche est susceptible d'induire en terme de valorisation.

Un marché boursier actif, outre ses effets positifs sur l'activité de capital-investissement, fournit aux intervenants sur le marché de capital-investissement une sorte de baromètre permettant de justifier les évaluations des sociétés investies, aussi bien à l'entrée qu'à la sortie, des capital-investisseurs<sup>1</sup>.

### 2.2.3. Gouvernance et création de valeur

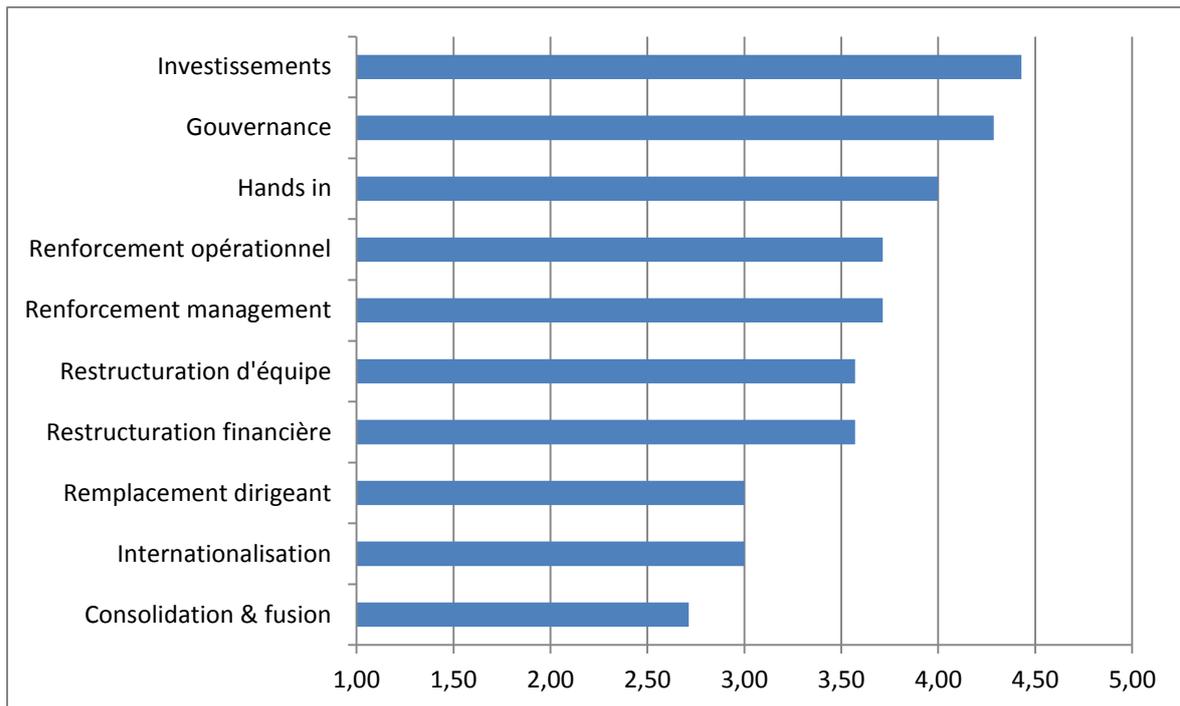
L'attitude du capital-investisseur et la nature de son engagement vis-à-vis de l'entreprise investie dépend des stratégies qu'il envisage de mettre en œuvre pour atteindre ses objectifs de création de valeur. Exceptionnellement, SOFINANCE se définit comme un investisseur passif, une attitude qui ne correspond pratiquement pas aux exigences de suivi et d'implication de l'investissement en capital, confondant probablement le métier de capital-investissement avec celui de crédit-bail qui représente son activité principale. Le reste des organismes interrogés sont partagés entre le profil actif et de type support.

Les stratégies de création de valeur mise en œuvre par les capital-investisseurs sont classées dans la figure n°47 ci-dessous par ordre d'importance relative selon le score moyen attribué par les répondants (Q.n°16).

---

<sup>1</sup> Czasonis, M., Kritzman, M., & Turkington, D., "Private Equity Valuations and Public Equity Performance", *Social Science Research Network*-id3044890, 2017.

---

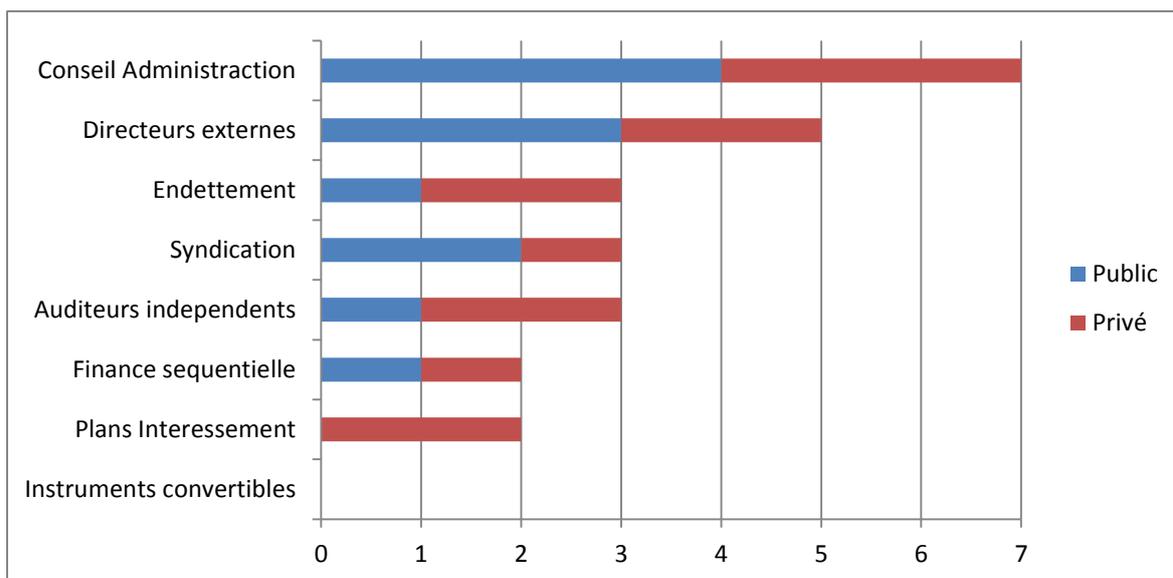
**Figure n° 47 : Scores moyen des stratégies de création de valeur**

Source : Elaborée à partir des données de l'enquête.

Il y'a lieu de noter à cet égard la prédominance des stratégies de type *partner freindly*, fondées sur le principe de coopération entre le capital-investisseur et le propriétaire/dirigeant de l'entreprise investie, par opposition aux stratégies plutôt agressives à l'égard des équipes en place qui ne sont pas aussi bien notées par les organismes interrogés. Ces dernières stratégies sont compatibles avec les opérations de reprise, très rares sur le marché algérien, en plus du caractère familial des entreprises et du manque de profondeur du marché des compétences sur lequel il faudrait puiser les ressources à remplacer. Comme le note Mr Rahmoun Y., précité, le capital-investissement sur le marché algérien devrait être fondé sur la confiance entre les deux partenaires, partant du principe selon lequel les affaires ne sont pas seulement une question d'argent (*business is more than money*).

Les organismes de capital-investissement spécialisés et expérimentés (FINALEP, EIDjazair Istithmar et MaghrebInvest) appliquent des stratégies pratiquement semblables pour le pilotage post-investissement des entreprises en portefeuille. Ces stratégies de référence sont, par ordre d'importance (score moyen supérieur à 4), les mécanismes de gouvernance, le renforcement opérationnel des équipes en place, l'investissement dans des projets productifs, le renforcement du management par des formations et de nouvelles compétences externes et l'internationalisation de l'activité de l'entreprise.

La gouvernance de l'entreprise investie se trouve manifestement la stratégie la plus sollicitée parmi les stratégies de création de valeur mise en œuvre par les capital-investisseurs algériens, sachant que plusieurs mécanismes peuvent être mis en place afin de garantir une gouvernance appropriée de l'entreprise, et dont la pertinence est appréciée par les organismes de capital-investissement interrogés (Q.n°18). Les mécanismes de gouvernance ainsi évalués sont classés par ordre de pertinence totale dans la figure n°48.

**Figure n° 48 : Mécanismes de gouvernance préférés (fréquences positives)**

Source : Elaborée à partir des données de l'enquête.

Le siège qu'occupe le capital-investisseur au sein du conseil d'administration de l'entreprise investie est un mécanisme unanimement adopté par les organismes interrogés, suivi par la nomination de responsables et directeurs externes à l'entreprise dans le cadre de la stratégie de renforcement de l'équipe dirigeante en place. Les instruments convertibles, généralement utilisables dans les structurations contractuelles sur les marchés de référence, ne figurent pas comme instrument de gouvernance étant donné leur absence du jargon des instruments financiers admis sur le marché algérien.

Pour rappel, les capital-investisseurs sur les marchés évolués, notamment le marché américain, se servent de structurations financières particulières comme instrument de gouvernance et de gestion des problèmes liés à l'asymétrie de l'information entre l'investisseur et le propriétaire-dirigeant de l'entreprise investie. En effet, afin de se protéger contre le scénario de "take-the-money-and-run" par lequel les actionnaires en place retireraient l'argent avant de créer une quelconque valeur ou encore céderaient leurs parts trop tôt, les organismes de capital-investissement, en particulier ceux qui investissent dans les premiers stades de développement, tiennent généralement à se protéger en structurant les actions représentatives de leur part dans le capital de l'entreprise avec une clause de liquidation intégrée.

Plusieurs instruments sont employés par les organismes de capital-investissement «sophistiqués», notamment les actions privilégiées convertibles en actions ordinaires dont la conversion est généralement exercée par l'actionnaire si la valeur totale obtenue lors de l'événement de liquidation est supérieure à la liquidation préférentielle avec les dividendes cumulés. Le rôle des actions privilégiées est fondamental pour le capital-investissement et le capital-risque, dans la mesure où elles permettent d'aligner les intérêts des actionnaires existants, des dirigeants de la société et les gestionnaires des fonds de capital-investissement et les inciter à s'efforcer de réaliser le maximum de profits tout en protégeant les investisseurs.

Le cadre réglementaire algérien ne permet qu'un recours très limité à ce type d'instruments financiers. Les capital-investisseurs se servent généralement des actions ordinaires et, dans une certaine mesure, des instruments convertibles, étant donné que le législateur autorise le recours aux obligations convertibles. La dette convertible est très

similaire aux actions privilégiées convertibles, mais avec des différences significatives: les actions convertibles sont considérées comme des fonds propres du point de vue comptable, elles peuvent être perpétuelles et la société émettrice n'a aucune obligation légale de verser des dividendes sur les actions privilégiées. Même si l'absence des actions privilégiées convertibles peut être compensée par la dette convertible, l'obstacle principal étant les restrictions et règles prudentielles imposées par la réglementation en la matière.

Les professionnels du capital-investissement interrogés soutiennent unanimement la thèse selon laquelle le cadre réglementaire algérien doit être rendu plus flexible et doit offrir plus de liberté aux investisseurs dans la structuration des transactions. La principale problématique qui sous-tendrait une telle aspiration réside dans le fait que le cadre réglementaire actuellement en place repose sur le principe de l'égalité des droits entre actionnaires, interdisant ainsi toute différenciation entre les actions ou classes d'actions.

Quant aux sources des revenus représentatifs de la valeur créée par l'entreprise investie (Q.n°19), les organismes interrogés comptent en grande partie ( $4,71 \pm 0,49$ ) sur la plus-value dégagée après liquidation de leurs participations, ce qui s'inscrit bien dans les fondements pratiques du métier de capital-investissement. Les dividendes et les frais de gestion sont également cités comme des sources potentiellement intéressantes particulièrement pour les organismes publics ( $3,63 \pm 1,34$ ). Paradoxalement, les taux de rendement minimum exigés par les organismes de capital-investissement sur le marché algérien accusent une dispersion significative entre, d'une part, le secteur privé qui exige au moins 25% de rendement pour que son investissement soit correctement récompensé et, d'autre part, les organismes de droit public qui indiquent un taux de 12%, jugée correcte pour leur activité de d'investissement en capital.

Pour justifier le niveau de rendement exigé de 25%, l'un des interlocuteurs privés le compare, à juste titre d'ailleurs, avec les taux d'intérêts versés sur les autres formes de financement qui s'élève parfois à 12% ou 15%, auquel il faudrait rajouter le risque inhérent à l'investissement en capital devant être rétribué par une prime supplémentaire.

## Sous-section 2. Facteurs de réticence intrinsèques au marché algérien

En plus de l'analyse du modèle d'investissement adopté par les professionnels du capital-investissement actifs sur le marché algérien, l'enquête menée auprès de ces mêmes professionnels tente également de mettre en évidence les facteurs déterminants susceptibles d'influencer la décision d'une entreprise de recourir au capital-investissement pour mobiliser des fonds, ainsi que les facteurs que les professionnels apprécient comme étant pertinents sur lesquels toute politique de développement de ce secteur est censés être axée.

### 1. Les facteurs de réticence vis-à-vis du capital-investissement

A la lumière des développements théoriques et empiriques relatifs au métier de capital-investissement et ses fondements d'une part, et d'autre part les caractéristiques de l'environnement socio-économique des entreprises algériennes, une série de facteurs d'influence est établie (Q.n°24), pouvant expliquer l'attitude des entreprises algériennes vis-à-vis du capital-investissement comme mode de financement complémentaire.

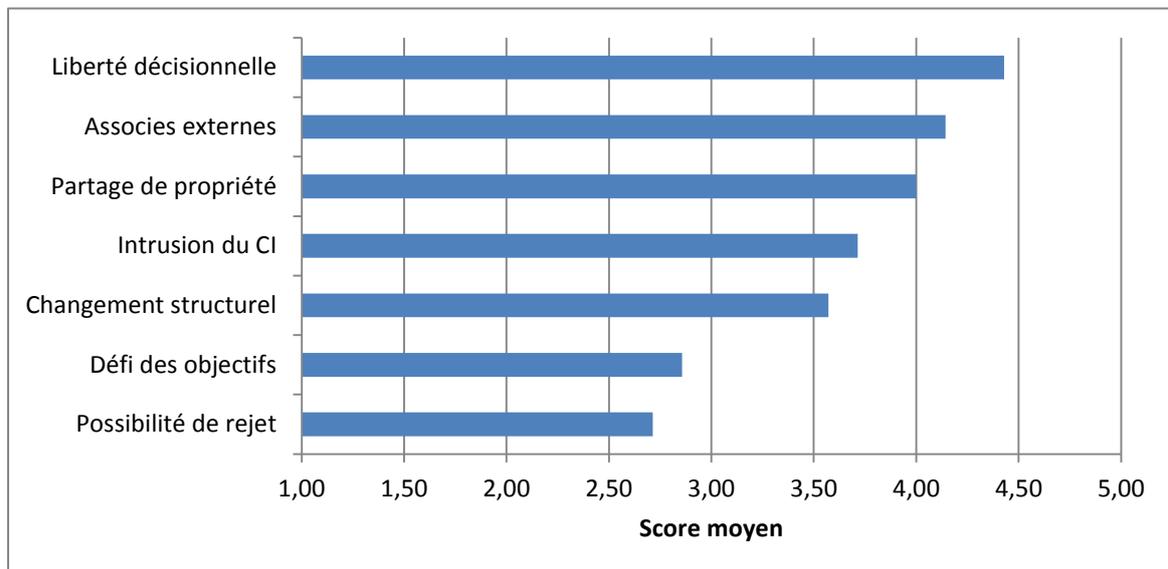
Pour cette partie de facteurs, les organismes de capital-investissement interrogés, étant donné leur expérience dans le traitement des dossiers de financement et la négociation des transactions y afférentes, sont conviés de se mettre à la place des propriétaires/dirigeants des entreprises afin de fournir une évaluation de la pertinence des facteurs proposés et, éventuellement, en rajouter d'autres.

### 1.1. Facteurs d'ordre subjectif

La perception que portent les entrepreneurs et les dirigeants sur les organismes de capital-investissement est souvent citée comme base de leur réticence par rapport à un éventuel partenariat qui dépasserait le simple cadre du financement. Cette thèse est corroborée par la pertinence élevée que les professionnels du métier ont attribué aux facteurs ayant trait à des aspects plutôt émotionnels et psychologiques chez l'entrepreneur/dirigeant de l'entreprise. Ces facteurs pèsent d'autant plus lourdement sur l'attitude des entreprises dans un environnement marqué par l'absence d'une culture d'entrepreneuriat et d'entreprise en général, le manque d'éducation financière auprès des entrepreneurs et du public d'une manière générale et la nouveauté du secteur au sein de l'économie nationale.

Ainsi, comme le montre la figure n°49 ci-dessous, les répondants sont quasi-unanimes ( $4,57 \pm 0,53$ ) quant à l'effet négatif, sur la volonté de l'entrepreneur/dirigeant de contacter ou de coopérer avec des capital-investisseurs, de l'idée qu'il porte sur ce type de partenariat.

**Figure n° 49 : Pertinence moyenne des facteurs subjectifs**



*Source : Elaborée à partir des données de l'enquête.*

En effet, les entreprises ou les porteurs de projets voient souvent le capital-investisseur comme un véritable prédateur qui cherche à tirer profit des affaires d'autrui en situation de détresse, et dont l'arrivée au sein de l'entreprise est le précurseur d'une perte inéluctable de la liberté décisionnelle, si chère pour le dirigeant-propriétaire de l'entreprise, étant donné surtout le caractère intrusif des investisseurs en capital, de l'arrivée éventuelle d'associés externes potentiellement indésirables à l'occasion de l'entrée comme à la sortie du capital-investisseur, d'un partage forcé de la propriété de son entreprise et du fruit de son effort entrepreneurial avec un investisseur qui cherche à maximiser ses rendements le plutôt que possible, et d'un changement structurel imposé par l'investisseur susceptible d'être à même de bouleverser l'ordre des affaires. Comme le montre la figure n°49 ci-dessus, tous ces facteurs sont notés par les professionnels interrogés avec une pertinence dont le score dépasse la borne supérieure de la moyenne (3,4).

Par ailleurs, deux facteurs sont notés avec une pertinence moyenne (entre 2,6 et 3,4), à savoir, d'une part, le sentiment que peut avoir les dirigeants ou propriétaires des entreprises de ne pas être en mesure de répondre aux exigences de croissance requises par

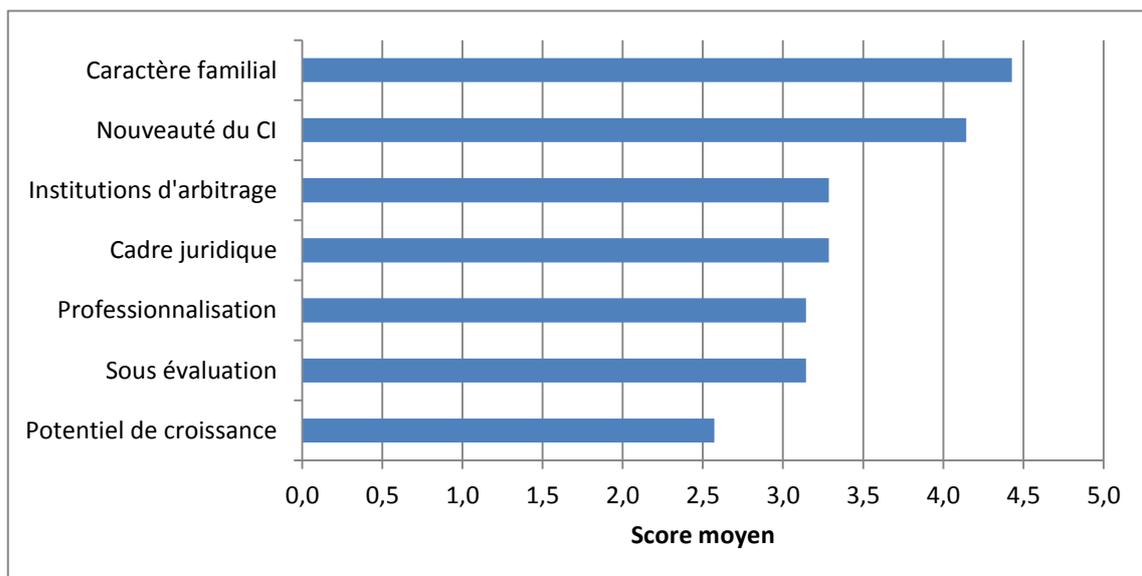
les capital-investisseurs dans des délais relativement courts et, d'autre part, la crainte de se voir rejeter par le capital-investisseur et le signal négatif que cela pourrait véhiculer auprès des partenaires de l'entreprise et des autres apporteurs de fonds relativement à la viabilité des projets de l'entreprise et la qualité de son management. Ces deux facteurs, contrairement aux hypothèses avancées pour cette recherche, semblent ainsi, aux yeux des capital-investisseurs interrogés, pas assez pertinent dans le façonnage de l'attitude souvent négative des entreprises et, dans une plus large mesure, des promoteurs porteurs de projets vis-à-vis des organismes de capital-risque.

## 1.2. Facteurs objectifs

Outre l'effet négatif d'une perception défavorable à l'égard des investisseurs en capital sur les choix des entreprises et entrepreneurs, ces derniers sont également sensibles à certains facteurs relevant de l'environnement dans lequel est censé être envisagé le recours au financement par capital-investissement.

La figure n°50 classe les facteurs d'influence objectifs selon leur pertinence moyenne, telle qu'appréciée par les professionnels interrogés.

**Figure n° 50 : Pertinence moyenne des facteurs objectifs**



*Source : Elaborée à partir des données de l'enquête.*

Comme prévu, la structure familiale prédominante au sein des entreprises algériennes<sup>1</sup> se trouve à la première position comme étant le facteur le plus pertinent dans la structuration et le développement de l'industrie du capital-investissement en Algérie. En effet, cette structure de propriété des entreprises, quoiqu'elle confère des avantages immédiats tels qu'une forte solidarité entre les membres de la société, un réseau de communication interne simple et, ainsi, une flexibilité et rapidité du processus de prise de décisions, présente toutefois certains inconvénients de taille, notamment leur imperméabilité aux compétences externes au cercle familial, l'absence de vision et d'orientation stratégique, la fragilité de la structure financière fondée essentiellement sur

<sup>1</sup>- le tissu industriel et commercial des entreprises algériennes, qu'elles soient PME et même grandes, est composé essentiellement de sociétés à caractères personnel ou familial, avec près de la moitié organisées sous forme de SARL et à peine 5% de Société anonymes.

les ressources de la famille et une organisation centrale axée autour du chef de la famille.

La structure familiale des entreprises rend la tâche plus difficile pour les professionnels du capital-investissement de convaincre les propriétaires/dirigeants des entreprises de l'apport du partenariat avec un capital-investisseur et la valeur ajoutée de sa présence dans le capital de l'entreprise, particulièrement lorsqu'il s'agit de négocier la valorisation d'entrée du capital-investisseur et les clauses prudentielles à inclure dans le pacte des actionnaires.

En sus de ces facteurs, intrinsèques aux entreprises algériennes, l'environnement institutionnel pèse lourdement sur les perspectives de développement du capital-investissement, à l'image d'autres secteurs de l'économie algérienne qui en sont et resterons tributaires tels que le secteur bancaire, le marché financier et, plus généralement, l'économie nationale. Le cadre juridique et les institutions d'arbitrage spécialisées ont tous deux eu un score supérieur à la moyenne, reflétant leur pertinence dans la détermination de l'avenir et du rôle que pourrait jouer ce secteur financier dans le financement de l'activité économique.

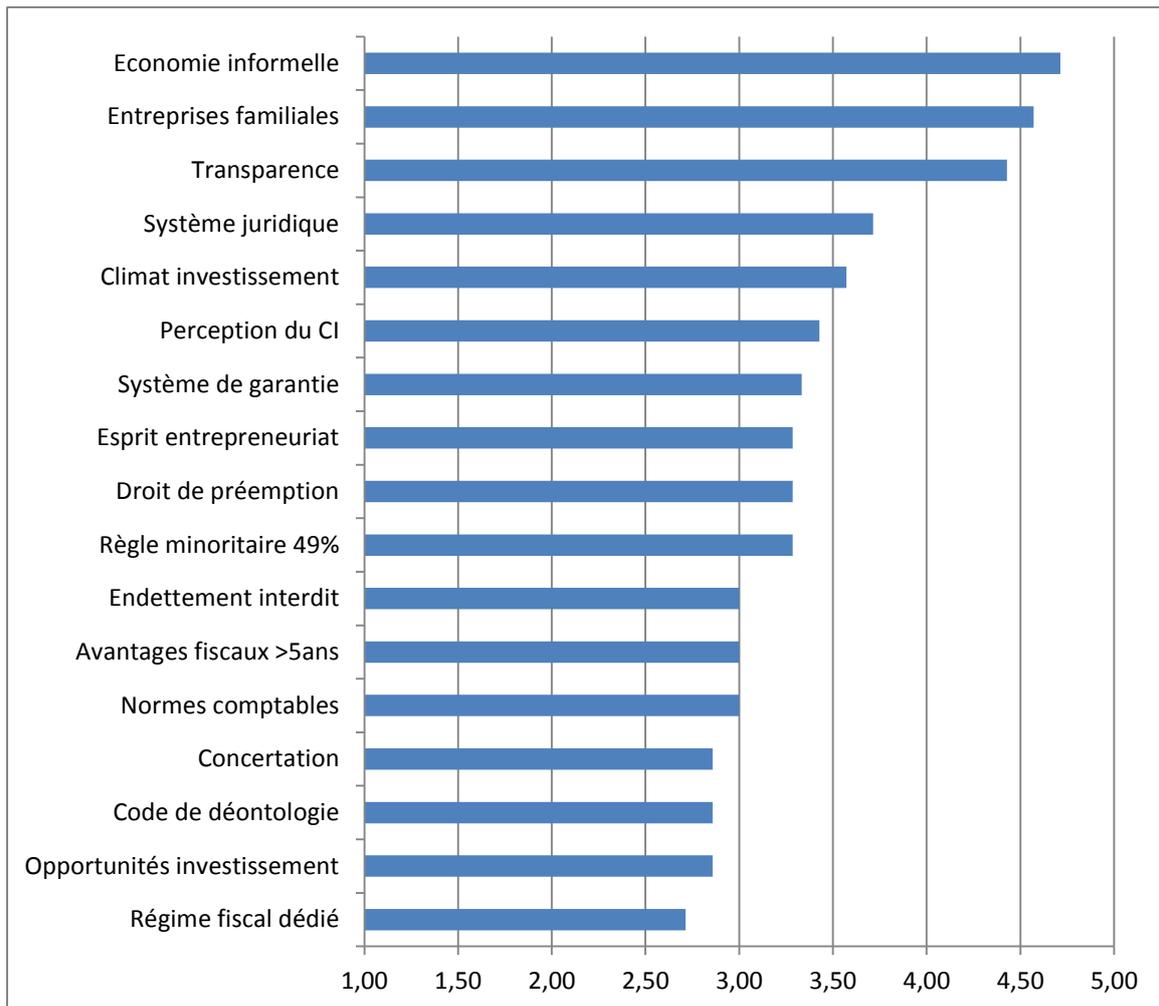
Par ailleurs, la nouveauté du métier de capital-investissement comme mode de financement et sa toute récente intégration dans le dispositif législatif du pays, limite à l'heure actuelle sa popularité dans les milieux des entreprises et des investisseurs institutionnels, conjuguée bien évidemment avec le manque de professionnalisation et d'expérience des organismes nationaux, majoritairement publics, marqués dans certaines de leurs pratiques par une logique plutôt bancaire qu'entrepreneuriale.

Le seul facteur qui se trouve peu pertinent ( $2,57 \pm 0,79$ ) pour les professionnels interrogés, concerne l'éventuel manque du potentiel de croissance chez les entreprises algériennes, faisant qu'elles préféreraient se maintenir volontairement à une certaine taille ne nécessitant pas d'engager des capitaux externes pour changer de stratégie. Le potentiel de croissance que peuvent présenter les entreprises est en principe proportionnel au potentiel de croissance de l'économie en général et de sa capacité d'absorber et d'accompagner le développement économique.

## **2. Facteurs d'entrave au capital-investissement**

En plus des facteurs d'influence sur l'attitude des propriétaires et dirigeants d'entreprises à l'égard du capital-investissement analysés ci-dessus, une liste d'autres facteurs pouvant entraver le développement de l'activité de capital-investissement est présentée aux professionnels du marché algérien pour apprécier leur pertinence (Q.n°25).

Le score moyen des seize facteurs de cette classe est présenté dans la figure n°51 ci-dessous.

**Figure n° 51 : Score moyen des facteurs d'entrave**

Source : Elaborée à partir des données de l'enquête.

Ces facteurs peuvent être analysés dans trois sous-ensembles homogènes, à savoir : les facteurs structurels, les fondamentaux de l'économie et les facteurs socio-culturels.

### 2.1. Facteurs structurels de l'économie nationale

Les facteurs les plus cotés, d'après l'appréciation des organismes interrogés, constituent en grande partie les caractéristiques structurelles de l'économie nationale et risquent ainsi, à leur état actuel, de présenter une véritable entrave face au développement et à l'approfondissement du marché de capital-investissement en Algérie. Ces facteurs sont d'ailleurs souvent cités dans la littérature qui cherche à expliquer le développement ou, le cas échéant, le sous-développement de plusieurs secteurs de l'économie et son niveau de sophistication, notamment dans ce même ordre de thématique, le développement du marché boursier, du secteur bancaire et de l'investissement national et étranger.

La prédominance de l'économie informelle au sein du système économique algérien avec ses externalités néfastes sur la portée d'autres facteurs d'entrave, notamment la transparence, l'entrepreneuriat, l'éducation financière, la corruption et le climat d'investissement en général, est de nature à mettre en cause toutes les logiques fondatrices du métier de capital-investissement, à commencer par la génération du flux des transactions jusqu'à la liquidation des participations, en passant particulièrement par les

phases d'évaluation, de négociation et de structuration des transactions. Or, la combinaison de ce facteur avec la structure familiale caractéristique du tissu des entreprises algériennes et le niveau d'opacité (manque de transparence) qui en découle constitue une plateforme d'éviction du marché algérien des professionnels du capital-investissement, notamment privés, qui ne peuvent évoluer que dans un environnement de transparence et de pratiques économiques structurées.

Selon la résolution adoptée par la 15<sup>ème</sup> conférence internationale des statisticiens de travail (janvier 1993), le secteur informel peut être décrit, d'une façon générale, comme un ensemble d'unités produisant des biens ou des services en vue principalement de créer des emplois et des revenus pour les personnes concernées. Ces unités ayant un faible niveau d'organisation, opèrent à petite échelle et de manière spécifique, avec peu ou pas de division entre le travail et le capital en tant que facteurs de production. Les relations d'emploi — lorsqu'elles existent — sont surtout fondées sur l'emploi occasionnel, les liens de parenté ou les relations personnelles et sociales plutôt que sur des accords contractuels comportant des garanties en bonne et due forme.

Les unités de production du secteur informel présentent les caractéristiques particulières des entreprises individuelles. Les actifs immobilisés ou autres utilisés n'appartiennent pas aux unités de production en tant que telles, mais à leurs propriétaires. Ces unités, en tant que telles, ne peuvent réaliser d'opérations ou conclure de contrats avec d'autres unités ni souscrire en propre des engagements. Les propriétaires doivent se procurer les moyens financiers nécessaires à leurs propres risques et périls, et ils sont personnellement responsables, sans aucune limitation, de toutes les dettes et de tous les engagements souscrits aux fins de production. Les dépenses de production sont souvent indifférenciées de celles du ménage. De même que les biens d'équipement, comme les locaux et les véhicules, peuvent être destinés indistinctement aux fins de l'entreprise et à celles du ménage.

Une enquête sur l'emploi auprès des ménages algériens réalisée par l'Office Nationale des Statistiques (ONS)<sup>1</sup>, dont les résultats sont publiés en 2012<sup>2</sup>, fait ressortir entre 2001 et 2010 une progression nettement plus rapide (200%) de l'emploi informel par rapport à l'emploi structuré (43%) en l'espace de dix ans, représentant un taux de 45,6% de la main d'œuvre totale (non agricole)<sup>3</sup>.

Il y'a lieu de souligner, dans ce même ordre d'idées, que les pratiques informelles concernent, à des niveaux variables, pratiquement l'ensemble des entreprises algériennes. Le secteur privé algérien est atteint pratiquement par toutes sortes de malversations, de tricheries et d'irrégularités en tous genres, de pratiques financières illégales et de corruption<sup>4</sup>. On y trouve notamment l'adoption d'une double comptabilité, l'abus de biens sociaux, les détournements d'actifs, les transferts de fonds suspects et fuite de capitaux, les

---

<sup>1</sup>- Voir aussi pour plus de débats sur cette thématique et l'ampleur du phénomène au sein de l'économie nationale, Charmes (2004), Bellache (2010), Adair & Bellache (2012). Talahite (2000) expose le problème de la corruption et son lien avec la nature rentière de l'économie algérienne dans le cadre de la théorie du *rent seeking*, expliquée par Lambsdorff (2002).

<sup>2</sup>- ONS, Collections Statistiques N° 170/2012 (accessible sur le site de l'ONS).

<sup>3</sup>- Partant de ce constat et des proportions alarmantes qu'a prises ce phénomène, le ministère du commerce en Algérie a lancé, si tardivement quand même, une étude sur l'économie informelle en Algérie, *Economie informelle: concepts, modes opératoires et impacts*, en partenariat avec le Centre de recherche en économie appliquée pour le développement (CREAD) avec l'appui du Programme des Nations-unies pour le développement (PNUD).

<sup>4</sup>- Hadjadj, D. "Corruption et éthique dans le secteur privé en Algérie : répression en souffrance et absence de bonne conduite". Article repris par Le Soir d'Algérie du 29 octobre 2007.

fausses factures, le travail au noir et évasion sociale, les retraits massifs en espèces, la dissimulation de recettes, la majoration artificielle de charges et l'évasion fiscale, les crédits bancaires à répétition non remboursés, les faillites déguisées, et ainsi de suite.

L'un des interlocuteurs interrogés dans le cadre de cette recherche a fait part de certaines tentatives par son organisme de se rapprocher de quelques sociétés privées algériennes mais qui se sont soldées par un échec, essentiellement à cause des divergences avec les propriétaires sur la valeur d'entrée au capital de la société. Cette divergence, dans l'un des cas soulevés allant de 18 millions d'euros à au moins 50 millions d'euros, est induite par le fait qu'une partie considérable des activités de l'entreprise est réalisée dans l'informel, à l'insu des responsables et employés de la société même et, encore plus, des autorités fiscales. Cette partie souterraine de l'activité des entreprises privées algériennes, que le capital-investisseur ne peut en aucun cas maintenir ou soutenir, représentent souvent une source non négligeable des cash-flows sur lesquels le propriétaire se base pour déterminer un prix de cession qui lui semble correct, mais qui ne peut être justifié pour le capital-investisseur.

## 2.2. Les fondamentaux de l'économie algérienne

Une présentation de quelques indicateurs de la qualité du climat des affaires en Algérie par rapport aux économies mondiales et, notamment, aux économies des pays voisins est introduite en début du présent chapitre. En guise de rappel, ces développements ont permis de conclure que l'économie algérienne est très mal placée pratiquement sur tous les facteurs fondamentaux sur lesquels tout développement économique passe inéluctablement.

Les appréciations des professionnels du capital-investissement interrogés dans le cadre de cette recherche viennent conforter la validité des hypothèses avancées relativement au poids de la qualité de l'environnement des affaires, particulièrement dans ses composantes institutionnelle et culturelle, dans la détermination de la dynamique du métier de capital-investissement et de ses facteurs de développement au sein de l'économie algérienne.

Ainsi, le système juridique et les institutions judiciaires, responsables de la régulation de l'activité économique et du règlement des différends, sont mis en cause par les organismes interrogés. La faiblesse de ces institutions et l'instabilité du cadre réglementaire régissant l'investissement et les activités économiques en général représente une crainte majeure auprès des capital-investisseurs, naturellement frileux, relativement à la protection de leurs droits et libertés d'entreprise. D'une manière plus générale, le climat défavorable à l'acte d'investissement qui règne au sein de l'économie algérienne est aussi mis en relief par les répondants, qui n'hésitent d'ailleurs pas à comparer les conditions d'institution et d'exercice de l'activité d'investissement en Algérie avec celles d'autres pays tels que, notamment, le Maroc et la Tunisie.

Toujours dans le cadre de l'environnement institutionnel et juridique régissant l'investissement en Algérie, certaines dispositions du code des investissements algérien sont également citées, avec un score supérieur à la moyenne, comme étant des facteurs potentiellement en mesure de freiner le développement de l'investissement en général, et du capital-investissement en particulier, notamment dans sa composante étrangère, pour en faire un mode de financement complémentaire des entreprises et de l'économie algérienne.

Sans pour autant s'opposer aux règles du code des investissements limitant le recours des organismes de capital-investissement à l'endettement, l'un des participants à l'enquête n'a pas manqué toutefois de relever que les règles prudentielles arrêtées par voie

---

réglementaire reflètent une logique plutôt bancaire du législateur, étant donné que ces règles de diversification et de gestion de risque constituent la pierre angulaire du métier de capital-investissement. La règle de préemption représente pour les fonds de capital-investissement d'origine étrangère une barrière à l'entrée du marché algérien, ce qui explique en partie l'absence d'organismes de capital-investissement internationaux et régionaux en Algérie, relativement toujours aux pays voisins (Maroc, Tunisie, Egypte), particulièrement la Tunisie qui a réussi, jusqu'au choc politique de 2011, à instaurer une sorte de centre financier où s'est concentré une grande partie des fonds de capital-investissement étrangers, concurrencé actuellement par le Maroc qui tente, à travers des avantages de toute nature, d'attirer plus de fonds de capital-investissement à sa *Casablanca Finance City*, devenue la seconde plus grande place financière en Afrique, après celle de Johannesburg, avec près de 20% des investissements en capital réalisés sur le continent y transitent<sup>1</sup>.

### 2.3. Facteurs socioculturels

La culture est un concept potentiellement vague et controversé, en ce sens que beaucoup d'économistes ne réservent aucune place pour la culture dans leurs théories sous prétexte que le concept est tellement imprécis<sup>2</sup>. Pourtant, les modèles économiques qui excluent les valeurs culturelles ne peuvent pas expliquer pleinement les phénomènes qu'ils tentent d'expliquer, induisant de nombreux économistes à reconnaître à contre cœur la culture comme un élément résiduel dans leurs explications, d'où l'importance particulière de son rôle dans l'explication du développement économique.

Partant de l'hypothèse de l'importance des caractéristiques socioculturelles qui singularisent l'environnement économique algérien et orientent le comportement de ses agents économiques, certains facteurs relevant de la pure composante socioculturelle de l'entrepreneur algérien et de son entreprise ont été présentés pour appréciation aux professionnels du capital-investissement en Algérie. D'abord, l'esprit familial prédominant au milieu des entreprises privées algériennes est nécessairement ancré dans les valeurs que porte l'entrepreneur vis-à-vis de sa famille ou, parfois même, sa communauté, faisant du transfert de propriété de l'entreprise une question plus personnelle qu'économique.

La perception que portent les propriétaires/dirigeants des entreprises algériennes, souvent négatives, à l'égard des investisseurs en capital est source d'une attitude plutôt réticente vis-à-vis d'un éventuel recours au financement par capital-investissement, même en situation de besoin structurel de sources viables pour financer le développement des activités de l'entreprise. Ce facteur est cité avec une pertinence significative aussi bien dans le modelage de l'attitude des entreprises et leurs choix des sources de financement (Q.n°24) que dans le cadre des facteurs d'entrave au développement du marché (Q.n°25).

Pour apprécier la pertinence des valeurs religieuses dans la structuration de l'attitude des différents acteurs de ce mode d'intermédiation financière spécifique, les investisseurs et les entreprises en l'occurrence, les professionnels de l'industrie du capital-investissement ont été interrogés (Q.n°27) sur l'effet que pourrait avoir la promotion explicite du capital-investissement comme mode d'intervention largement compatible avec

---

<sup>1</sup>- Voir à ce sujet UNCTAD (2011).

<sup>2</sup>- Casson, M., & Godley, A. *Cultural factors in economic growth*, Springer, Berlin, Germany, 2000. Ces auteurs définissent la culture comme étant l'ensemble des valeurs et croyances partagées. Les valeurs constituent une plateforme de légitimation des objectifs qu'un agent rationnel poursuit, alors les croyances lui confèrent un refuge pour combler les lacunes dans les connaissances créées par le manque de faits dans sa perception des contraintes auquel il doit faire face.

les principes de la finance islamique, sur la perception des acteurs vis-à-vis de cette forme de la finance moderne, ce qui pourrait constituer pour ces acteurs une motivation supplémentaire pour intégrer cette source de financement dans leurs choix potentiels. Les avis des professionnels convergent vers une pertinence significative (score  $4\pm 1$ , mode 5) de cette démarche.

L'esprit d'entreprise<sup>1</sup>, parmi les facteurs socioculturels présentés pour appréciation par les organismes interrogés, peut être définis par l'aptitude d'un individu, d'un groupe social ou d'une communauté à prendre des risques pour engager des capitaux et s'investir dans une sorte d'aventure, consistant à apporter, par le biais du processus de l'innovation, quelque chose de nouveau, de créatif, en employant et en combinant de la façon la plus performante possible des ressources diverses. Le manque de cet esprit et de son environnement de développement naturel en Algérie peut ainsi limiter le potentiel de développement du capital-investissement, notamment dans ses sous-métiers qui couvrent les premiers stades d'amorçage et de création d'entreprises.

La mise en place d'un système de développement de compétences entrepreneuriales et d'apprentissage des bonnes pratiques, intégrant cette caractéristique indissociable à la culture de « l'entreprise algérienne », qu'est l'esprit familial, trouve ainsi tous son sens. A cet égard, le modèle des incubateurs, des pépinières et des centres de facilitation en est une piste. En effet les incubateurs, en plus d'être des lieux d'apprentissage, sont des lieux de socialisation ou on apprend à se connaître, à partager, à collaborer, faisant que le lien de famille n'est plus le seul moteur de collaboration et, donc, de productivité. Pour l'investisseur, il permet de diffuser les meilleures pratiques en matière de gestion d'entreprise, mais aussi d'aligner ses intérêts avec ceux de l'entrepreneur ou du dirigeant de la PME dans l'optique de favoriser l'entrée du capital-investisseur et le partenariat à long terme.

Dans ce sillage, les pouvoirs publics en Algérie ont mis en place, dans le cadre de la promotion de l'investissement, des centres de facilitation et des pépinières d'entreprises dont l'objectif principal est la promotion de la création d'entreprises et l'accompagnement des promoteurs et porteurs d'idées dans la réalisation de leurs projets d'investissement. A la fin du premier semestre de l'an 2016, seize (16) centres de facilitation et trente (30) pépinières d'entreprises sont opérationnelles avec quatre (4) et onze (11) structures respectives en cours de réalisation<sup>2</sup>.

Le rôle de l'Etat dans la promotion du capital-investissement et, plus particulièrement du capital-risque, est crucial étant donné les niveaux de risques que les premiers stades de développement d'entreprises présentent, limitant le rôle de l'initiative privée à prendre en charge le financement de ce type d'entreprises. Beaucoup d'efforts et de moyens publics sont mobilisés pour cette mission, sans pour autant se traduire par une évolution de ce secteur au sein de l'économie algérienne. A cet égard, les organismes de capital-investissement interrogés (Q.n°28) dans le cadre de cette recherche partagent l'idée selon laquelle l'Etat ne joue pas un rôle suffisant dans l'instauration des bases professionnelles et institutionnelles adéquates et nécessaires à la promotion de l'acte d'entreprise, son financement et, plus important encore, son accompagnement.

---

<sup>1</sup>- Cette notion fait référence au concept anglo-saxon « *entrepreneurial orientation* » largement utilisé dans la littérature traitant de la thématique de l'innovation et de l'activité entrepreneuriale, particulièrement chez les PME.. Voir à ce sujet (Yoo, K, "A Comparative Study of Cultural Dimension as an Influencing Factor to Entrepreneurial Orientation", *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 6, No. 2, 2015).

<sup>2</sup>- Ministère de l'Industrie et des Mines, Bulletin d'informations statistiques, N29, 1<sup>er</sup> semestre 2016.

---

Dans ce domaine d'intervention publique requis, les organismes de capital-investissement, notamment de droit public, insistent sur la nécessité de réaménager le cadre législatif régissant l'activité de capital-investissement, notamment pour certains, en termes des mesures d'incitation fiscales et d'exonérations, de revoir la politique de soutien de l'Etat aux initiatives productives à travers la création d'un seul et unique fonds d'investissement en lieu et place des 48 fonds de wilayas jugés jusqu'à présent inefficaces. Une bonne partie de ces fonds, faut-il le rappeler, restent toujours inactifs, limitant les ressources des organismes publics créés spécialement pour leur gestion, et reflétant le manque de rigueur dans la mise en exécution des programmes de développement et de réformes économiques.

### Sous-section 3. Modèle de développement du capital-investissement en Algérie

Comme présenté au long des développements successifs des chapitres précédents, la mise en place et le développement d'une industrie du capital-investissement en mesure de contribuer efficacement à la mobilisation de financements viables au service de l'investissement créateur de valeur requiert la préparation active d'une plateforme solide de fondamentaux et la promotion de facteurs déterminants selon la nature de l'économie d'accueil.

#### 1. Un écosystème pour le capital-investissement en Algérie

L'industrie du capital-investissement et les facteurs de son développement sont analysés dans une optique globale au sein de l'économie, ayant des interactions avec d'autres composantes du système économique du pays. Ainsi, l'industrie du capital-investissement est étroitement liée aux conditions macroéconomiques dans lesquelles les actes d'investissement et de financement sont effectués, aussi bien du côté des entrepreneurs que des apporteurs de capitaux. Ces actes sont entrepris dans le cadre d'un dispositif législatif et réglementaire fixant les règles du jeu et les pratiques à observer dans l'activité de prise de participation.

Les marchés du capital-risque et du capital-investissement sont intrinsèquement attirés par les grandes opportunités de croissance dans une économie axée sur le marché. Dans une optique systémique, ces marchés représentent un sous-ensemble d'un écosystème impliquant, en plus du cadre macroéconomique et institutionnel, une panoplie d'autres facteurs ayant trait principalement à la culture entrepreneuriale et à l'innovation, sans pour autant perdre de vue l'importance des options de sorties à la disposition des capital-investisseurs leur permettant d'atteindre leurs objectifs de rendement tout en restant dans les limites temporelles caractérisant la nature de leur investissement.

Dans cette approche intégrale, la littérature traitant des modèles de développement des industries de capital-investissement permet de concevoir un modèle dans lequel l'industrie du capital-investissement apparaît au centre d'un écosystème mettant en relation plusieurs facteurs, particulièrement pertinent pour les économies en développement, envisageant de promouvoir le capital-investissement comme mode de financement complémentaire et d'investissement alternatif, dans une optique de diversification des sources de développement de l'économie nationales.

Les facteurs les plus communément cités par la littérature comme étant déterminants du développement ainsi que des différences de tailles et de performances entre les industries de capital-investissement d'une économie à une autre, peuvent être regroupés

---

dans ce modèle simplifié composés des facteurs macroéconomiques<sup>1&2</sup>, des options de sortie, de la culture entrepreneuriale, des politiques publiques et des valeurs socio-culturelles<sup>3&4</sup>.

## 2. Facteurs macroéconomiques et institutionnels

Ces facteurs sont caractéristiques d'une économie stable, caractérisée par une inflation faible, une croissance élevée et des taux de change et d'intérêt fiables stimulent la demande pour le capital-investissement<sup>5</sup>. Dossani & Kenney<sup>6</sup> récapitulent les conditions macroéconomiques qui ont permis le développement de cette industrie aux Etats-Unis d'Amérique, où le gouvernement a joué un rôle indirect dans le développement du capital-risque à travers ses politiques générales, notamment le fait que le gouvernement américain a passé des politiques monétaires et fiscales solides garantissant une inflation relativement faible, d'où la stabilité de l'environnement financier et de la devise. La politique fiscale des Etats-Unis d'Amérique, bien qu'elle ait changé à plusieurs reprises, a été favorable aux gains en capital, et plusieurs diminutions des impôts sur les gains en capital ont peut-être eu un effet positif sur la disponibilité du capital-risque.

Le marché boursier, qui a été la stratégie de sortie préférée pour les capital-risqueurs, a été strictement réglementé et caractérisé par une ouverture croissante, ce qui a créé un environnement macroéconomique général de stabilité financière et d'ouverture pour les investisseurs, réduisant ainsi les risques externes d'investissement dans des entreprises à haut risque. Comme illustré précédemment<sup>7</sup>, les deux modes principaux des capital-investisseurs pour sortir de leurs investissements dans une entreprise sont la vente de gré à gré à un acheteur stratégique ou financier ou par le biais d'un premier appel public à l'épargne sur le marché boursier.

Même si plusieurs options de sortie existent sur un marché, il est souvent noté dans certaines études sur le capital-investissement, portant notamment sur le marché américain, que le processus d'introduction en bourse est l'opportunité de sortie la plus gratifiante. Un marché financier bien développé est essentiel pour introduire une entreprise non cotée sur le marché. Dans ce sens, la présence d'un marché boursier bien développé permettant aux capital-risqueurs de sortir du capital des entreprises investies par appel public à l'épargne est essentielle à l'existence d'un marché dynamique du capital-risque<sup>8</sup>.

La figure n°52 regroupe l'ensemble des facteurs macroéconomiques et institutionnels pertinents pour la mise en place d'une plateforme adéquate au développement du métier de capital-investissement, avec les relations effets de chacune de ces ensembles de facteurs sur l'activité de capital-investissement.

---

<sup>1</sup>- Gompers, P. A. "The rise and fall of venture capital", *Business and Economic History*, 1-26, 1994.

<sup>2</sup>- Gompers, P. A., & Lerner, J. "What drives venture capital fundraising?", *National Bureau of Economic Research*, n°w6906, 1999.

<sup>3</sup>- Gompers, P. A., & Lerner, J. "The venture capital revolution", *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168, 2001.

<sup>4</sup>- Dossani, R., & Kenney, M. "Creating an environment for venture capital in India", *World Development*, 30(2), 227-253, 2002.

<sup>5</sup>- Gompers, P. A., *Op-cit.*, 1994.

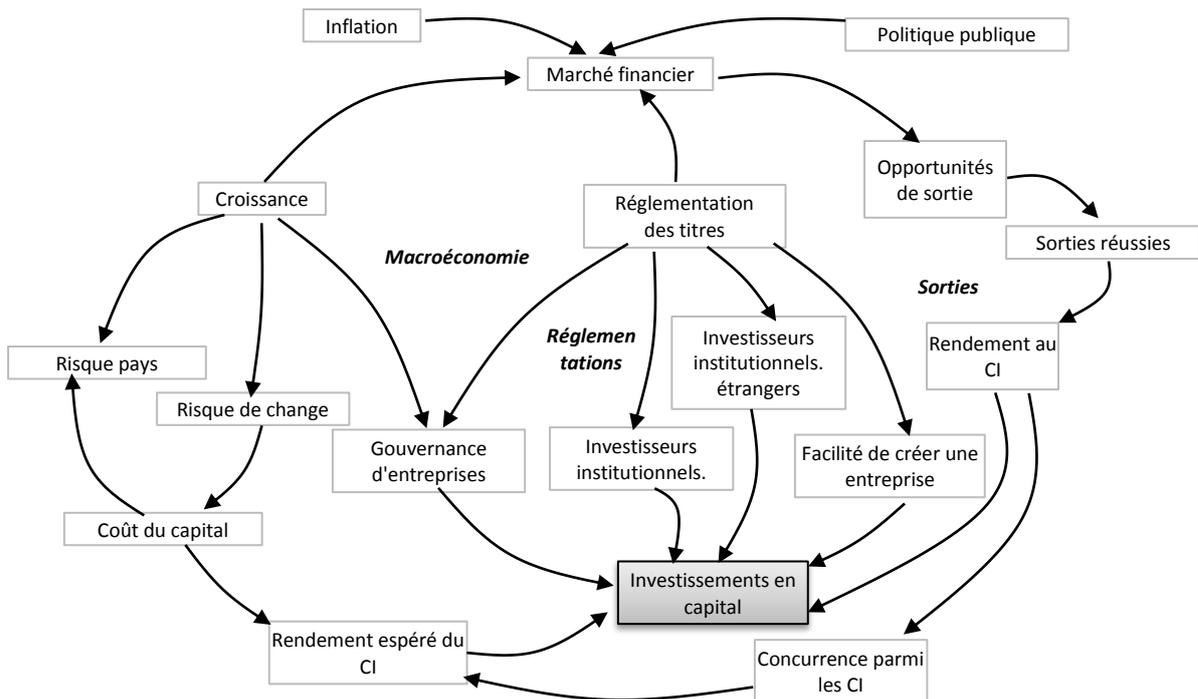
<sup>6</sup>- Dossani, R., & Kenney, M., *Op-cit.*, 2002.

<sup>7</sup>- Voir infra, section 1.5 du chapitre 3.

<sup>8</sup>- Black, B. S., & Gilson, R. J., *Op-cit.*, 1998.

---

Figure n° 52 : Facteurs macroéconomiques et institutionnels



Source : Adapté de Surineni, S. *Venture capital and private equity in India: systems analysis and development framework*, Master Thesis, MIT, 2012.

### 3. Facteurs entrepreneuriaux et culturels

L'écosystème de l'entrepreneuriat se réfère à l'ensemble des facteurs qui renforcent les motivations pour créer une entreprise et permettre son succès. Ainsi, un entrepreneur aurait besoin d'un environnement lui facilitant la tâche de lancer son entreprise, notamment :

- Facilité de la création d'entreprises.
- Disponibilité de financements viables.
- Compétences humaines techniquement qualifiées.
- Présence d'entrepreneurs expérimentés.
- Proximité des centres de recherches et des universités.
- Disponibilité de terrains et d'infrastructures.
- Autres services d'appui.

Sur ce volet du modèle de développement du capital-risque, la région de Silicon Valley en Californie et celle de Cambridge (Kendall / MIT) au Massachusetts sont deux grands exemples qui sont devenus l'étalon-or pour les écosystèmes de l'entrepreneuriat. Ces deux écosystèmes offrent les facteurs mentionnés ci-dessus qui sont requis pour le succès entrepreneurial, y compris la technologie, la disponibilité du capital financier et humain, un certain nombre d'incubateurs et d'accélérateurs de projets d'entreprises et une culture innovante.

Daniel Isenberg<sup>1</sup>, tel que cité par Mason & Brown<sup>2</sup>, affirme à propos de la Silicon Valley que «son écosystème a évolué dans une conjoncture unique: une forte industrie aérospatiale locale, la culture ouverte de la Californie, les relations de soutien de l'Université de Stanford avec l'industrie, une aubaine d'inventions de Fairchild Semiconductor, une politique d'immigration libérale à l'égard des étudiants en doctorat, et de la pure chance, entre autres. Tous ces facteurs déclenchent une évolution chaotique qui défie la détermination définitive de cause à effet ».

Outre le prérequis de la disponibilité de projets d'entreprises à forte croissance pour qu'une industrie de capital-risque puisse s'installer et prospérer, les attitudes culturelles d'une région ou d'une nation sont également reconnues avoir un effet sur l'entrepreneuriat dans cette région ou ce pays, de telle sorte que les différences d'attitude à l'égard du risque, la stigmatisation de l'échec, l'individualisme et la confiance en soi peuvent expliquer la diversité de l'entrepreneuriat d'un pays à un autre<sup>3</sup>.

Un nombre croissant d'études empiriques suggèrent que l'esprit d'entreprise est essentiel pour la survie et la croissance des entreprises ainsi que pour la prospérité économique des nations. Lumpkin, G. T., & Dess<sup>4</sup> définissent l'esprit d'entreprise comme étant l'ensemble des processus, des pratiques et des activités de prise de décision qui mènent à une nouvelle entrée sur le marché, et proposent de l'approcher à travers cinq dimensions reflétant le caractère entrepreneurial d'un individu ou d'une nation, à savoir : l'aptitude à agir de façon autonome, la volonté d'innover et de prendre des risques, la tendance à être agressif envers les concurrents et proactif par rapport aux opportunités du marché.

La création d'une nouvelle entreprise est un phénomène multidimensionnel au sein duquel chaque variable ne décrit qu'une seule dimension et ne peut être prise isolément. Les entrepreneurs et leurs entreprises varient considérablement, les actions qu'ils prennent ou ne prennent pas et les environnements dans lesquels ils opèrent et réagissent sont également diversifiés, et tous ces éléments forment des combinaisons complexes et uniques dans la création de chaque nouvelle entreprise<sup>5</sup>.

L'écosystème partiel présenté par la figure n°52 ci-dessus des facteurs macroéconomiques et institutionnels peut ainsi être complété avec les facteurs représentatifs des aspects culturels et entrepreneuriaux comme illustré par la figure n°53.

---

<sup>1</sup>- Daniel Isenberg est le fondateur du *Babson Entrepreneurship Ecosystem Project* pour aider les leaders du monde entier à créer les politiques, les structures, les programmes et les cultures qui favorisent l'esprit d'entreprise. Il propose un modèle à six facteurs clés pour le développement d'un écosystème d'entrepreneuriat unique pour l'économie : culture, politiques et leadership, financements, capital humain, marchés favorables à l'entreprise et l'environnement institutionnel et infrastructurels (Voir Isenberg, D. J. (2010)).

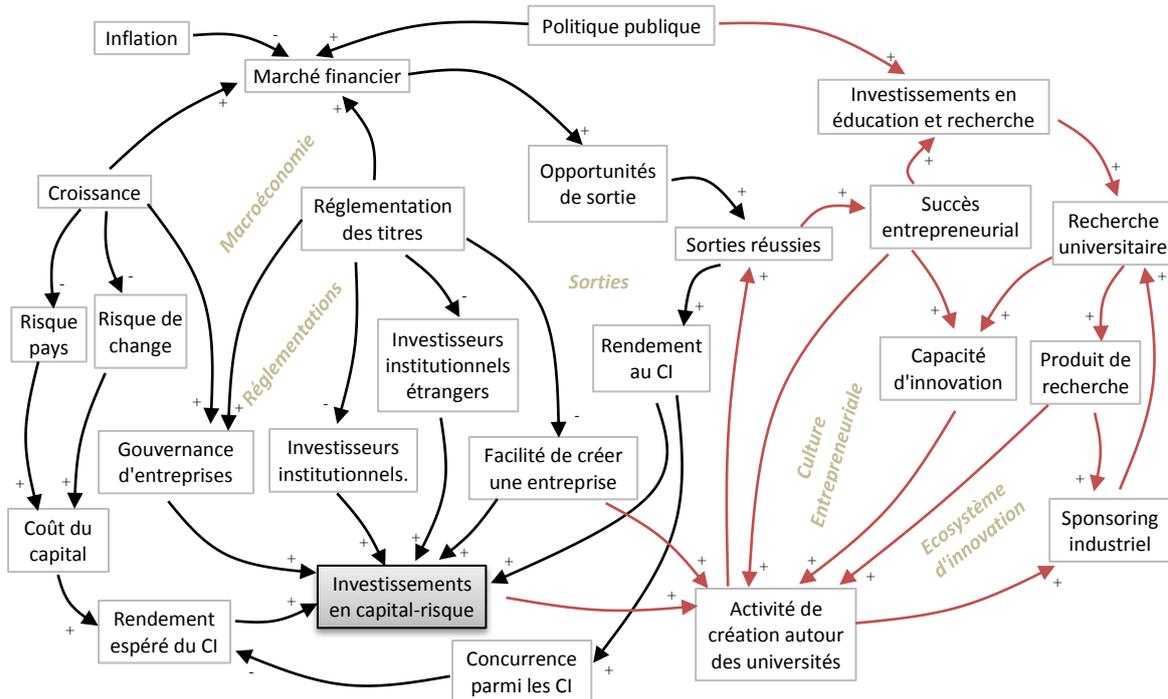
<sup>2</sup>- Mason, C., & Brown, R. "Entrepreneurial ecosystems and growth oriented entrepreneurship", *Final Report to OECD*, Paris, 30(1), 77-102, 2014.

<sup>3</sup>- L'étude empirique de référence dans ce domaine est celle réalisée par Koellinger *et al.* (2007) auprès de 18 pays pour analyser les variables déterminantes sur la décision d'un individu de créer une entreprise. L'étude démontre le rôle important des facteurs culturels et des attitudes personnelles sur la décision de l'individu de devenir entrepreneur, avec de grandes différences entre les pays.

<sup>4</sup>- Lumpkin, G. T., & Dess, G. G., "Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance", *Academy of management Review*, 21(1), 135-172, 1996.

<sup>5</sup>- Idem.

Figure n° 53 : Facteurs déterminants de l'industrie de capital-investissement



Source : Adapté de Surineni, S., *Op-cit.*, 2012. (Signes + & - indiquent le sens de la relation).

#### 4. Politiques publiques

Comme mentionné précédemment, les capital-investisseurs liquident leurs positions dans une société en portefeuille en cédant leurs participations à un investisseur stratégique ou financier ou par une introduction en bourse. La disponibilité des options de sortie joue un rôle essentiel dans le développement du capital-investissement en tant qu'industrie, et les politiques et réglementations du gouvernement ont un impact considérable aussi bien sur la source des opportunités d'investissement que sur les options de sortie.

L'entrepreneuriat ou la présence d'un écosystème entrepreneurial est une condition préalable au capital-risque. Au cours des trois dernières décennies, les technologies de l'information, l'internet, la biotechnologie et, plus récemment, l'énergie et la médecine fournissent un flux constant d'innovations et récompensent les entrepreneurs et les capital-risqueurs qui ont investi dans ces entreprises.

Aux Etats-Unis d'Amérique, la politique du gouvernement visant à investir fortement dans la recherche universitaire a donné des résultats positifs. Le résultat de ces politiques a été la création du capital humain sous forme d'ingénieurs et de scientifiques, ainsi que des innovations et des avancées scientifiques qui ont contribué à la création d'entreprises financées par des capital-risqueurs.<sup>1</sup>

Etant donné que tous les écosystèmes de l'entrepreneuriat contiennent de multiples composantes interconnectées, la mise en place de tels écosystèmes est souvent

<sup>1</sup> Surineni, S., *Op-cit.*, 2012, p33.

subordonnée à une approche équilibrée où l'attention est équitablement accordée aux principaux piliers<sup>1</sup>. En pratique, cela est rarement possible car tous les pays sont confrontés à des ressources limitées et tous les gouvernements possèdent des capitaux politiques limités à engager dans les réformes. Par conséquent, l'accent se déplace souvent vers les éléments de l'écosystème entrepreneurial qui sont relativement faciles à mettre en œuvre, tels que des programmes de formation à l'entrepreneuriat ou, particulièrement en situation d'aisance financière, des fonds spéciaux pour fournir aux entrepreneurs les capitaux nécessaires au démarrage de l'entreprise. Bien qu'ils soient très appréciables en tant que tels, ces programmes conduisent rarement au décollage entrepreneurial d'une économie, car ils ne vont pas au-delà du simple appui individuel et ne parviennent pas à aborder les facteurs sous-jacents qui souvent étouffent l'esprit d'entreprise au sein de l'économie au lieu de le promouvoir.

Au cours des soixante dernières années, il y a eu une évolution de la manière dont les gouvernements des pays avancés ont entrepris des politiques industrielles et d'entreprise, avant d'assister, au cours des vingt dernières années, à un accroissement du nombre d'initiatives politiques et du niveau de financement engagé dans ces activités dans un processus appelé l'Etat «développementiste»<sup>2</sup>. Ces changements peuvent être perçus comme une évolution des politiques traditionnelles d'entreprise à des politiques d'entreprise axées sur la croissance, impliquant au passage des changements importants dans l'unité d'intérêt, devenu graduellement l'entrepreneuriat axé sur la croissance, la manière dont elle fonctionne et comment elle s'interconnecte avec d'autres politiques. La conséquence en termes de politiques économiques est que les décideurs des pays développés sont dorénavant davantage concentrés sur la promotion d'entreprises à forte croissance, sous prétexte que ces entreprises sont censées stimuler la productivité, créer de nouveaux emplois, accroître l'innovation et promouvoir l'internationalisation des affaires<sup>3</sup>.

La majorité des pays du monde ont de plus en plus reconnu l'importance d'un secteur privé fonctionnel pour leur développement. Même parmi les nations qui avaient précédemment découragé ou carrément interdit cette activité en faveur de l'État comme moteur de la croissance économique, on reconnaît de plus en plus l'importance de favoriser l'initiative privée. Les gouvernements jouent un rôle crucial en aidant les entrepreneurs à faire preuve de prospérité en mettant en place des politiques et des programmes de soutien appropriés. Même des pays comme le Japon et la Corée du Sud qui abritent aujourd'hui de secteurs privés prospères n'ont pu réussir que lorsque les bons éléments étaient en place. Pour les pays nouvellement embarqués sur la voie des réformes axées sur le marché, la tâche est la même, à savoir, les éléments appropriés doivent être en place avant qu'une croissance soutenue et un progrès ne soient réalisables.

Pour que l'activité du secteur privé se développe, les gouvernements doivent contribuer à l'établissement d'un environnement qui récompense l'initiative entrepreneuriale. Quoique les éléments de cet environnement pro-entrepreneuriat diffèrent selon les caractéristiques fondamentales des économies, Sullivan & Shkolnikov<sup>4</sup> énumèrent l'essentiel incontournable à réunir pour réussir une telle mutation :

---

<sup>1</sup> Cordova, D. "Creating the environment for entrepreneurial success", Center for International Private Enterprise, 2013.

<sup>2</sup> Pour plus de développements sur le concept du « *developmental state* » voir Routley (2012, 2014).

<sup>3</sup> Voir (OECD : High-growth enterprises, what governments can do to make a difference, OECD studies on SMEs and entrepreneurship, 2010) et (OCDE, An international benchmarking analysis of public programs for high-growth firms, 2013).

<sup>4</sup> Sullivan, D. J. & Shkolnikov, A., "Entrepreneurship", Center for International Private Enterprise, The prosperity papers n°1, 2004.

---

- Il est d'abord nécessaire d'établir un environnement politique orienté vers le marché basé sur des structures juridiques et réglementaires saines. Ce rôle à la charge du gouvernement n'est souvent pas correctement implémenté, car les décideurs et les politiques qu'ils adoptent finissent par sur-réglementer les marchés, menant au développement d'une économie souterraine, où les entrepreneurs préfèrent rester en dehors de l'économie formelle en essayant à tout prix d'échapper aux exigences onéreuses de se conformer aux nombreuses réglementations. L'économie souterraine devient ainsi un terrain propice de la corruption qui, en faisant gaspiller des ressources, en réduisant l'efficacité et en limitant l'accès au crédit, limite davantage la capacité des entrepreneurs à mener leurs affaires.
  - L'environnement adéquat exige également des programmes de formation et de développement entrepreneurial. Or, démarrer une entreprise nécessite plus que de disposer d'une idée et d'être prêt à prendre le risque de la transformer en une entreprise, mais requiert également des compétences entrepreneuriales de base, telles que savoir gérer les finances et communiquer correctement. La nécessité d'une formation entrepreneuriale efficace est encore plus profonde dans les pays où les systèmes éducatifs traditionnels le fournissent rarement même à son niveau le plus basique. Dans de tels environnements, il est nécessaire de favoriser une culture entrepreneuriale, d'introduire des principes entrepreneuriaux non seulement au sein de la population en général, mais aussi parmi les responsables politiques. A mesure que les pays se transforment vers des économies de marchés libres, la culture entrepreneuriale et l'éducation jouent un rôle plus important dans le développement.
  - En sus des deux éléments ayant trait à l'environnement et la culture, il existe également un besoin inéluctable de programmes de soutien et d'appui publics, tels que l'accès au capital-risque pour les petites et moyennes entreprises. L'esprit d'entreprise et la prise du risque doivent être récompensés, dans la mesure où les entrepreneurs ambitieux devant mettre leurs économies en jeu, sans une aide fiable du gouvernement pour récompenser cette initiative, préfèrent souvent renoncer à des opportunités aussi risquées. Par conséquent, soutenir les entrepreneurs ambitieux à se couvrir contre le risque excessif devrait être l'une des fonctions de tout gouvernement aspirant à avoir un secteur privé fiable.
-

## Conclusion du chapitre cinq

Ce chapitre a tenté, à travers une analyse factorielle, de mettre en évidence les facteurs déterminants du développement et de la sophistication d'une industrie intégrée de capital-investissement en Algérie, étant considérée comme une source de financement complémentaire que les entreprises et les entrepreneurs porteurs de projets peuvent intégrer dans leur choix des modes de financement que leur offre le système financier en place.

Pour bien cerner l'ensemble des facteurs d'influence et d'entrave face au développement de ce secteur de la finance moderne, le présent chapitre a d'abord élaboré, au niveau de la première section, une cartographie des organismes de capital-investissement ayant réalisé des opérations d'investissement sous forme de prises de participation dans le capital d'entreprises de droit algérien, avant de présenter les grands indicateurs de la qualité de l'environnement d'investissement ainsi que le niveau d'attractivité de l'économie algérienne relativement aux économies mondiales et, plus particulièrement, régionales.

La seconde section du présent chapitre avait pour objet de présenter et d'analyser les résultats de l'enquête empirique menée auprès de la majorité des organismes de capital-investissement actifs sur la marché algérien, avec comme objectif principal d'identifier les facteurs les plus pertinents susceptibles, d'une part, de conditionner l'attitude des entreprises algériennes vis-à-vis d'un financement par capital-investissement et leur prédisposition éventuelle à recourir à ce mode de financement dans certaines conditions et, d'autre part, de représenter une véritable entrave face au développement de l'activité et la sophistication de ses services sur la marché algérien. Plusieurs facteurs sont ainsi identifiés et analysés à la lumière des développements théoriques et tendances mondiales relatives à cette unité d'analyse.

De plus, construisant sur les bases théoriques présentées et les résultats empiriques obtenus des chapitres et sections précédentes, la deuxième section a également tenté de proposer, dans une optique systémique, un modèle de développement d'un écosystème regroupant les ensembles des facteurs d'influence pertinents regroupés en classes homogènes : les facteurs macroéconomiques, les facteurs réglementaires et juridiques, les facteurs socioculturels d'innovation et d'entrepreneuriat.

---

## CONCLUSION GENERALE

Le financement des entreprises, particulièrement durant les premiers stades de leur cycle de vie, représente l'un des facteurs clés du développement de l'activité économique du pays et du bien-être social. La disponibilité de sources de financement viables conditionne, d'une part, la capacité des entrepreneurs à concrétiser leurs projets d'investissement et transformer leurs idées innovatrices en entreprises productives et, d'autre part, le potentiel des entreprises actives à se procurer les moyens nécessaires pour développer leurs activités au lieu de se trouver, le cas échéant, contraintes de se maintenir à un certain niveau sous-optimal de croissance et de taille. La mobilisation des ressources en capital dont dispose une économie est la mission que le système financier, avec ses différents compartiments et institutions, est appelé à accomplir. Une mobilisation efficiente de ces ressources dépend en grande partie du niveau de sophistication du système financier en place et des politiques de développement économiques que l'Etat confectionne en fonction de ses objectifs et des contraintes qui lui sont imposées par l'environnement interne et externe.

A l'effet de mobiliser les capitaux nécessaires aux financements des entreprises, les économies se développent pour abriter une multitude de mécanismes permettant, chacun suivant ses logiques et modalités d'intervention, de garantir une diversification aussi bien sur le plan des sources de financement à la disposition des entreprises que par rapport aux opportunités d'investissement accessibles pour les apporteurs de capitaux et épargnants, nationaux et étrangers. Selon que le mécanisme de canalisation des capitaux vers l'investissement permet une rencontre directe ou à travers un agent qui s'intercale entre les deux pôles, la finance est qualifiée de directe ou d'intermédiation.

Toutefois, ces mécanismes affichent souvent, même au sein des économies développées, certaines insuffisances et une incapacité de satisfaire pleinement à toutes les aspirations et préférences évolutives des deux acteurs antagonistes. Ceci dit pour les économies de marchés développées, les économies en développement ou en transition accusent souvent des lacunes substantielles pratiquement sur tous les compartiments de leurs systèmes financiers, faisant de la tâche de développement ou de transition engagée par l'économie d'autant plus délicate et difficile, particulièrement lorsque ces économies tentent tant bien que mal de reproduire les expériences des économies développées sans pour autant intégrer les spécificités de l'économie locale et des facteurs déterminants du comportement de leurs propres agents économiques.

Pour combler les insuffisances affichées par les modes de financement classiques, d'autres mécanismes se développent au sein du système financier visant à servir tel ou tel créneau de la sphère financière à travers des structurations adaptées et des logiques hybrides qui combinent entre la finance directe et indirecte, à l'image du *crowdfunding*, du capital-risque ou, dans sa version générale, le capital-investissement. Ces modes de financement sont particulièrement adaptés aux premiers stades de développement des entreprises, jugés trop risqués par le secteur bancaire et souvent exclus par les marchés boursiers. Dans sa version originale destinée principalement au financement des start-ups, le capital-risque s'est considérablement distingué par son apport tant financier que stratégique et sa contribution exclusive dans la confection d'un tissu solide de petites et moyennes entreprises innovantes et créatrices d'emplois pour les économies d'accueil, avant de s'intéresser au reste des stades de développement dans la version complète baptisée capital-investissement.

---

Ayant enregistré une montée spectaculaire sur le marché américain, le capital-investissement a marqué cette économie avec ses écosystèmes intégrés favorables à l'innovation et l'entrepreneuriat, à l'image de la fameuse *Silicon Valley* qui a donné naissance à des sociétés géantes qui dominent le monde actuellement. En essayant d'appuyer leurs économies avec ce nouveau vecteur du développement économique, les gouvernements se sont penchés sur l'élaboration de politiques de promotion en faveur du capital-investissement, aussi bien comme un mode de financement complémentaire pour les entreprises que comme une classe d'actifs alternatifs du point de vue des investisseurs. Par ailleurs, de par sa nature favorable à la prise de risques, les politiques de développement axées sur la promotion des petites et moyennes entreprises, à l'instar de l'économie algérienne, y voient de plus en plus un instrument incontournable non seulement pour son apport financier viable, mais également à travers ses modes d'intervention et de gouvernance favorables à la création de valeur.

En présence d'un système bancaire, majoritairement public, incapable d'accompagner le développement de l'économie nationale, et d'un marché financier qui ne trouve toujours pas la moindre dynamique pour contribuer au financement de l'économie, l'Algérie est exceptionnellement en besoin d'envisager d'autres modes de financement qui seraient compatibles avec ses orientations économiques et les caractéristiques de son environnement socio-économique. Ce besoin est devenu d'autant plus pressant avec la dernière crise frappant violemment l'économie nationale, mettant en évidence, encore une fois, sa vulnérabilité structurelle aux caprices et aléas des marchés mondiaux, ce qui a mis en cause la capacité du gouvernement de poursuivre sa politique d'appui financier et de promotion des petites et moyennes entreprises, et du financement des programmes de développement basés presque exclusivement sur la dépense publique.

La présente thèse s'inscrit dans le cadre de ce courant de recherche qui s'intéresse aux stratégies d'adaptation du modèle de financement par capital-investissement aux spécificités des économies locales, et ce dans une optique systémique visant à identifier les facteurs pertinents sur lesquels les pouvoirs publics devraient agir pour mettre en place les bases d'un environnement favorable au développement de cet instrument de la finance moderne et accroître sa contribution à la diversification des sources de financement des entreprises et la promotion de la culture d'investissement et d'entrepreneuriat sur les marchés nationaux.

Pour ce faire, le présent travail de recherche est organisé en cinq chapitres construisant, au fur à mesure de l'avancée des développements théoriques et empiriques, une compréhension des interactions qui sous-tendent l'activité de capital-investissement tant sur la plan organisationnel que fonctionnel. Ces enseignements forment par la suite la base d'une enquête menée auprès des professionnels du métier, les organismes de capital-investissement en l'occurrence, avec comme objectif de mettre en évidence l'ensemble des facteurs pertinents susceptibles d'influencer l'attitude des propriétaires/dirigeants d'entreprises, au même titre que les promoteurs porteurs de projets d'investissement, vis-à-vis d'un partenariat qui ne se limite pas à la simple fonction de financement, à l'image des banquiers, mais implique un engagement et une contribution active de la part du capital-investisseur dans le processus de création de valeur que les partenaires finissent par se partager.

Parallèlement à ces facteurs d'influence, une autre catégorie de facteurs, qualifiés de facteurs d'entrave, sont également analysés en vue de mettre en lumière ceux qui seraient en mesure de présenter une véritable entrave face au lancement et au développement du métier de capital-investissement sur le marché algérien, et ce dans le cadre d'une approche

---

systémique mettant l'industrie du capital-investissement au centre d'un écosystème interactif avec les facteurs qui conditionnent son développement.

## FONDEMENTS THEORIQUES

Le premier chapitre a commencé par situer le capital-investissement au sein du système financier en faisant référence à son rôle principal de mobilisation des capitaux au service de l'investissement. A cet effet, une présentation critique des modes de financement traditionnels que le système financier met à la disposition des entreprises pour se procurer les ressources financières dont elles auraient besoin, conjuguée avec un passage en revue des fondements théoriques du choix parmi ces diverses modalités de financement que les entreprises opèrent selon des critères plutôt pragmatiques, permet d'avancer une plateforme de légitimation de notre tentative de proposer des alternatives de financement qui seraient capables, après s'être intégrées au sein de la structure organisationnelle existante, de compléter les insuffisances et lacunes qu'accusent les mécanismes de financement traditionnels. Cette plateforme d'argumentation en faveur de la diversification permet ainsi d'introduire le capital-investissement, son acceptation et les définitions y afférentes ainsi que son évolution historique et géographique initiée sur le marché américain puis étendue à toutes les régions du monde.

En se référant aux expériences des marchés de référence en matière de capital-risque et de capital-investissement, le deuxième chapitre présente la structure type de l'industrie du capital-investissement et ses logiques organisationnelles et fonctionnelles. Cette structure organisationnelle est abordée au niveau des deux pôles de l'opération de financement que sont les offreurs et demandeurs de capitaux, représentés respectivement par les investisseurs en capital et les entreprises en besoin de financement.

Sur le plan de l'offre de capitaux, trois catégories de capital-investisseurs sont identifiées et que l'on peut distinguer selon la nature de l'investisseur lui-même, le capital-investissement industriel, le capital-investissement financier ou institutionnel et le capital-investissement informel exercé par les investisseurs providentiels (*angel capital*). Etant donné les différences significatives des modes d'intervention et des modèles d'investissement des trois catégories d'investisseurs en capital, la présente recherche s'est limitée au capital-investissement institutionnel exercé par des organismes financiers, que ce soit organisés sous forme de sociétés de capital-investissement ou de sociétés de gestion de fonds de capital-investissement.

Suivant l'entreprise dans toutes ses phases de développement, le capital-investissement offre une source de financement viable à travers les fonds que les investisseurs en capital mettent à la disposition de l'entreprise sous forme de fonds propres ou quasi fonds propres. Selon cette approche, le capital-investissement est généralement subdivisé en plusieurs sous-métiers couvrant chacun une phase de la durée de vie de l'entreprise. Ainsi, les premiers stades d'amorçage et de lancement de start-up constituent le champ d'intervention par excellence du capital-risque, après lesquels les fonds spécialisés en capital-développement interviennent pour conforter la structure de capital des entreprises établies et les accompagner durant la phase de croissance. Les opérations de transmission et de reprise d'entreprises sont également accompagnées par le métier de capital-transmission avec des structurations adaptées à leur taille, en se servant du levier financier que procure l'endettement de toutes formes.

Le troisième chapitre a passé en revue les fondements théoriques et pratiques du métier des organismes de capital-investissement, suivant la structuration type à trois niveaux de la relation de financement-investissement qui implique, en plus des

investisseurs et des entreprises, des sociétés intermédiaires dont la fonction principale est de mobiliser les fonds auprès des premiers pour les investir dans des participations dans le capital des derniers.

Cette analyse fonctionnelle a permis de mettre en exergue les éléments essentiels composant le modèle d'investissement d'un capital-investisseur et le parcours que suivent les opportunités d'investissement faisant l'objet, d'abord, d'une mobilisation auprès de sources différentes avant d'être filtrées à travers une batterie de critères que les capital-investisseurs retiennent selon leurs stratégies d'intervention et la nature de leur engagement avec les entreprises investies. Les meilleures transactions sont ainsi réalisées après négociation avec les propriétaires de l'entreprise de plusieurs aspects essentiels à l'entrée de l'organisme de capital-investissement qui devrait mettre en place des mécanismes adaptés pour faire aboutir le processus de création de valeur envisagé et faire réaliser son investissement par une sortie au moment opportun du capital.

La structure à trois niveaux de la relation de financement par capital-investissement est souvent perçue et analysée dans le cadre des relations d'agence multipartites ou chacun des intervenants s'investit pour se protéger et garantir la réalisation de ses objectifs. C'est ainsi que les capital-investisseurs optent pour une multitude de stratégies de gestion des conflits d'intérêts inhérents à leur position de principal vis-à-vis des entreprises investies, que ce soit préalablement à la prise de la décision d'investissement, à travers notamment les *business plan* et la due diligence y afférente ainsi que les packages contractuels et structurations financières négociés, ou durant la phase de suivi et d'accompagnement tout au long de la période d'investissement avec des mécanismes de gouvernance et d'intéressement afin de d'aligner les intérêts des dirigeants de l'entreprise avec les leurs et atteindre ainsi leur objectif de rendement.

Le financement d'entreprises par capital-investissement est un processus composé de plusieurs séquences successives, initié par la levée des fonds auprès des investisseurs institutionnels, puis la génération et le filtrage des opportunités d'investissement, avant d'entamer la phase de suivi et de pilotage de l'entreprise investie par le biais de stratégies adaptées favorisant la création de valeur tout en observant le moment opportun pour la sortie de son capital via les différentes voies possibles. Ce processus qui implique, en plus de l'organisme de capital-investissement, l'entreprise investie et les investisseurs en capital ayant chacun des objectifs pouvant être antagonistes, nécessite la structuration d'un package contractuel adéquat pour gérer les conflits d'intérêts inhérents à ce cadre relationnel et de protéger les droits de tous les intervenants.

## RESULTATS EMPIRIQUES

Les enjeux que présente le cas de l'économie algérienne quant à une éventuelle montée en puissance du secteur de capital-investissement comme mode de financement des entreprises, ont fait l'objet d'une analyse au niveau des deux derniers chapitres. Etant un élément déterminant de l'activité d'investissement institutionnel, le cadre réglementaire régissant l'investissement en Algérie est analysé au niveau du quatrième chapitre afin de mieux appréhender les premiers obstacles devant être levés en mettant en place un cadre réglementaire cohérent en mesure d'attirer les fonds d'investissement en capital sur le marché algérien.

A cet égard, le cadre juridique s'est efforcé à rechercher un juste équilibre entre les objectifs que représente d'un côté, l'attrait du maximum de capitaux au service du développement économique à travers son ouverture et les avantages et facilités accordés, et, de l'autre côté, la protection des intérêts de l'économie nationale et de ses avantages

---

compétitifs par le biais de contrôles et politiques d'orientation. Ainsi, une variété de structures ont été mises en place pour l'encadrement, la promotion et le suivi des investissements. Toutefois, plusieurs imperfections en lien avec le cadre législatif sont indéniablement relevées avec leurs effets négatifs sur la réussite des politiques de réforme du secteur financier et de l'économie en général, s'inscrivant dans le cadre des objectifs de diversification des sources de financement des entreprises et du développement économique. L'absence d'initiatives, la lenteur de la réaction, l'ambiguïté des textes, l'instabilité juridique, et le faible *enforcement* des législations et règlements sont autant d'imperfections caractéristiques du cadre réglementaire algérien, de nature à compromettre toute initiative de réforme et de développement économique.

Avec un aperçu des organismes intervenant sur le marché de capital-investissement algérien à travers les opérations réalisées par rapport à la région du Maghreb, le cinquième chapitre de la présente thèse aborde les facteurs déterminants aussi bien du manque de développement actuel que des perspectives de développement futures de ce mode de financement au sein de l'économie algérienne. Par ailleurs, l'attractivité relative du marché algérien par rapport aux marchés mondiaux et régionaux est également abordée en se basant sur deux indices les plus communément cités dans les milieux des investisseurs et institutions de notation, l'indice *Doing Business* de la Banque Mondiale et l'indice de la *Global Competitiveness* du Forum Economique Mondial.

Tel qu'illustré par les deux indices de notation de la qualité de l'environnement des affaires en général dans le monde, l'Algérie accuse un déficit considérable sur pratiquement tous les vecteurs pertinents pour la mise en place de bases solides capables de garantir une croissance soutenue et une contribution efficace du capital-investissement dans le financement des entreprises algériennes et la diversification des sources de financement de l'économie nationale. Les mêmes carences sont confirmées par l'indice d'attractivité des marchés de capital-investissement du point des investisseurs institutionnels. Le marché algérien est classé sur cet indice parmi les marchés les moins attractifs au monde à cause des lacunes qu'affiche l'économie algérienne, notamment au niveau de ses fondamentaux institutionnels, juridiques et socioculturelles. L'indice met particulièrement en lumière l'effet négatif du manque de profondeur du marché des capitaux algérien, tous compartiments confondus, sur l'attractivité du marché de capital-investissement et de son potentiel de développement au sein de l'économie algérienne.

Dans ce sens, l'Algérie est appelée à s'investir pour améliorer les conditions générales au sein desquelles un investisseur puisse réaliser ses investissements et faire valoir ses droits de protection et d'entreprise.

Une série de facteurs recensés au fil des développements relatifs aux marchés de capital-investissement de référence sont exposés, dans une étude empirique, à l'appréciation des professionnels du capital-investissement actifs sur le marché algérien en vue de mesurer leur pertinence comme facteurs d'influence sur le comportement des entreprises algériennes d'une part, et d'autre part comme facteurs d'entrave susceptibles d'être ou de devenir de véritables obstacles face aux politiques de promotion de ce métier au sein de l'économie nationale et priver ainsi les entreprises algériennes d'une source de financement viable. Ces facteurs sont par la suite regroupés dans un écosystème adapté à l'environnement socio-économique algérien, permettant de mieux apercevoir les éléments par lesquels il est indispensable de commencer dans l'effort de diversification des sources de financement des entreprises et de promotion de l'esprit d'entrepreneuriat comme étant le moteur d'un développement économique soutenable.

Ainsi, le développement d'une industrie intégrée de capital-investissement au sein de

---

l'économie algérienne ne saurait être réalisable sans tenir compte de l'ensemble des facteurs macro-économiques et institutionnels, de l'environnement entrepreneurial et des aspects socio-culturels qui caractérisent l'Algérie. Ces facteurs déterminants devraient être au centre de toute initiative de développement et de promotion de l'environnement d'investissement et de diversification des sources de son financement, avec un engagement de politiques économiques mesurées de soutien et de promotion de l'initiative privée.

## PROPOSITIONS

Le présent travail de recherche conclut à un principal enseignement ayant trait à la politique de diversification des sources de financement de l'activité économique et l'instauration des bases propices à l'émergence et au développement du capital-investissement comme mode complémentaire au service des entreprises et des investisseurs. Le parcours géographique et historique que prend ce secteur de la finance depuis son apparition vers la fin de la Deuxième Guerre mondiale confirme le fait que son émergence et croissance, ainsi que sa contribution à la dynamique économique des pays, quoique restées loin d'être schématisées dans un modèle générique, sont tributaires de facteurs déterminants couvrant essentiellement les fondamentaux nécessaires à la conduite des affaires que représente l'environnement macro-économique, institutionnel et juridique au sein duquel le facteur culturel occupe une place privilégiée. La dynamique du secteur au sein du système financier du pays dépend également de la qualité de plusieurs autres paramètres tels que la souplesse du marché du travail et le développement du marché boursier.

Par ailleurs, la simple réunion de ces facteurs fondamentaux est nécessaire mais n'est pas suffisante en tant que telle pour garantir une contribution adéquate du capital-investissement dans le développement économique du pays. En effet, le capital-investissement étant appréhendé en grande partie à travers la notion du risque inhérente à la nature même de son intervention, la présence d'une culture entrepreneuriale au sein de cet écosystème de base représente un élément de liaison plus qu'indispensable afin de permettre l'essor de cette activité basée sur l'esprit d'entreprise et d'innovation. L'effort des pouvoirs publics pour faire évoluer l'acception sociale du métier de capital-investissement et de l'entrepreneuriat s'est surtout focalisés sur les aides financières octroyées aux jeunes entrepreneurs et entreprises à travers une multitude de structures d'aide et d'accompagnement destinées aux petites et moyennes entreprises, sans pour autant favoriser la nature stratégique du partenariat que le capital-investisseur est en mesure de tisser avec les entreprises investies. Certains auteurs n'hésitent pas à pointer du doigt ces politiques axées sur les aides financières dans la promotion d'un esprit d'assistanat et d'argent facile contrairement à l'esprit d'initiative et d'innovation qui caractérise les écosystèmes de capital-investissement réussis.

La conscience de l'Etat à l'égard à son rôle crucial dans le lancement de ce métier, notamment dans sa composante de capital-risque couvrant les premiers stades d'investissement, se heurte néanmoins aux lacunes qu'accusent les organismes auxquels est confiée cette initiative à travers les fonds que l'Etat a mobilisés pour cette fin. Les organismes de capital-investissement publics, propriété directe de l'Etat ou indirecte via ses banques publiques, sont contraints de tenir à des modèles d'intervention qui s'inscrivent pleinement dans les orientations des politiques publiques, en appliquant des critères qui favorisent souvent les aspects sociaux de création d'emplois et de distribution de la rente au détriment de l'efficacité et de la rentabilité. De plus, les organismes de capital-investissement algériens, créés souvent à l'initiative des banques publiques, se trouvent en situation de conflit avec ces dernières et pratiquent une sorte d'endettement

déguisé sans pour autant trop se soucier des paramètres d'efficacité.

Au lieu de compter exclusivement sur des institutions administratives ou des organismes purement publics leur confiant la gestion de ressources financières considérables débloquées dans le cadre des politiques de promotion de l'investissement et de développement d'un tissu soutenable de petites et moyennes entreprises, l'Etat pourrait opter pour d'autres formes d'intervention qui impliqueraient des sociétés de gestion de fonds de capital-investissement internationaux ou régionaux, avec des conventions de gestion favorisant le marché algérien et des clauses en lignes avec les politiques de développement économiques nationales. Cette forme de partenariat public-étranger permet, outre le paramètre d'efficacité et de rationalité économique, de présenter une motivation de plus pour les sociétés de gestion internationales et régionales, ainsi que des fonds d'investissement internationaux, de pénétrer le marché algérien, leur permettant d'acquérir une meilleure compréhension des spécificités de ce marché et de prévoir les mécanismes adaptés pour la conduite de leurs opérations de financement.

Le capital-investissement en Algérie, à peine commençant à prendre sa forme singulière avec les toutes dernières réformes relatives à la constitution et pratique du métier de Société de gestion de fonds de capital-investissement, l'économie algérienne est en position très reculée par rapport aux tendances qui ont marqué l'évolution de ce métier dans le monde et, notamment, dans les économies de la région MENA et du Maghreb. Ce retard est en partie attribuable à l'absence d'initiatives en matière de réformes, conjuguée à une lenteur excessive dans le processus d'adaptation pour se rattraper. L'absence d'une vision à long terme de l'économie ont fait que l'Etat s'est contenté, du moins jusqu'avant la crise induite par la chute des prix du pétrole, de ses ressources financières abondantes sans pour autant sérieusement investir dans l'amélioration de l'environnement institutionnel et réglementaire qui représente, actuellement, les premiers obstacles de taille face au développement de ce mode de financement.

Beaucoup reste à entreprendre sur pratiquement tous les plans afin de rendre l'économie algérienne relativement attractive du point de vue des investisseurs en capital. A noter qu'il est nécessaire de respecter une certaine logique dans l'implémentation des réformes qui visent, d'une manière générale, l'amélioration des conditions d'investissement et d'entreprise et, eu égard à notre unité d'analyse, la promotion de l'activité de capital-investissement en Algérie. Tel qu'illustré par le modèle de développement d'un écosystème favorable au développement du capital-investissement proposé ci-dessus, les paramètres macroéconomiques nécessitent une attention particulière avant de passer aux aspects d'ordre technique tels que les incitations fiscales et les mesures couvrant la composante micro-économique de l'activité. Dans cette perspective, il importe de rappeler que malgré un régime fiscal des plus favorables dans la région MENA, l'activité de capital-investissement en Algérie reste très marginale avec une part presque négligeable par rapport aux pays de la région.

La nouveauté de l'activité de capital-investissement dans sa version institutionnelle requiert la mise en œuvre, parallèlement à sa confirmation graduelle au sein de l'économie nationale, d'un procédé adéquat de vulgarisation du métier dans les milieux des dirigeants et propriétaires d'entreprises ainsi que les promoteurs porteurs de projets d'investissement. Les caractéristiques socio-culturelles devraient être au centre de cette campagne de vulgarisation, en misant particulièrement sur la conformité du financement par capital-investissement avec les valeurs islamiques, tout en expliquant les pratiques de base de ce métier et des logiques qui sous-tendent son acceptation.

---

## RECOMMANDATIONS

L'une des extensions pouvant être proposées à la fin de ce travail de recherche s'inscrit dans la même analyse factorielle de notre étude, sauf que l'investigation devrait plutôt être menée auprès des promoteurs et décideurs d'entreprises algériens, représentatifs de la demande sur le marché des capitaux, afin de mettre en évidence leur perception vis-à-vis du capital-investissement et identifier les facteurs pertinents, notamment socioculturels, susceptibles soit d'être en faveur du développement de ce secteur vital et de sa contribution au développement économique du pays, soit, au contraire, pourraient compromettre les politiques publiques visant à promouvoir une industrie de capital-investissement comme vecteur de diversification des sources de financement de l'économie nationale.

De plus, avec la croissance des investissements en capital sur les marchés émergents et en développement, il devient très important de mieux comprendre leurs pratiques commerciales et leur impact sur les sociétés en portefeuille, une compréhension qui influencerait sans doute un certain nombre de politiques gouvernementales. S'il s'avère que le capital-investissement a un impact positif sur l'économie, alors davantage d'intervenants plaideraient pour des politiques publiques favorables pour soutenir et attirer les activités de capital-investissement, comme c'est le cas dans beaucoup de pays pour attirer les investissements directs étrangers (IDE). Si, au contraire, ces organismes avec leurs activités participatives auraient un effet plutôt négatif sur l'économie en général à travers leur impact sur les sociétés en portefeuille, les décideurs plaideraient plutôt pour une réglementation plus stricte des intervenants du secteur afin de limiter leurs activités, à l'instar de ce que font de nombreux pays pour limiter l'impact des capitaux spéculatifs (*hot money*).

Un point important à souligner dans ce sens, du point de vue des investisseurs, est que les capitaux que procure le capital-investissement sont très illiquides et liés à des investissements à long terme, contrairement aux capitaux spéculatifs qui se concentrent sur les spéculations et peuvent ainsi être à l'origine de grands problèmes macroéconomiques. En investissant dans des placements pluriannuels illiquides, les capital-investisseurs procurent un signal de confiance dans l'économie globale et ses perspectives. Leurs intérêts sont alignés sur la performance globale et la croissance de l'économie - ils sont capables de réaliser des rendements plus élevés si l'économie croît plus vite et si les sociétés en portefeuille deviennent plus rentables, d'où l'intérêt du gouvernement de mettre en place une plateforme intégrée d'attraction pour ce type de capital.

## Bibliographie

### I. OUVRAGES

- 
- Abdul-Rahman, Y. The Art of Islamic Banking and Finance: Tools and Techniques for Community-Based Banking, John Wiley & Sons, NJ, USA, 2010.
  - Arundale, K. Raising venture capital finance in Europe: A practical guide for business owners, entrepreneurs and investors, Kogan Page Publishers, London, UK, 2007.
  - Barr, M. S., Kumar, A., & Litan, R. E., Building Inclusive Financial Systems: A Framework for Financial Access, Brookings Institution Press, 2007.
  - Bartzokas, A., & Mani, S., Financial systems, corporate investment in innovation, and venture capital. Edward Elgar Publishing, UK, 2004.
  - Bierman Jr, H. Private Equity: Transforming Public Stock to Create Value, John Wiley & Sons, NJ, YSA, 2003.
  - Bloomfield, S. Venture capital funding: a practical guide to raising finance, Kogan Page Publishers, London, UK, 2005.
  - Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. Essentials of Investments, McGraw-Hill, NY, USA, 7<sup>th</sup> Ed, 2007.
  - Canto, V. Understanding asset allocation: an intuitive approach to maximizing your portfolio, FT Prentice Hall, NJ, USA, 2006.
  - Caselli, S., & Gatti, S. Venture capital: A euro-system approach, Springer, Berlin, Germany, 2004.
  - Caselli, S. Private equity and venture capital in Europe, markets, techniques and deals, Academic Press, Oxford, UK, 2010.
  - Casson, M., & Godley, A. Cultural factors in economic growth, Springer, Berlin, Germany, 2000.
  - Cendrowski, H., Petro, L. W., Martin, J. P., & Wadecki, A. A. Private equity: History, governance, and operations, John Wiley & Sons, NJ, USA, 2008.
  - Cherif, M. Ingénierie financière & private equity, Revue Banque, Paris, France, 2003.
  - Cherif, M. Le capital-risque, Revue Banque, Paris, France, 2<sup>ème</sup> Ed, 2008.
  - Çizakça, M. A comparative evolution of business partnerships: the Islamic world and Europe, with specific reference to the Ottoman Archives, Brill, Vol 8, 1996.
  - Coyle, B. Capital structuring, Taylor & Francis e-Library, 2006.
  - Cumming, D. The Oxford handbook of private equity, Oxford University Press, NY, USA, 2012.
  - Cumming, D. J., & Johan, S. A. Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective, Elsevier Academic Press, MA, USA, 2009.
  - Cumming, D. J., & Johan, S. A. Venture capital and private equity contracting: An international perspective, 2<sup>nd</sup> Ed, Elsevier Academic Press, MA, USA, 2014.
  - Cumming, D. J., Venture Capital: Investment Strategies, Structures, and Policies, John Wiley & Sons, NJ, USA, 2010.
  - Demaria, C. Introduction to private equity: venture, growth, LBO and turn-around capital, John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 2<sup>nd</sup> Ed, 2013.
  - Dresner, S. Crowdfunding: a guide to raising capital on the Internet, John Wiley & Sons, NJ, USA, 2014.
  - Durrani, M., & Boocock, G. Venture capital, Islamic finance and SMEs: valuation, structuring and monitoring practices in India, Palgrave Macmillan, USA, 2006.
  - Eckermann, M. Venture Capitalists' Exit Strategies Under Information Asymmetry, Springer Science & Media, Germany, 2006.
  - Fraser-Sampson, G. Private Equity as an asset class, John Wiley & Sons, West Sussex,
-

- UK, 2007.
- Gilligan, J., & Wright, M. Private Equity Demystified: An Explanatory Guide, ICAEW Corporate Finance Faculty, UK, 2<sup>nd</sup> Ed, 2010.
  - Gilligan, J., & Wright, M. Private Equity Demystified: An Explanatory Guide, ICAEW Corporate Finance Faculty, UK, 3<sup>rd</sup> Ed, 2014.
  - Gladstone, D., & Gladstone, L. Venture capital investing: The complete handbook for investing in private businesses for outstanding profits, FT Press, NJ, USA, 2004.
  - Golis, C., Mooney, P., & Richardson, T. F. Enterprise and Venture Capital: A Business Builder's and Investor's Handbook, Allen&Unwin, Australia, 2009.
  - Guéranger, F. Finance islamique: une illustration de la finance éthique, Dunod, Paris, France, 2009.
  - Hassan, K., & Lewis, M., Handbook of Islamic banking, Edward Elgar Publishing, UK, 2007.
  - Hatem, F., Lejeune, C., Delapierre, M., & Michalet, C. A., Investissement international et politiques d'attractivité, Economica, 2004.
  - Howson, P. Due diligence: The critical stage in mergers and acquisitions, Gower Publishing, England, 2003.
  - Iqbal, M., & Llewellyn, D. T. Islamic banking and finance: new perspectives on profit sharing and risk, Edward Elgar Publishing, UK, 2002.
  - Isenberg, D.J. The entrepreneurship ecosystem strategy as a new paradigm for economy policy: principles for cultivating entrepreneurship, Babson Entrepreneurship Ecosystem Project, Babson College, MA, USA, 2011.
  - Isenberg, D.J. Worthless, Impossible and Stupid: How Contrarian Entrepreneurs Create and Capture Extraordinary Value, Harvard Business Review Press, MA, USA, 2013.
  - Jonker, J., & Pennink, B. The essence of research methodology: A concise guide for master and PhD students in management science, Springer, Germany, 2010.
  - Lachmann, J. Capital-risque et Capital-investissement, Economica, Paris, France, 1999.
  - Lachmann, J. Stratégie et Financement de l'Innovation, Economica, Paris, France, 2010.
  - Landström, H. Handbook of research on venture capital, Edward Elgar Publishing, UK, 2007.
  - Linstone, H. A., & Turoff, M. The Delphi method: Techniques and applications, Addison-Wesley Publishing, MA, USA, 2002.
  - Lumpkin, G. T., & Dess, G. G., "Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance", Academy of management Review, 21(1), 135-172, 1996
  - Matouk, J. Les systèmes financiers français et étrangers, Dunod, France, Tome 1: Les banques, 1999.
  - Morris, M. H., Entrepreneurial intensity: Sustainable advantages for individuals, organizations, and societies, Greenwood Publishing Group, 1998
  - Myers, S. C., Brealey, R. A., & Marcus, A. J. Fundamentals of corporate finance, McGraw-Hill/Irwin, NY, USA, 7<sup>th</sup> Ed, 2012.
  - Morgan, J. Private equity finance: Rise and repercussions, Palgrave Macmillan, 2009.
  - Müller, K. Investing in Private Equity Partnerships: the role of monitoring and reporting, Gabler Edition, Germany, 2008.
  - Neave, E. H., Financial systems: principles and organization, Taylor & Francis e-Library, 2002.
  - Neave, E. H., Modern financial systems: theory and applications, John Wiley & Sons, NJ, USA, 2009.
  - Nijs, L. Mezzanine Financing: Tools, Applications and Total Performance, John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 2013.
  - Nour, D. The Entrepreneur's Guide to Raising Capital, Greenwood Publishing Group,
-

- USA, 2<sup>nd</sup> Ed, 2009.
- Pearce, R., & Barnes, S. Raising venture capital, John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 2006.
  - Pike, R., & Neale, B., Corporate finance and investment: decisions & strategies. Pearson Education, UK, 5<sup>th</sup> Ed., 2006.
  - Poitral, F. D. Le capital-investissement: guide juridique et fiscal, Revue Banque, Paris, France, 4<sup>ème</sup> Ed, 2010.
  - Povaly, S. Private Equity Exits, Divestment Process Management for Leveraged Buy-Outs, Springer, Berlin, Germany, 2007.
  - Ramsinghani, M. The Business of Venture Capital: Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies, John Wiley & Sons, NJ, USA, 2014.
  - Reeves, R. Reality in advertising, Alfred A. Knopf, NY, USA, 1970.
  - Shapiro, A. C. Multinational financial management, John Wiley & Sons, NJ, USA, 10<sup>th</sup> Ed, 2014.
  - Sherman, A. J. Raising capital: get the money you need to grow your business, AMACOM, NY, USA, 2<sup>nd</sup> Ed, 2012.
  - Spedding, L. S. The due diligence handbook: corporate governance, risk management and business planning, Elsevier, UK, 1<sup>st</sup> Ed, 2009.
  - Stéphany, É. La relation capital-risque/PME: fondements et pratiques, De-Boeck, Bruxelles, Belgique, 2003.
  - Strauss, S. D. The small business bible: everything you need to know to succeed in your small business, John Wiley & Sons, NJ, USA, 2<sup>nd</sup> Ed, 2008.
  - Vance, D. E. Raising capital, Springer, NY, USA, 2005.
  - Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., & Salvi, A. Corporate finance: theory and practice, John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 4<sup>th</sup> Ed, 2014.
  - Wilmerding, A., Term Sheets and Valuations: An Inside Look at the Intricacies of Term Sheets & Valuations, Aspatore Books, USA, 3<sup>rd</sup> Ed, 2003.
  - Yates, G., & Hinchliffe, M. A practical guide to private equity transactions, Cambridge University Press, NY, USA, 2010.

## II. ARTICLES ET REVUES

- Acharya, V. V., Gottschalg, O. F., Hahn, M., & Kehoe, C., "Corporate governance and value creation: Evidence from private equity". The Review of Financial Studies, 26(2), 368-402, 2012.
  - Akerloff, G. "The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism", Quarterly Journal of Economics, 84(3), 488-500, 1970.
  - Adair, P., & Bellache, Y. "Emploi et secteur informel en Algérie: déterminants, segmentation et mobilité de la main-d'œuvre", Région et développement, 35, 121-149, 2012.
  - Aizenman, J., & Kendall, J. "The internationalization of venture capital and private equity", NBER, No. w14344, 2008.
  - Amornsiripanitch, N., Gompers, P. A., & Xuan, Y., "More than money: Venture capitalists on boards", Social Science Research Network-id2586592, 2016.
  - Åstebro, T., Fernández Sierra, M., Lovo, S., & Vulkan, N., "Herding in Equity Crowdfunding". Social Science Research Network-id 3084140, 2017.
  - Baker, M., & Wurgler, J. "Market timing and capital structure", The journal of finance, 57(1), 1-32, 2002.
  - Balboa, M., & Martí, J. "The determinants of private equity fundraising in western Europe", Social Science Research Network-id269789, 2001.
-

- Berger. A & Udell. G. "The economics of Small Business Finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle", Journal of Banking and Finance, V 22, 1998.
  - Berger. A & Udell. G. "A More Complete Conceptual Framework for Financing of Small and Medium Enterprises", World Bank Policy Research Working Paper 3795, 2005.
  - Berglöf, E. "A control theory of venture capital finance", Journal of Law, Economics, & Organization, 247-267, 1994.
  - Berkowitz, D., Pistor, K., & Richard, J. F. "Economic development, legality, and the transplant effect", European Economic Review, 47(1), 165-195, 2003.
  - Bernstein, S., Lerner, J., & Mezzanotti, F., "Private Equity and Financial Fragility during the Crisis", National Bureau of Economic Research, n° w23626, 2017.
  - Black, B. S., & Gilson, R. J. "Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets", Journal of financial economics, 47(3), 243-277, 1998.
  - Black, B. S., & Gilson, R. J., "Does venture capital require an active stock market?". Journal of Applied Corporate Finance, 11(4), 36-48, 1999.
  - Boocock, G., & Woods, M. "The evaluation criteria used by venture capitalist: Evidence from UK venture fund", International Small Business Journal, 16, 36-57, 1997.
  - Bottazzi, L., & Da Rin, M. "Venture capital in Europe and the financing of innovative companies", Economic policy, 17(34), 229-270, 2002.
  - Broye, G., & Desbrières, P. "Critères d'évaluation des investisseurs en capital: le cas français", Finance Contrôle Stratégie, 3(3), 5-43, 2000.
  - Bygrave, W., et Hunt, S. "For Love Or Money ? A Study of Financial Returns on Informal Investments in Businesses Owned by Relatives, Friends and Strangers", Babson College Entrepreneurship research paper no.2008, Wellesley Mass, 2008.
  - Buitter, W. H., & Rahbari, E., "Why Economists (and Economies) Should Love Islamic Finance", Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics, 28(1), 139-162, 2015.
  - Cain, M., Davidoff, S., & McKeon, S. "Placement agents and private equity: Information production or influence peddling", Ohio State University Working Paper, 2014.
  - Cain, M., Davidoff, S., & McKeon, S. "Intermediation in Private Equity: The Role of Placement Agents", Social Science Research Network-id 2586273, 2015.
  - Callegati, E., Grandi, S., & Napier, G. "Business Incubation and Venture Capital—An International Survey on Synergies and Challenges", Joint IPI/IKED Working Paper, 2005.
  - Chapra, M. U., & Khan, T. "Regulation and supervision of Islamic banks", Jeddah: Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, 2000.
  - Chapra, M. U., & Ahmed, H. "Corporate governance in Islamic financial institutions", Islamic Development Bank Occasional Paper, 2002.
  - Charmes, J. "Secteur informel et emploi informel au Maghreb: un état des lieux et des connaissances par rapport à d'autres expériences dans le monde", CREAD, 2004.
  - Chatti, M. A. "Analyse Comparative entre la Finance Islamique et le Capital-Risque", Etudes en Economie Islamique, 4, pp 65-95, 2010.
  - Chatti, M. A., & Yousfi, O. "Islamic Private Equity. Opportunities in Islamic Finance Unconventional answers to the credit crisis", HAL, Id: hal-00813902, 2013.
  - Schwienbacher, A., & Larralde, B., "Crowdfunding of small entrepreneurial ventures", Social Science Research Network-Id1699183, 2010.
  - Cochrane, J. H. "The risk and return of venture capital", Journal of financial economics, 75(1), 3-52, 2005.
-

- Cortina Lorente, J. J., Ismail, S., & Schmukler, S. L., "Firm financing and growth in the Arab region", World Bank Policy Research Working Paper No. 7756, 2016
  - Cordova, D. "Creating the environment for entrepreneurial success", Center for International Private Enterprise, 2013.
  - Cumming, D. "Capital structure in venture finance", Journal of Corporate Finance, 11(3), 550-585, 2005.
  - Cumming, D. "Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital", Entrepreneurship Theory and Practice, Vol.30, 155-184, 2006.
  - Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. "Legality and venture capital exits", Journal of Corporate Finance, 12(2), 214-245, 2006.
  - Cumming, D., & Johan, S., "The problems with and promise of entrepreneurial finance". Strategic Entrepreneurship Journal, 11(3), 357-370, 2017.
  - Cumming, D., & Johan, S. "Regulatory harmonization and the development of private equity markets", Journal of Banking & Finance, 31(10), 3218-3250, 2007.
  - Czaronis, M., Kritzman, M., & Turkington, D., "Private Equity Valuations and Public Equity Performance", Social Science Research Network-id3044890, 2017.
  - Davis, S. J., Haltiwanger, J. C., Jarmin, R. S., Lerner, J., & Miranda, J. "Private equity and employment", National Bureau of Economic Research, n° w17399, 2011.
  - DeGennaro, R. P., & Dobson, E. L., "The Future of Angel Finance". In The World Scientific Reference On Entrepreneurship, pp. 91-107. 2017
  - DeMeza, D., & Webb, D. C. "Too much investment: a problem of asymmetric information", The quarterly journal of economics, 281-292, 1987.
  - Desbrières, P. "La relation capital-investissement dans les firmes industrielles et commerciales", G. Charreaux (éd.), Images de l'investissement, Vuibert-Fnege, pp361-392, 2001a.
  - Desbrières, P. "Le capital-investissement", Banque & Marchés, (51), 40-45, 2001b.
  - Dossani, R., & Kenney, M. "Creating an environment for venture capital in India", World Development, 30(2), 227-253, 2002.
  - Eid, F. "Private equity finance as a growth engine: What it means for emerging markets", Business Economics, 41(3), 7-22, 2006.
  - Elango, B., Fried, V. H., Hisrich, R. D., & Polonchek, A. "How venture capital firms differ", Journal of Business Venturing, 10(2), 157-179, 1995.
  - Espenlaub, S., Khurshed, A., & Mohamed, A. "The exit behavior of venture capital firms", mimeo, Manchester Business School, 2009.
  - Félix, E. G. S., Pires, C. P., & Gulamhussen, M. A. "The exit decision in the European venture capital market", Quantitative Finance, 14(6), 1115-1130, 2014.
  - Frank, M. Z., & Goyal, V. K., "Trade-off and pecking order theories of debt". Social Science Research Network-id 670543, 2007.
  - Fried, V. H., & Hisrich, R. D. "Toward a model of venture capital investment decision making", Financial management, 28-37, 1994.
  - Giot, P., & Schwienbacher, A. "IPOs, trade sales and liquidations: Modeling venture capital exits using survival analysis", Journal of Banking & Finance, 31(3), 679-702, 2007.
  - Glachant, J., Lorenzi, J. H., & Trainar, P. "Private equity et capitalisme français", Documentation française, 2008.
  - Gompers, P. A. "The rise and fall of venture capital", Business and Economic History, 1-26, 1994.
  - Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A., "How Do Venture Capitalists Make Decisions?", National Bureau of Economic Research, n°w22587, 2016.
  - Gompers, P. A., & Lerner, J. "What drives venture capital fundraising?", National
-

- Bureau of Economic Research, n°w6906, 1999.
- Gompers, P., & Lerner, J. “The venture capital revolution”, The Journal of Economic Perspectives, 15(2), 145-168, 2001.
  - Gompers, P., Kovner, A., & Lerner, J. “Specialization and success: Evidence from venture capital”, Journal of Economics & Management Strategy, 18(3), 817-844, 2009.
  - Graham, J. R. “How big are the tax benefits of debt?”, The Journal of Finance, 55(5), 1901-1941, 2000.
  - Groh, A., Liechtenstein, H., & Lieser, K., “The European venture capital and private equity country attractiveness indices”. Journal of Corporate Finance, 16(2), 205-224, 2010.
  - Groh, A., Liechtenstein, H., & Lieser, K., “The global venture capital and private equity country attractiveness index”, University of Navarra’s Instituto de Estudios Superiores de la Empresa working Paper, 2011.
  - Groh, A., Liechtenstein, H., “Assessing Country Attractiveness in the Venture Capital and Private Equity Landscape in Emerging Markets”, Social Science Research Network-id2021987, 2012.
  - Hall, J., & Hofer, C. W. “Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation”, Journal of business venturing, 8(1), 25-42, 1993.
  - Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N., “How do private equity investments perform compared to public equity?”. Social Science Research Network-id2597259, 2015.
  - Hart, O. “Financial contracting”, National Bureau of Economic Research, n°w8285, 2001.
  - Hartmann-Wendels, T., Keienburg, G., & Sievers, S. “Agency Risk and Firm Valuation: An Empirical Analysis of Venture Capitalists' Private Expectations”, In AFFI/EUROFIDAI, Paris December 2009 Finance International Meeting AFFI-EUROFIDAI Paper, 2008.
  - Hasan, R., Mikail, S. I. A., & Arifin, M. “Historical development of Islamic venture capital: an appraisal”, Journal of Applied Sciences Research, 7(SI), 2377-2384, 2011.
  - Hellmann, T. “The allocation of control rights in venture capital contracts”, The Rand Journal of Economics, 57-76, 1998.
  - Hellmann, T., & Puri, M., “Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence”, The journal of finance, 57(1), 169-197, 2002.
  - Hellmann, T., & Stiglitz, J. “Credit and equity rationing in markets with adverse selection”, European Economic Review, 44(2), 281-304, 2000.
  - Hibara, N. “Grandstanding and venture capital firms in newly established IPO markets”, The Journal of Entrepreneurial Finance, 9(3), 77-93, 2004.
  - Hsu, D. H., & Kenney, M. “Organizing venture capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946–1973”, Industrial and Corporate Change, 14(4), 579-616, 2005.
  - Isenberg, D. J. “The Big Idea : How to Start an Entrepreneurial Revolution”, Harvard Business Review, 88(6), 2010.
  - James, B. G. “The theory of the corporate life cycle”, Long Range Planning, 6(2), 68-74, 1973.
  - Jensen, M. C., & Meckling, W. H. “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, Journal of financial economics, 3(4), 305-360, 1976.
  - Jensen, M. C. “Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, American Economic Review, 76(2), 1986.
  - Jensen, M. C. “Eclipse of the Public Corporation”, Harvard Business Review, 1999.
  - Jouaber-Snoussi, K., & Mehri, M. “Agency Problems in Venture Capital Contracts:
-

- Islamic Profit Sharing Ratio as a Screening Device”, Social Science Research Network-id146149, 2012.
- Kammer, A. et al, *Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options*, IMF Staff discussion note, 2015.
  - Kaplan, S. N., & Strömberg, P.E., “Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts”, The Review of Economic Studies, 70(2), 281-315, 2003.
  - Kaplan, S. N. and Strömberg, P. E., “Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses”, The Journal of Finance, 59(5), 2177-2210, 2004.
  - Kaplan, S. N., Klebanov, M. M., & Sorensen, M., “Which CEO characteristics and abilities matter?”. The Journal of Finance, 67(3), 973-1007, 2012.
  - Khanin, D., Baum, J. R., & Mahto, R. V. “Venture Capitalists’ investment Criteria: 40 Years of Research”, Small Business Institute Research, 2008.
  - Kim, S. E. S., “Typology of Public-Private Equity”, Social Science Research Network-id 2896438, 2017.
  - Koellinger, P., Minniti, M., & Schade, C. “I think I can, I think I can: Overconfidence and entrepreneurial behavior”, Journal of economic psychology, 28(4), 502-527, 2007.
  - Kollmann, T., & Kuckertz, A. “Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria”, Journal of Business Research, 63(7), 741-747, 2010.
  - Korteweg, A., & Sorensen, M. “Risk and return characteristics of venture capital-backed entrepreneurial companies”, The Review of Financial Studies, 23(10), 3738-3772, 2010.
  - Krishnan, C. N. V., Ivanov, V. I., Masulis, R. W., & Singh, A. K., ”Venture capital reputation, post-IPO performance, and corporate governance”. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 46(5), 1295-1333, 2011.
  - Lee, S. M., & Peterson, S. J., “Culture, entrepreneurial orientation, and global competitiveness”, Journal of world business, 35(4), 401-416, 2001.
  - Lahr, H., & Trombley, T. E., “Early Indicators of Fundraising Success by Venture Capital Firms”, Social Science Research Network-id3020256, 2017.
  - Lambsdorff, J. G. “Corruption and rent-seeking”, Public choice, 113(1), 97-125, 2002.
  - LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. “Legal determinants of external finance”, The journal of finance, 52(3), 1131-1150, 1997.
  - LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. “Law and finance”, Journal of political economy, 106(6), 1113-1155, 1998.
  - LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. “Investor protection and corporate governance”, Journal of financial economics, 58(1), 3-27, 2000.
  - Landström, H. “Research on Institutional Venture Capital, the Past, the Present, the Future”, Institute of Economic Research, Lund University, Sweden, 2008.
  - Lerner, J., “Venture capitalists and the oversight of private firms”. The Journal of Finance, 50(1), 301-318, 1995.
  - Lerner, J. “The government as venture capitalist: The long-run effects of the SBIR program”, National Bureau of Economic Research, n°w5753, 1996.
  - Levine, R. “Financial development and economic growth: views and agenda”, Journal of economic literature, 35(2), 688-726, 1997.
  - Ljungqvist, A., & Richardson, M. “The cash flow, return and risk characteristics of private equity”, National Bureau of Economic Research n°w9454, 2003.
  - Lim, J., Schwert, M. W., & Weisbach, M. S., “The Economics of PIPEs”, National Bureau of Economic Research, n°w23967, 2017
  - Lockett, A., & Wright, M. “The syndication of venture capital investments”, Omega, 29(5), 375-390, 2001.
-

- MacMillan, I. C., Siegel, R., & Narasimha, P. S. "Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals", Journal of Business venturing, 1(1), 119-128, 1986.
  - Mainprize, B., Hindle, K., & Mitchell, R. "Toward the standardization of venture capital investment evaluation: decision criteria for rating investee business plans", In Proceedings of the 22nd Frontiers of Entrepreneurship Research conference (pp. 1-16), Babson College, 2002.
  - Mäkiahio, J., & Torstila, S., "Prolonged Private Equity Holding Periods: Six Years is the New Normal", Social Science Research Network-id2872585, 2016.
  - Manigart, S., De Waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P., Sapienza, H. J., & Beekman, A. "Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study", Journal of Business Venturing, 17(4), 291-312, 2002.
  - Manigart, S., Lockett, A., Meuleman, M., Wright, M., Landström, H., Bruining, H., & Hommel, U. "Venture capitalists' decision to syndicate", Entrepreneurship Theory and Practice, 30(2), 131-153, 2006.
  - Mason, C., & Stark, M. "What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels", International Small Business Journal, 22(3), 227-248, 2004.
  - Mason, C. M. "Informal sources of venture finance", In The life cycle of entrepreneurial ventures, Springer US, pp259-299, 2006.
  - Mason, C., & Brown, R. "Entrepreneurial ecosystems and growth oriented entrepreneurship", Final Report to OECD, Paris, 30(1), 77-102, 2014.
  - McCahery, J., & Renneboog, L. "Venture capital contracting and the valuation of high technology firms", Oxford University Press, 2003.
  - Metrick, A., & Yasuda, A. "The economics of private equity funds", Review of Financial Studies, pp2303-2341, 2010.
  - Metrick, A., & Yasuda, A. "Venture capital and other private equity: a survey", European Financial Management, 17(4), 619-654, 2011.
  - Miller, M. H. "Debt and taxes", The Journal of Finance, 32(2), 261-275, 1977.
  - Modigliani, F., & Miller, M. H. "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", The American economic review, 48(3), 261-297, 1958.
  - Modigliani, F., & Miller, M. H. "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", The American economic review, 53(3), 433-443, 1963.
  - Moez, H., "TUNINVEST-Tuninvest Finance Group", MENA Capital Partners, 2013.
  - Mollick, E. R., "Swept away by the crowd? Crowdfunding, venture capital, and the selection of entrepreneurs", Social Science Research Network-id239204, 2013.
  - Muzyka, D., Birley, S., & Leleux, B. "Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists", Journal of Business Venturing, 11(4), 273-287, 1996.
  - Myers, S. C. "The capital structure puzzle", The journal of finance, 39(3), 574-592, 1984.
  - Myers, S. C., & Majluf, N. S. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", Journal of financial economics, 13(2), 187-221, 1984.
  - Mzid, W. "La Finance islamique: Principes fondamentaux et apports potentiels dans le financement de la croissance et du développement", Emerging New Economic Policy Markers in the Arab Mediterranean, 2012.
  - Narayansamy, C., Hashemoghli, A., & Mohd Rashid, R. "Venture capital pre-investment decision making process: an exploratory study in Malaysia", Global Journal of Business Research, 6(5), 49-63, 2012.
  - Paulré, B. "Le capital-risque aux Etats-Unis d'Amérique : Structure et évolution du système (1959-2001)", HAL Id: halshs-00135483, 2003.
-

- Perembetov, K., Herger, I., Braun, R., & Puche, B., "Value Creation in Private Equity", Social Science Research Network -id2917112, 2014.
- Rigamonti, D., Cefis, E., Meoli, M., & Vismara, S., "The effects of the specialization of private equity firms on their exit strategy". Journal of Business Finance & Accounting, 43(9-10), 1420-1443, 2016.
- Rikato, M., & Berk, A. S. "Costliness of Placement Agents", Journal of Financial Services Research, Vol. 48, No. 3, 2015.
- Ross, S. A. "The determination of financial structure: the incentive-signaling approach", The bell journal of economics, 23-40, 1977.
- Routley, L. "Developmental states: a review of the literature", ESID Working Paper No. 03, 2012.
- Routley, L. "Developmental states in Africa? A review of ongoing debates and buzzwords", Development Policy Review, 32(2), 159-177, 2014.
- Sadoudi, M. "L'investissement privé en Algérie : des frustrations passées aux entraves présentes", Les cahiers du mecas, 2(1), 80-90, 2006.
- Sahlman, W., "The structure and governance of venture-capital organizations", Journal of financial economics, 27(2), 473-521, 1990.
- Sahlman, W., "Risk and reward in venture capital", Harvard Business School Entrepreneurial Management, Case no. 811-036, 2012.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. "Corruption", The quarterly journal of economics, 108(3), 599-617, 1993.
- Silva, J. "Venture capitalist decision-making in small equity markets: A case study using participant observation", Venture Capital, 6(2/3), 125-14, 2004.
- Šimic, M. "Investment Criteria Set by Venture Capitalists", Review of Contemporary Business, Entrepreneurship and Economic Issues, 28(2), 457-479, 2015.
- Sørensen, M., "How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital", The Journal of Finance, 62(6), 2725-2762, 2007.
- Spence, M. "Job market signaling", The quarterly journal of Economics, 355-374, 1973.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. "Credit rationing in markets with imperfect information", The American economic review, 71(3), 393-410, 1981.
- Sullivan, D. J., & Shkolnikov, A., "Entrepreneurship", Center for International Private Enterprise, The prosperity papers n°1, 2004.
- Taibi, A. "Les limites du principe de la liberté d'investir en droit algérien", Revue internationale de droit comparé, 65(3), 763-787, 2013.
- Talahite, F. "Economie administrée, corruption et engrenage de la violence en Algérie", Revue Tiers Monde, 49-74, 2000.
- Talmor, E., "Private Equity: Rethinking the Neoclassical Axioms of Capital Markets", Social Science Research Network-id2887602, 2016.
- Tian, X., Udell, G. F., & Yu, X. "Disciplining delegated monitors: evidence from venture capital", Social Science Research Network-id1782238, 2015.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. "A model of venture capitalist investment activity", Management Science, 30, 1051-1066, 1984.
- Wetzel, W. E. "Angels and informal risk capital", Sloan Management Review, 24(4), 23-34, 1983.
- Wright, M., "Le capital-investissement", Revue française de gestion, vol.5, n° 141, 2002.
- Yoo, K, "A Comparative Study of Cultural Dimension as an Influencing Factor to Entrepreneurial Orientation", International Journal of Business and Social Science, Vol. 6, No. 2, 2015.
- يوسفى محمد، مضمون أحكام الأمر رقم 03-01 المتعلق بتطوير الاستثمار المؤرخ في 20 أوت 2001 ومدى

قدرته على تشجيع الاستثمارات الوطنية والأجنبية، مجلة إدارة، عدد 23، 2002.

### III. THESES ET MEMOIRES

- Abou-Zeid, A. La gestion des fonds de fonds islamiques de capital investissement pour le développement des pays arabes, Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, 2009.
- Bellache, Y. L'économie informelle en Algérie, une approche par enquête auprès des ménages: le cas de Bejaia, Thèse de doctorat, Université Paris-Est, 2010.
- Cerveaux, L. K. Analyse de la pertinence du modèle de financement du capital investissement, Thèse de doctorat, Université de la Réunion, 2014.
- Kleinschmidt, M. Venture Capital, Corporate Governance, and Firm Value, Doctoral Dissertation, University of Hamburg, Germany, 2006.
- Maula, M.V.J. Corporate Venture Capital and the Value-added for Technology-based new Firms, Doctoral Dissertation, Institute of Strategy and International Business, Helsinki University of Technology, Espoo, Finland, 2001.
- Ouguenoune, H. La politique de promotion et d'attraction de l'investissement en Algérie, Thèse de doctorat, Université Paris 3, 2015.
- Plagge, A. Public Policy for Venture Capital: A Comparison of the United States and Germany, Doctoral dissertation, Deutscher University, Germany, 2006.
- Roosvall, M., & Larsson, J. Overruling uncertainty-A study of venture capital decision making, Master Thesis, Göteborg University, 2001.
- Surineni, S. Venture capital and private equity in India: systems analysis and development framework, Master Thesis, MIT, 2012.
- TO HUY Vu. Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français, Thèse de doctorat, Université Nancy 2, 2011.
- Wells, W. A. Venture capitalist decision making, Doctoral Thesis, Carnegie-Mellon University, Pittsburgh, 1974.
- Zuiten, A. L'investissement en droit algérien, Thèse de doctorat en sciences, Université des Frères Mentouri, Constantine, 2014.
- لعزیز معیفي، الوسائل القانونية لتفعيل الاستثمارات في الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2015.

### IV. RAPPORTS ET DOCUMENTS ADMINISTRATIFS

- AAOFI : Sharia Standards for Islamic Financial Institutions, 2010.
- BVCA, The Rize of venture debt in Europe, 2010.
- CNES, Projet de rapport : pour un développement de la PME en Algérie, 2002.
- COSOB, Rapports annuel, 2001-2016.
- European Venture Capital Association (EVCA), *Yearbook* 2009.
- OECD, High-growth enterprises: What governments can do to make a difference, OECD studies on SMEs and entrepreneurship, 2010.
- OECD, An international benchmarking analysis of public programs for high-growth firms, 2013.
- OECD, Venture Capital Development in Mena Countries–Taking Advantage of the Current Opportunity, Mena Investment Policy Brief, Issue 1, 2006.
- ONS: Collections Statistiques N° 170/2012.
- Ministère de l'industrie et des mines, Bulletin d'information statistique, n°29, 2016.
- Ministère de l'industrie et des mines, *Bulletin de veille* n°29, 2016,.
- Ministère de l'industrie et des mines, Bulletin de Veille, n°5, 2012.
- National Venture Capital Association (NVCA) *Yearbook*, 2014.

- PreQuin, rapport publié en 2016.
- Standard & Poor's, Islamic Finance Outlook, 2010.
- 2nd Islamic Venture Capital & Private Equity Conference, 2009.
- Thomson Reuters, Islamic Finance Development Report, 2013
- UNCTAD : Private equity activity, growth and performance in Morocco, 2011.
- World Bank Group, *Doing Business, annual report, 2004-2016*
- World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report, 2009-2016.*
- *Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, annual reports, 2011,2013,2015,2016.*

## V. LOIS ET REGLEMENTS

---

- Constitution nationale, dans son article 43.
  - Loi n° 63-277 du 26 juillet 1963 portant code des investissements.
  - Loi n° 66-284 du 15 septembre 1966 portant code des investissements.
  - Loi n° 82-11 du 21 août 1982 relative à l'investissement économique privé national, modifiée et complétée.
  - La loi n° 83-03 du 5 février 1983 relative à la protection de l'environnement
  - Loi n° 83-13 du 19 août 1986 modifiant et complétant la loi n° 82-11 du 28 août 1982 relative à la constitution et au fonctionnement des sociétés d'économie mixte.
  - Loi n° 88-25 du 12 juillet 1988 relative à l'orientation des investissements économiques privés nationaux.
  - Loi n° 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit.
  - Loi n° 04-21 du 29 décembre 2004 portant loi de finances de 2005.
  - Loi N° 06-11 du 24/06/2006 relative à la Société de Capital-investissement.
  - Loi n° 08-21 du 30 décembre 2008 portant loi de finances pour 2009.
  - Loi n° 11-11 du 18 juillet 2011 portant loi de finances complémentaire pour 2011
  - Loi n° 16-09 du 3 août 2016 relative à la promotion de l'investissement.
  - Décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières.
  - Décret législatif n°93-12 du 5 octobre 1993 relatif à la promotion de l'investissement.
  - Décret exécutif n° 94-319 du 17 octobre 1994 portant attributions, organisation et fonctionnement de l'agence de promotion de soutien et de suivi des investissements.
  - Décret exécutif n°96-296 du 8 septembre 1996 portant création et fixant les statuts de l'agence nationale de soutien à l'emploi de jeunes.
  - Décret exécutif n°97-40 du 18 janvier 1997 relatif aux critères de détermination et d'encadrement des activités et professions réglementées soumises à inscription au registre du commerce
  - Décret exécutif n° 02-373 du 11 novembre 2002 portant création et fixant les statuts du fonds de garantie des crédits à la petite et moyenne entreprise.
  - Décret présidentiel n°04-134 du 19 avril 2004 portant statuts de la Caisse de garantie des crédits d'investissement pour les PME.
  - Décret exécutif n° 04-14 du 22/01/2004 portant création et fixant le statut de l'agence nationale de gestion du micro-crédit
  - Décret exécutif n°05-165 du 3 mai 2005 portant création, organisation et fonctionnement de l'agence nationale de développement de la PME.
  - Décret présidentiel n° 06-191 du 31 mai 2006 conférant au ministre de l'emploi et de la solidarité nationale le pouvoir de tutelle sur l'agence nationale de soutien à l'emploi des jeunes.
  - Décret exécutif n° 06-117 du 12 mars 2006 fixant les statuts du Fonds de soutien à l'investissement pour l'emploi.
-

- Décret exécutif n° 06-355 du 9 octobre 2006 relatif aux attributions, à la composition, à l'organisation et au fonctionnement du conseil national de l'investissement.
  - Décret exécutif n° 06-417 du 22 novembre 2006 modifiant et complétant le décret exécutif n° 02-295 du 15 septembre 2002 fixant les modalités de fonctionnement du compte d'affectation spécial n° 302-107 « intitulé fonds d'appui à l'investissement ».
  - Décret exécutif n°08-56 du 11 février 2008 relatif aux conditions d'exercice de l'activité de la société de capital-investissement.
  - Décret exécutif n° 13-320 du 26 septembre 2013 précisant les modalités de recours aux financements nécessaires à la réalisation des investissements étrangers directs ou en partenariat.).
  - Décret exécutif n°16-205 du 25 juillet 2016 relatif aux modalités de constitution, de gestion et d'exercice de l'activité de la société de gestion de fonds d'investissement.
  - Décret exécutif 16-163 du 2 juin 2016 fixant les modalités de fonctionnement du compte d'affectation spéciale n° 302-124 intitulé « Fonds national de mise à niveau des PME, d'appui à l'investissement et de la promotion de la compétitivité industrielle ».
  - Décret exécutif n°17-100 du 5 mars 2017 fixant les listes négatives, les seuils d'éligibilité et les modalités d'application des avantages aux différents types d'investissement.
  - Décret exécutif n°17-102 du 5 mars 2017 fixant les modalités d'enregistrement des investissements ainsi que la forme et les effets de l'attestation s'y rapportant.
  - Décret exécutif n°17-105 du 5 mars 2017 fixant les modalités d'application de ces avantages supplémentaires d'exploitation, particulièrement les conditions à remplir pour ces emplois créés selon la phase du projet d'investissement.
  - Ordonnance n°01-03 du 20 août 2001, modifiée et complétée, et les textes pris pour son application, à savoir le décret exécutif n° 06-355 du 9 octobre 2006 1 qui abroge et remplace le décret exécutif n°01-281 du 24 septembre 2001 relatif à la composition, à l'organisation et au fonctionnement du CNI, et le décret exécutif n°06-356 du 9 octobre 2006, portant attributions, organisation et fonctionnement de l'ANDI qui abroge et remplace le décret exécutif n°01-282 du 24 septembre 2001.
  - Ordonnance n° 01-03 du 20 août 2001 relative au développement de l'investissement, modifiée et complétée par Ordonnance n° 06-08 du 15 juillet 2006 relative au développement de l'investissement.
  - Ordonnance n° 06-08 du 15 juillet 2006 modifiant et complétant l'ordonnance n° 01-03 du 20 août 2001 relative au développement de l'investissement.
  - Ordonnance n° 09-01 du 22 juillet 2009 portant loi de finances complémentaire pour 2009.
  - Ordonnance n° 10-01 du 26 août 2010 portant loi de finances complémentaire pour 2010
  - Arrêté du ministère des finances du 27 mars 2008, fixant les critères de compétence et de professionnalisme des dirigeants de la société de capital investissement.
  - Arrêté du ministère des finances du 27 décembre 2008 fixant les critères de compétence et de professionnalisme des dirigeants de la société de capital-investissement.
  - Arrêté du ministère des finances du 14 mars 2009 définissant les informations à fournir à l'appui du dossier de demande d'autorisation pour l'exercice de l'activité de capital investissement.
  - Arrêté du ministère des finances du 30 mai 2010 portant modèle de l'engagement et définissant les règles pratiques de conservation par les sociétés de capital-investissement des participations et de leur contrôle.
  - Règlement de la COSOB n°15-01 du 15 avril 2015 relatif aux conditions d'agrément,
-

- aux obligations et au contrôle des intermédiaires en opérations de bourse
- Règlement n°16-03 du 1er septembre 2016 relatif aux garanties que doit présenter la société de gestion de fonds d'investissement en matière d'organisation, de moyens techniques et financiers et de compétences professionnelles.
  - Règlement COSOB n°16-04 25 octobre 2016 relatif aux règles fondamentales de déontologies à respecter par la société de gestion de fonds d'investissement.
  - Instruction COSOB n°16-04 du 18 décembre 2016 portant sur les fonctions et les conditions de qualification et d'inscription du responsable de la conformité

## **VI. SITE INTERNET ET QUOTIDIENS EN LIGNE**

---

- [www.ansej.org.dz/index.php/fr/nos-statistiques](http://www.ansej.org.dz/index.php/fr/nos-statistiques)
  - [www.angem.dz/article/chiffres-cles](http://www.angem.dz/article/chiffres-cles)
  - [www.fsie.dz/sim2.php](http://www.fsie.dz/sim2.php)
  - [www.fsie.dz](http://www.fsie.dz)
  - [www.maghrebemergent.com](http://www.maghrebemergent.com)
  - [www.andi.dz](http://www.andi.dz)
  - [www.fgar.dz](http://www.fgar.dz)
  - [www.eldjazair-istithmar.dz](http://www.eldjazair-istithmar.dz)
  - [www.africinvest.com/the-firm/](http://www.africinvest.com/the-firm/)
  - [www.asicom.dz/Ses-Activites.html](http://www.asicom.dz/Ses-Activites.html)
  - [www.mdipi.gov.dz](http://www.mdipi.gov.dz)
  - [www.climatdesaffaires.dz](http://www.climatdesaffaires.dz)
  - [www.dailymotion.com/video/x51rlzc](http://www.dailymotion.com/video/x51rlzc)
  - [www.climatdesaffaires.dz](http://www.climatdesaffaires.dz)
  - [blog.iese.edu/vcpeindex](http://blog.iese.edu/vcpeindex)
  - [www.jeunefrique.com](http://www.jeunefrique.com).
  - [www.lequotidien-oran.com/](http://www.lequotidien-oran.com/).
  - [www.lesoirdalgerie.com](http://www.lesoirdalgerie.com).
-

A  
L'AIMABLE ATTENTION DE  
MR LE DIRECTEUR

**OBJET : PARTICIPATION A UNE ENQUETE DE RECHERCHE**

Dans le cadre de la réalisation d'une thèse de Doctorat en sciences, à l'Ecole Supérieure de Commerce (ESC Kolea), portant sur la « Pertinence du capital-investissement comme modèle de financement des entreprises privées algériennes », j'ai l'honneur de vous solliciter de bien vouloir accepter d'y apporter votre précieuse contribution.

Une partie de la thèse porte sur le modèle d'investissement des professionnels du métier de capital investissement sur le marché algérien, leur appréciation des conditions générales de l'exercice de ce métier et les contraintes éventuelles qui entravent son développement.

Le présent projet de recherche ne peut s'achever avec rigueur et succès sans votre collaboration, je vous prie, Monsieur, Madame, d'accepter d'accorder quelques instants de votre précieux temps à remplir le questionnaire ci-joint. Les informations que vous voudriez bien nous fournir feront l'objet d'un traitement strictement scientifique et seront utilisées exclusivement pour cette recherche. En effet, le questionnaire objet de l'enquête a été élaboré, comme vous allez le constater, pour conserver l'anonymat absolu du répondant.

Tout en vous remerciant d'avance pour votre collaboration, veuillez agréer, Monsieur, Madame, l'expression de mes salutations distinguées.

*PJ : Questionnaire d'enquête à remplir.*

***L'intéressé :***

Samir RAHMOUNI

Tel : 0663 76 71 99

Email : samyr.rahmouni@gmail.com

**INTRODUCTION**

L'objectif de cette recherche est d'évaluer la pertinence du modèle de financement par capital-investissement pour les entreprises algériennes, en se basant d'une part, sur l'analyse de la perception de ce modèle par les entreprises privées algériennes, les facteurs de motivation et de réticence qu'elles estiment déterminants dans le choix d'un tel mécanisme de financement particulier et émergent, et d'autre part sur l'appréciation des professionnels de cette industrie du potentiel de développement de la pratique de capital-investissement sur le marché algérien, et les contraintes éventuelles qui risquent d'entraver sa contribution à la mobilisation de l'épargne vers l'investissement.

Par définition, le capital-investissement est l'approvisionnement, par les Organismes de Capital-Investissement, de capitaux et d'expertise en faveur des entreprises afin de créer de la valeur et, par conséquent, générer des rendements substantiels en capital à la sortie. La période de détention de ces investissements est souvent définie comme moyenne ou longue.

**ORIGINE DES FONDS**

1. Quelle est l'année de lancement de votre activité de capital-investissement ? | ..... |

2. Quelle est la structure de votre organisme de capital-investissement (CI) ?

<u>Société de CI</u> <input type="checkbox"/>	<u>Société de Gestion de fonds de CI</u> <input type="checkbox"/>
<u>Fonds de CI</u> <input type="checkbox"/>	<u>Société financière</u> <input type="checkbox"/>

Autre (Préciser) : .....

3. Quelles sont les sources des fonds destinés aux opérations de capital-investissement (CI) ?

<u>Capitaux propres</u> <input type="checkbox"/>	<u>Fonds publics</u> <input type="checkbox"/>
<u>Compagnies d'assurance</u> <input type="checkbox"/>	<u>Caisses de retraite</u> <input type="checkbox"/>
<u>Banques</u> <input type="checkbox"/>	<u>Sociétés non financières</u> <input type="checkbox"/>
<u>Fonds d'investissement</u> <input type="checkbox"/>	<u>Particuliers</u> <input type="checkbox"/>

Autre (Préciser) : .....

4. Quel est l'apport des investisseurs étrangers dans la constitution des fonds mobilisables ?

Aucun       Faible       Moyen       Elevé

5. Quelle est la composition type de l'équipe de gestion de votre organisme de capital-investissement ?

<u>Compétences locales</u> <input type="checkbox"/>	<u>Partenaires nationaux</u> <input type="checkbox"/>
<u>Partenaires étrangers</u> <input type="checkbox"/>	<u>Banques d'investissement</u> <input type="checkbox"/>

Autre (Préciser) : .....

**SPECIALISATION DES FONDS D'INVESTISSEMENT**

6. Avez-vous une préférence particulière pour certains secteurs d'activité ?

<u>Hydrocarbures</u> <input type="checkbox"/>	<u>Tourisme</u> <input type="checkbox"/>
<u>Industrie</u> <input type="checkbox"/>	<u>Pharmaceutique et chimique</u> <input type="checkbox"/>
<u>BTP (y compris infrastructure)</u> <input type="checkbox"/>	<u>Services financiers</u> <input type="checkbox"/>

Agroalimentaire  Commerce   
 Telecom et technologies  Transport et logistique

Autre (Préciser) : .....

7. Avez-vous une préférence particulière pour les entreprises d'une certaine taille ?

Projets d'entreprise  Moyennes Entreprises   
 Très Petites Entreprises  Grandes Entreprises   
 Petites Entreprises

8. Avez-vous une préférence particulière pour certains stades de développement des entreprises cibles ?

Amorçage  Transmission/reprise   
 Création  Retournement/restructuration   
 Expansion  Privatisation

#### PROCESSUS D'INVESTISSEMENT ET SORTIE

9. Comment identifiez-vous les opportunités d'investissement ?

Demandes de financement recueillies  Entreprises en portefeuille   
 Prospection et promotion active  Partenaires (investisseurs, banques, ...)   
 Autres Fonds de capital-investissement  Experts (financiers, juristes, ...)

Autre (Préciser) : .....

10. Qui est-ce qui mène les travaux d'audit et de vérification (*due diligence*) des propositions retenues ?

Effectifs internes  Partenaires externes  Equipes mixtes

11. Quelle appréciation faites-vous de la pertinence des critères d'investissement ci-dessous par rapport à votre modèle d'investissement ?

Critères d'investissement	Pertinence				
	Aucune	Peu	Moyenne	Assez	Elevée
Crédibilité du <i>business plan</i>					
Présence d'une équipe intégrée					
<i>Personnalité de l'entrepreneur :</i>					
sa perception du capital-risque					
ses capacités de leadership					
son engagement					
<i>Expérience de l'entrepreneur :</i>					
son bilan de carrière					
ses compétences techniques					
ses compétences commerciales					
<i>Produit/service :</i>					
caractère novateur					
brevetabilité					
prototype					
<i>Caractéristiques du marché :</i>					
taille du marché					
croissance du marché					

acceptation par le marché					
concurrence sur le marché					
portefeuille clientèle					
<i>Caractéristiques financières :</i>					
cohérence avec la stratégie d'investissement					
retour sur investissement					
niveau de risque					
<i>Possibilités de sortie :</i>					
nombre de repreneurs potentiels					
possibilité d'une introduction en bourse					
Autre (Préciser) : .....					

12. Quelle est la méthode retenue pour l'évaluation des entreprises cibles ?

Cash-flows actualisés  Entreprises comparables   
 Transactions comparables  Méthodes patrimoniales (comptables)

Autre (Préciser) : .....

13. Quelle est la période type de conservation de vos participations ? | ..... |

14. Quels sont les facteurs pertinents qui déterminent la période de conservation de vos participations ?

Facteurs déterminants de la période de conservation	Pertinence				
	Aucune	Peu	Moyenne	Assez	Elevée
Environnement de sortie (peu développé)					
Nombre d'acquéreurs (limité)					
Processus de création de valeur (lent)					
Conflits d'intérêts (excessifs)					
Syndication de l'investissement (contraignante)					
Avantages fiscaux					
Autre (Préciser) : .....					

15. Quel est le type d'engagement que votre organisme entretient avec les entreprises investies ?

Investisseur passif  Support au management  Investisseur actif

16. Quelle appréciation faites-vous de la pertinence des stratégies de création de valeur ci-dessous par rapport à votre modèle d'investissement ?

Stratégies de création de valeur	Pertinence				
	Aucune	Peu	Moyenne	Assez	Elevée
Nouveaux investissements productifs					
Gouvernance de l'entreprise					
Implication dans la gestion de l'entreprise					
Restructuration de l'équipe dirigeante					
Remplacement du dirigeant					
Renforcement du management					
Renforcement de l'expertise opérationnelle					
Restructuration financière					

Consolidation et fusion (regroupement d'entreprises fragmentées)					
Ouverture aux marchés internationaux					
Autre (Préciser) : .....					

17. Quelle est la contribution du pacte d'actionnaires dans la gouvernance de votre relation d'investissement ?

Aucune       Peu       Assez       Elevée

18. Quels sont les mécanismes appliqués par votre organisme pour la gouvernance des entreprises investies ?

<u>Sièges au conseil d'administration</u>	<input type="checkbox"/>	<u>Syndication de l'investissement</u>	<input type="checkbox"/>
<u>Nomination de directeurs externes</u>	<input type="checkbox"/>	<u>Financement séquentiel (<i>staged</i>)</u>	<input type="checkbox"/>
<u>Désignation d'auditeurs indépendants</u>	<input type="checkbox"/>	<u>Actions de préférence (convertibles)</u>	<input type="checkbox"/>
<u>Plans d'intéressement (<i>stock options</i> ...)</u>	<input type="checkbox"/>	<u>Endettement</u>	<input type="checkbox"/>

Autre (Préciser) : .....

19. Quelle est la contribution des sources suivantes dans la constitution du rendement de votre activité de capital-investissement ?

Composition du rendement de l'investissement en capital	Contribution				
	Aucune	Peu	Moyenne	Assez	Elevée
Plus-value de cession à la sortie					
Dividendes					
Intérêts sur prêts accordés aux sociétés investies					
Frais de gestion des fonds d'investissement					
Prestations de conseil/support aux sociétés investies					
Autre (Préciser) : .....					

20. Selon vous, quel est le taux de rendement minimum pour compenser l'investissement en capital sur le marché algérien ? | .....% |

21. Quelles sont les voies de sortie les plus compatibles avec votre modèle d'investissement ?

<u>Cession aux dirigeants</u>	<input type="checkbox"/>	<u>Cession à un autre capital-investisseur</u>	<input type="checkbox"/>
<u>Cession au propriétaire</u>	<input type="checkbox"/>	<u>Introduction en bourse</u>	<input type="checkbox"/>
<u>Cession à un industriel</u>	<input type="checkbox"/>	<u>Vente d'actifs</u>	<input type="checkbox"/>

Autre (Préciser) : .....

#### FACTEURS DETERMINANTS DE LA DYNAMIQUE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN ALGERIE

22. Quelle appréciation faites-vous des conditions de constitutions des sociétés de CI en Algérie ?

Très défavorable       Plutôt défavorable       Neutre       Plutôt favorable       Très favorable

23. Quelle appréciation faites-vous du régime fiscal applicable à l'activité de capital-investissement en Algérie ?

Très défavorable       Plutôt défavorable       Neutre       Plutôt favorable       Très favorable

24. Plusieurs facteurs de réticence induisent une entreprise en quête de financements à ne pas envisager le marché du Capital-Investissement (CI) ; quelle appréciation faites-vous de la pertinence des facteurs ci-dessous relativement aux entreprises algériennes en général?

Facteurs de réticence du point de vue des entreprises	Pertinence				
	Aucune	Peu	Moyenne	Assez	Elevée
Arrivée d'un associé externe au cercle restreint actuel					
Perte du caractère familial de l'entreprise					
Perte relative de la liberté décisionnelle					
Caractère intrusif ( <i>hands-on</i> ) du CI dans les affaires de l'entreprise					
Obligation de partager la propriété de l'entreprise avec autrui					
Ampleur du changement structurel pour l'équipe en place					
Risque de rater le défi des objectifs convenus avec le capital-investisseur					
Possibilité de sous-évaluation de l'entreprise à l'entrée du CI					
Possibilité d'être rejetée par les sociétés de CI					
Absence du potentiel de croissance requis par les sociétés de CI					
Nouveauté de la pratique de CI sur le marché algérien					
Professionnalisation et expertise modestes des sociétés de capital-investissement nationales					
Manque d'un cadre juridique évolué dédié à la pratique de CI					
Faiblesse des institutions d'arbitrage des conflits					
Autre (Préciser) : .....					

25. Quelle appréciation faites-vous des facteurs ci-dessous susceptibles d'entraver le développement de l'industrie de capital-investissement en Algérie ?

Facteurs de réticence du point de vue des capital-investisseurs	Pertinence				
	Aucune	Peu	Moyenne	Assez	Elevée
Prédominance du caractère informel de l'activité économique					
Manque de transparence et les conflits qui en découlent					
Perception négative des entrepreneurs vis-à-vis du capital-investissement					
Caractère familial des entreprises algériennes					
Insuffisance des opportunités d'investissement prometteuses					
Qualité des normes comptables et exigences de <i>reporting</i>					
Règle de minorité (49% maximum)					
Droit de préemption étatique (pour les opérateurs étrangers)					
Absence d'un régime fiscal approprié (double imposition)					
Avantages fiscaux conditionnels (5 ans de conservation)					
Interdiction de l'endettement (absence du levier financier)					
Absence d'un système de garantie opérationnel					
Absence d'un code de déontologie de la profession de CI					
Absence de concertation entre les professionnels (association, forum, ...)					
Manque de l'esprit d'entrepreneuriat sur le marché algérien					
Climat d'investissement défavorable					
Faiblesse du système juridique et des institutions judiciaires					
Autre (Préciser) : .....					

26. Selon vous, quelle serait la contribution du marché boursier des PME en Algérie à faciliter les sorties et dynamiser l'industrie de capital-investissement ?

Aucune       Peu       Moyenne       Assez       Elevée

27. Selon vous, quelle pertinence pourrait avoir la promotion explicite de la compatibilité du capital-investissement avec la finance islamique comme facteur de motivation des investisseurs et des entreprises ?

Aucune       Peu       Moyenne       Assez       Elevée

28. Quelle est votre perception du rôle de l'Etat dans la promotion de la pratique de capital-investissement en Algérie ?

Faible                       Modéré                       Suffisant

29. Pourriez-vous citer des mesures que l'Etat doit incessamment mettre en place pour promouvoir la pratique du capital-investissement en Algérie ?

.....

.....

.....

.....

.....

.....

30. Pourriez-vous décrire le profil de vos transactions réalisées ?

<u>Nombre de fonds initiés à ce jour</u>	_____
<u>Année de la première transaction</u>	_____
<u>Nombre de transactions à ce jour</u>	_____
<u>Montant moyen des transactions (Devise ?)</u>	_____
<u>Capitaux sous gestion (Devise ?)</u>	_____
<u>Capitaux investis (Devise ?)</u>	_____
<u>Nombre de sorties finalisées à ce jour</u>	_____
<u>Nombre d'entreprises en portefeuille</u>	_____

Questions	Champs	FINALEP	SOFINANCE	DZISTITHMAR	ASICOM	AFIRICINVEST	TELLGRP	CBAVENTURE
Qn°1	Annee	1991	2001	2010	2008	1994	2017	2011
Qn°2	Struc	SCI	SCI	SCI	SFI	SGF	SGF	SGF
Qn°3	Src_cp	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Non	Oui
	Src_fp	Oui	Oui	Oui	Non	Oui	Non	Non
	Src_sf	Non	Non	Non	Non	Oui	Oui	Non
	Src_snf	Non	Non	Non	Non	Non	Oui	Non
Qn°4	Inv_etrg	Faible	Aucun	Aucun	Moyen	Elevé	Aucun	Moyen
Qn°5	Team_loc	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
	Team_nat	Non	Non	Non	Oui	Non	Non	Non
	Team_etrg	Non	Non	Non	Non	Oui	Oui	Non
Qn°6	Sect_1	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non
	Sect_2	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Non
	Sect_3	Non	Oui	Non	Oui	Non	Non	Non
	Sect_4	Oui	Oui	Oui	Non	Oui	Oui	Oui
	Sect_5	Non	Non	Non	Non	Oui	Oui	Oui
	Sect_6	Non	Oui	Oui	Oui	Non	Non	Non
	Sect_7	Oui	Oui	Oui	Non	Oui	Oui	Non
	Sect_8	Non	Non	Non	Oui	Oui	Oui	Non
	Sect_9	Non	Non	Non	Oui	Non	Oui	Non
	Sect_10	Non	Non	Non	Non	Oui	Oui	Non
Qn°7	Size_1	Oui	Oui	Non	Oui	Non	Non	Oui
	Size_2	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Oui
	Size_3	Oui	Oui	Non	Non	Non	Non	Non
	Size_4	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Non
	Size_5	Non	Oui	Non	Non	Oui	Oui	Non
Qn°8	Stade_1	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Oui
	Stade_2	Oui	Oui	Oui	Oui	Non	Non	Oui
	Stade_3	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Non
	Stade_4	Non	Non	Non	Non	Oui	Oui	Non
	Stade_5	Non	Non	Non	Non	Oui	Non	Non
	Stade_6	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non
Qn°9	Deals_1	Oui	Oui	Oui	Oui	Non	Non	Oui
	Deals_2	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
	Deals_3	Non	Non	Oui	Non	Non	Non	Non
	Deals_4	Non	Non	Non	Non	Oui	Non	Non
	Deals_5	Oui	Non	Oui	Oui	Oui	Non	Non
	Deals_6	Non	Oui	Non	Non	Oui	Non	Non
Qn°10	Due_dil	Internes	Internes	Internes	Mixtes	Mixtes	Externes	Internes
Qn°11	Crit_1	Elevee	Assez	Elevee	Elevee	Elevee	Elevee	Assez
	Crit_2	Assez	Elevee	Assez	Elevee	Moyenne	Elevee	Elevee
	Crit_31	Moyenne	Elevee	Assez	Assez	Assez	Assez	Assez
	Crit_32	Assez	Elevee	Elevee	Assez	Assez	Elevee	Elevee
	Crit_33	Elevee	Elevee	Elevee	Assez	Elevee	Elevee	Elevee
	Crit_41	Moyenne	Elevee	Assez	Assez	Assez	Elevee	Assez
	Crit_42	Assez	Elevee	Elevee	Assez	Moyenne	Assez	Assez
	Crit_43	Assez	Elevee	Elevee	Moyenne	Moyenne	Assez	Assez

	<b>Crit_51</b>	Assez	Moyenne	Assez	Peu	Assez	Elevee	Moyenne
	<b>Crit_52</b>	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Peu	Moyenne	Assez	Moyenne
	<b>Crit_53</b>	Assez	Assez	Assez	Peu	Moyenne	Moyenne	Moyenne
	<b>Crit_61</b>	Elevee	Elevee	Elevee	Assez	Elevee	Elevee	Moyenne
	<b>Crit_62</b>	Elevee	Elevee	Elevee	Assez	Elevee	Elevee	Assez
	<b>Crit_63</b>	Assez	Elevee	Assez	Moyenne	Assez	Assez	Assez
	<b>Crit_64</b>	Moyenne	Assez	Elevee	Moyenne	Elevee	Elevee	Assez
	<b>Crit_65</b>	Assez	Elevee	Elevee	Moyenne	Assez	Elevee	Moyenne
	<b>Crit_71</b>	Elevee	Elevee	Assez	Assez	Elevee	Elevee	Moyenne
	<b>Crit_72</b>	Elevee	Elevee	Assez	Assez	Elevee	Elevee	Assez
	<b>Crit_73</b>	Elevee	Elevee	Elevee	Assez	Elevee	Elevee	Assez
	<b>Crit_81</b>	Assez	Moyenne	Elevee	Moyenne	Assez	Elevee	Assez
<b>Crit_82</b>	Assez	Moyenne	Assez	Peu	Assez	Assez	Peu	
<b>Qn°12</b>	<b>Meth_1</b>	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
	<b>Meth_2</b>	Non	Non	Non	Non	Oui	Oui	Oui
	<b>Meth_3</b>	Non	Non	Non	Oui	Oui	Oui	Oui
	<b>Meth_4</b>	Non	Oui	Oui	Oui	Non	Non	Non
<b>Qn°13</b>	<b>Conserv</b>	5 à 7	5 à 7	5 à 7	Variable	5 à 7	5 à 7	Variable
<b>Qn°14</b>	<b>DetCons_1</b>	Moyenne	Assez	Assez	Elevee	Assez	Elevee	Elevee
	<b>DetCons_2</b>	Moyenne	Assez	Elevee	Assez	Assez	Elevee	Elevee
	<b>DetCons_3</b>	Assez	Elevee	Elevee	Moyenne	Assez	Elevee	Peu
	<b>DetCons_4</b>	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Assez	Peu
	<b>DetCons_5</b>	Moyenne	Moyenne	Assez	Assez	Aucune	Assez	Assez
	<b>DetCons_6</b>	Moyenne	Moyenne	Elevee	Peu	Aucune	Assez	Peu
<b>Qn°15</b>	<b>TypeEng</b>	Actif	Passif	Support	Actif	Actif	Support	Support
<b>Qn°16</b>	<b>Strat_1</b>	Assez	Elevee	Assez	Assez	Elevee	Elevee	Assez
	<b>Strat_2</b>	Elevee	Assez	Elevee	Assez	Elevee	Elevee	Peu
	<b>Strat_3</b>	Elevee	Assez	Elevee	Elevee	Peu	Assez	Moyenne
	<b>Strat_4</b>	Assez	Moyenne	Elevee	Elevee	Moyenne	Assez	Aucune
	<b>Strat_5</b>	Assez	Moyenne	Elevee	Moyenne	Aucune	Assez	Aucune
	<b>Strat_6</b>	Assez	Moyenne	Assez	Assez	Elevee	Elevee	Aucune
	<b>Strat_7</b>	Elevee	Moyenne	Assez	Assez	Elevee	Assez	Aucune
	<b>Strat_8</b>	Assez	Assez	Assez	Moyenne	Assez	Elevee	Aucune
	<b>Strat_9</b>	Assez	Moyenne	Assez	Peu	Peu	Moyenne	Aucune
	<b>Strat_10</b>	Elevee	Peu	Assez	Peu	Assez	Moyenne	Aucune
<b>Qn°17</b>	<b>Pacte</b>	Elevee	Elevee	Assez	Assez	Elevee	Elevee	Assez
<b>Qn°18</b>	<b>Gouvern_1</b>	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
	<b>Gouvern_2</b>	Non	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Non
	<b>Gouvern_3</b>	Non	Non	Oui	Non	Oui	Oui	Non
	<b>Gouvern_4</b>	Non	Non	Non	Non	Oui	Oui	Non
	<b>Gouvern_5</b>	Non	Non	Oui	Oui	Non	Non	Oui
	<b>Gouvern_6</b>	Non	Non	Oui	Non	Non	Non	Oui
	<b>Gouvern_7</b>	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non
	<b>Gouvern_8</b>	Non	Non	Non	Oui	Oui	Oui	Non
<b>Qn°19</b>	<b>Rend_1</b>	Elevee	Elevee	Elevee	Elevee	Elevee	Assez	Assez
	<b>Rend_2</b>	Elevee	Moyenne	Assez	Moyenne	Assez	Assez	Elevee
	<b>Rend_3</b>	Aucune	Peu	Moyenne	Moyenne	Aucune	Peu	Aucune

	<b>Rend_4</b>	Elevee	Elevee	Peu	Peu	Aucune	Peu	Aucune
	<b>Rend_5</b>	Aucune	Aucune	Aucune	Peu	Aucune	Peu	Aucune
<b>Qn°20</b>	<b>Taux_Min</b>	7	13	10	12	25	12	25
<b>Qn°21</b>	<b>Sortie_1</b>	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non
	<b>Sortie_2</b>	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
	<b>Sortie_3</b>	Non	Non	Oui	Oui	Oui	Oui	Non
	<b>Sortie_4</b>	Non	Non	Oui	Non	Oui	Oui	Non
	<b>Sortie_5</b>	Non	Non	Non	Oui	Oui	Oui	Non
	<b>Sortie_6</b>	Oui	Non	Non	Non	Non	Non	Non
<b>Qn°22</b>	<b>Const_SCI</b>	Favorable	Favorable	Favorable	Favorable	Neutre	Defavorable	Defavorable
<b>Qn°23</b>	<b>Fiscal</b>	Neutre	Favorable	Favorable	Defavorable	Tres favorable	Neutre	Favorable
<b>Qn°24</b>	<b>FactRet_1</b>	Moyenne	Elevee	Assez	Assez	Moyenne	Elevee	Elevee
	<b>FactRet_2</b>	Assez	Elevee	Elevee	Elevee	Moyenne	Assez	Elevee
	<b>FactRet_3</b>	Assez	Elevee	Elevee	Assez	Assez	Elevee	Assez
	<b>FactRet_4</b>	Assez	Moyenne	Assez	Elevee	Peu	Elevee	Moyenne
	<b>FactRet_5</b>	Assez	Elevee	Elevee	Assez	Aucune	Elevee	Assez
	<b>FactRet_6</b>	Peu	Elevee	Elevee	Assez	Peu	Elevee	Peu
	<b>FactRet_7</b>	Moyenne	Moyenne	Peu	Moyenne	Aucune	Elevee	Moyenne
	<b>FactRet_8</b>	Assez	Peu	Moyenne	Moyenne	Peu	Assez	Assez
	<b>FactRet_9</b>	Moyenne	Peu	Moyenne	Moyenne	Peu	Assez	Peu
	<b>FactRet_10</b>	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Aucune	Moyenne	Peu
	<b>FactRet_11</b>	Assez	Elevee	Elevee	Moyenne	Assez	Assez	Assez
	<b>FactRet_12</b>	Peu	Assez	Moyenne	Peu	Assez	Assez	Moyenne
	<b>FactRet_13</b>	Assez	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Peu	Elevee	Moyenne
	<b>FactRet_14</b>	Assez	Elevee	Assez	Moyenne	Aucune	Moyenne	Moyenne
<b>Qn°25</b>	<b>FactDev_1</b>	Assez	Elevee	Elevee	Elevee	Assez	Elevee	Elevee
	<b>FactDev_2</b>	Assez	Elevee	Elevee	Elevee	Assez	Elevee	Moyenne
	<b>FactDev_3</b>	Peu	Assez	Elevee	Assez	Peu	Assez	Moyenne
	<b>FactDev_4</b>	Assez	Elevee	Elevee	Elevee	Assez	Assez	Elevee
	<b>FactDev_5</b>	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Peu	Moyenne	Moyenne	Moyenne
	<b>FactDev_6</b>	Peu	Elevee	Assez	Peu	Aucune	Elevee	Peu
	<b>FactDev_7</b>	Peu	Moyenne	Elevee	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Assez
	<b>FactDev_71</b>	Moyenne	Peu	Moyenne	Moyenne	Elevee	Moyenne	Assez
	<b>FactDev_8</b>	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Aucune	Assez	Peu
	<b>FactDev_9</b>	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Peu	Elevee	Peu
	<b>FactDev_10</b>	Assez	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Aucune	Assez	Moyenne
	<b>FactDev_11</b>	Assez	Assez	Elevee	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Peu
	<b>FactDev_12</b>	Moyenne	Assez	Moyenne	Moyenne	Peu	Moyenne	Peu
	<b>FactDev_13</b>	Moyenne	Assez	Moyenne	Moyenne	Peu	Moyenne	Peu
	<b>FactDev_14</b>	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Assez	Moyenne	Moyenne	Assez
	<b>FactDev_15</b>	Assez	Moyenne	Assez	Moyenne	Moyenne	Assez	Assez
<b>FactDev_16</b>	Moyenne	Elevee	Elevee	Assez	Peu	Moyenne	Assez	
<b>Qn°26</b>	<b>BoursePME</b>	Peu	Aucune	Elevee	Assez	Elevee	Assez	Moyenne
<b>Qn°27</b>	<b>FinIslamic</b>	Elevee	Elevee	Elevee	Moyenne	Assez	Moyenne	Moyenne
<b>Qn°28</b>	<b>RoleEtat</b>	Modere	Modere	Suffisant	Faible	Modere	Faible	Faible

		Aucune	Faible	Moyenne	Assez	Elevée				
Q	Champs	1	2	3	4	5	Moyenne	Ecart-type	Min	Max
Qn°11	Crit_1	0,00%	0,00%	0,00%	29%	71,43%	4,71	0,488	4	5
	Crit_2	0,00%	0,00%	14,29%	29%	57,14%	4,43	0,787	3	5
	Crit_31	0,00%	0,00%	14,29%	71%	14,29%	4,00	0,577	3	5
	Crit_32	0,00%	0,00%	0,00%	43%	57,14%	4,57	0,535	4	5
	Crit_33	0,00%	0,00%	0,00%	14%	85,71%	4,86	0,378	4	5
	Crit_41	0,00%	0,00%	14,29%	57%	28,57%	4,14	0,690	3	5
	Crit_42	0,00%	0,00%	14,29%	57%	28,57%	4,14	0,690	3	5
	Crit_43	0,00%	0,00%	28,57%	43%	28,57%	4,00	0,816	3	5
	Crit_51	0,00%	14,29%	28,57%	43%	14,29%	3,57	0,976	2	5
	Crit_52	0,00%	14,29%	71,43%	14%	0,00%	3,00	0,577	2	4
	Crit_53	0,00%	14,29%	42,86%	43%	0,00%	3,29	0,756	2	4
	Crit_61	0,00%	0,00%	14,29%	14%	71,43%	4,57	0,787	3	5
	Crit_62	0,00%	0,00%	0,00%	29%	71,43%	4,71	0,488	4	5
	Crit_63	0,00%	0,00%	14,29%	71%	14,29%	4,00	0,577	3	5
	Crit_64	0,00%	0,00%	28,57%	29%	42,86%	4,14	0,900	3	5
	Crit_65	0,00%	0,00%	28,57%	29%	42,86%	4,14	0,900	3	5
	Crit_71	0,00%	0,00%	14,29%	29%	57,14%	4,43	0,787	3	5
	Crit_72	0,00%	0,00%	0,00%	43%	57,14%	4,57	0,535	4	5
Crit_73	0,00%	0,00%	0,00%	29%	71,43%	4,71	0,488	4	5	
Crit_81	0,00%	0,00%	28,57%	43%	28,57%	4,00	0,816	3	5	
Crit_82	0,00%	28,57%	14,29%	57%	0,00%	3,29	0,951	2	4	
Qn°13	Conserv	0,00%	71,43%	0,00%	29%	0,00%	2,57	0,976	2	4
Qn°14	DetCons_1	0,00%	0,00%	14,29%	43%	42,86%	4,29	0,756	3	5
	DetCons_2	0,00%	0,00%	14,29%	43%	42,86%	4,29	0,756	3	5
	DetCons_3	0,00%	14,29%	14,29%	29%	42,86%	4,00	1,155	2	5
	DetCons_4	0,00%	14,29%	71,43%	14%	0,00%	3,00	0,577	2	4
	DetCons_5	14,29%	0,00%	28,57%	57%	0,00%	3,29	1,113	1	4
	DetCons_6	14,29%	28,57%	28,57%	14%	14,29%	2,86	1,345	1	5
Qn°15	TypeEng	14,29%	42,86%	42,86%	0%	0,00%	2,29	0,756	1	3
Qn°16	Strat_1	0,00%	0,00%	0,00%	57%	42,86%	4,43	0,535	4	5
	Strat_2	0,00%	14,29%	0,00%	29%	57,14%	4,29	1,113	2	5
	Strat_3	0,00%	14,29%	14,29%	29%	42,86%	4,00	1,155	2	5
	Strat_4	14,29%	0,00%	28,57%	29%	28,57%	3,57	1,397	1	5
	Strat_5	28,57%	0,00%	28,57%	29%	14,29%	3,00	1,528	1	5
	Strat_6	14,29%	0,00%	14,29%	43%	28,57%	3,71	1,380	1	5
	Strat_7	14,29%	0,00%	14,29%	43%	28,57%	3,71	1,380	1	5
	Strat_8	14,29%	0,00%	14,29%	57%	14,29%	3,57	1,272	1	5
	Strat_9	14,29%	28,57%	28,57%	29%	0,00%	2,71	1,113	1	4
	Strat_10	14,29%	28,57%	14,29%	29%	14,29%	3,00	1,414	1	5
Qn°17	Pacte	0,00%	0,00%	42,86%	57%	0,00%	3,57	0,535	3	4
Qn°19	Rend_1	0,00%	0,00%	0,00%	29%	71,43%	4,71	0,488	4	5
	Rend_2	0,00%	0,00%	28,57%	43%	28,57%	4,00	0,816	3	5
	Rend_3	42,86%	28,57%	28,57%	0%	0,00%	1,86	0,900	1	3

	<b>Rend_4</b>	28,57%	42,86%	0,00%	0%	28,57%	2,57	1,718	1	5
	<b>Rend_5</b>	71,43%	28,57%	0,00%	0%	0,00%	1,29	0,488	1	2
<b>Qn°21</b>	<b>Sortie_1</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0%	0,00%	0,00	0,000	0	0
	<b>Sortie_2</b>	100,00%	0,00%	0,00%	0%	0,00%	1,00	0,000	1	1
	<b>Sortie_3</b>	57,14%	0,00%	0,00%	0%	0,00%	0,57	0,535	0	1
	<b>Sortie_4</b>	42,86%	0,00%	0,00%	0%	0,00%	0,43	0,535	0	1
	<b>Sortie_5</b>	42,86%	0,00%	0,00%	0%	0,00%	0,43	0,535	0	1
	<b>Sortie_6</b>	14,29%	0,00%	0,00%	0%	0,00%	0,14	0,378	0	1
<b>Qn°24</b>	<b>FactRet_1</b>	0,00%	0,00%	28,57%	29%	42,86%	4,14	0,900	3	5
	<b>FactRet_2</b>	0,00%	0,00%	14,29%	29%	57,14%	4,43	0,787	3	5
	<b>FactRet_3</b>	0,00%	0,00%	0,00%	57%	42,86%	4,43	0,535	4	5
	<b>FactRet_4</b>	0,00%	14,29%	28,57%	29%	28,57%	3,71	1,113	2	5
	<b>FactRet_5</b>	14,29%	0,00%	0,00%	43%	42,86%	4,00	1,414	1	5
	<b>FactRet_6</b>	0,00%	42,86%	0,00%	14%	42,86%	3,57	1,512	2	5
	<b>FactRet_7</b>	14,29%	14,29%	57,14%	0%	14,29%	2,86	1,215	1	5
	<b>FactRet_8</b>	0,00%	28,57%	28,57%	43%	0,00%	3,14	0,900	2	4
	<b>FactRet_9</b>	0,00%	42,86%	42,86%	14%	0,00%	2,71	0,756	2	4
	<b>FactRet_10</b>	14,29%	14,29%	71,43%	0%	0,00%	2,57	0,787	1	3
	<b>FactRet_11</b>	0,00%	0,00%	14,29%	57%	28,57%	4,14	0,690	3	5
	<b>FactRet_12</b>	0,00%	28,57%	28,57%	43%	0,00%	3,14	0,900	2	4
	<b>FactRet_13</b>	0,00%	14,29%	57,14%	14%	14,29%	3,29	0,951	2	5
	<b>FactRet_14</b>	14,29%	0,00%	42,86%	29%	14,29%	3,29	1,254	1	5
<b>Qn°25</b>	<b>FactDev_1</b>	0,00%	0,00%	0,00%	29%	71,43%	4,71	0,488	4	5
	<b>FactDev_2</b>	0,00%	0,00%	14,29%	29%	57,14%	4,43	0,787	3	5
	<b>FactDev_3</b>	0,00%	28,57%	14,29%	43%	14,29%	3,43	1,134	2	5
	<b>FactDev_4</b>	0,00%	0,00%	0,00%	43%	57,14%	4,57	0,535	4	5
	<b>FactDev_5</b>	0,00%	14,29%	85,71%	0%	0,00%	2,86	0,378	2	3
	<b>FactDev_6</b>	14,29%	42,86%	0,00%	14%	28,57%	3,00	1,633	1	5
	<b>FactDev_7</b>	0,00%	14,29%	57,14%	14%	14,29%	3,29	0,951	2	5
	<b>FactDev_71</b>	0,00%	14,29%	57,14%	14%	14,29%	3,29	0,951	2	5
	<b>FactDev_8</b>	14,29%	14,29%	57,14%	14%	0,00%	2,71	0,951	1	4
	<b>FactDev_9</b>	0,00%	28,57%	57,14%	0%	14,29%	3,00	1,000	2	5
	<b>FactDev_10</b>	14,29%	0,00%	57,14%	29%	0,00%	3,00	1,000	1	4
	<b>FactDev_11</b>	0,00%	14,29%	42,86%	14%	14,29%	3,33	1,033	2	5
	<b>FactDev_12</b>	0,00%	28,57%	57,14%	14%	0,00%	2,86	0,690	2	4
	<b>FactDev_13</b>	0,00%	28,57%	57,14%	14%	0,00%	2,86	0,690	2	4
	<b>FactDev_14</b>	0,00%	0,00%	71,43%	29%	0,00%	3,29	0,488	3	4
	<b>FactDev_15</b>	0,00%	0,00%	42,86%	57%	0,00%	3,57	0,535	3	4
<b>FactDev_16</b>	0,00%	14,29%	28,57%	29%	28,57%	3,71	1,113	2	5	
<b>Qn°26</b>	<b>BoursePME</b>	14,29%	14,29%	14,29%	29%	28,57%	3,43	1,512	1	5
<b>Qn°27</b>	<b>FinIslamic</b>	0,00%	0,00%	42,86%	14%	42,86%	4,00	1,000	3	5

Q	Champs	Non 1	Oui 2	Moyenne	Ecart-type	Min	Max
Qn°3	Src_cp	14,29%	85,71%	1,86	0,378	1	2
	Scr_fp	42,86%	57,14%	1,57	0,535	1	2
	Src_sf	71,43%	28,57%	1,29	0,488	1	2
	Src_snf	85,71%	14,29%	1,14	0,378	1	2
Qn°5	Team_loc	0,00%	100,00%	2,00	0,000	2	2
	Team_nat	85,71%	14,29%	1,14	0,378	1	2
	Team_etrg	71,43%	28,57%	1,29	0,488	1	2
Qn°6	Sect_1	100,00%	0,00%	1,00	0,000	1	1
	Sect_2	14,29%	85,71%	1,86	0,378	1	2
	Sect_3	71,43%	28,57%	1,29	0,488	1	2
	Sect_4	14,29%	85,71%	1,86	0,378	1	2
	Sect_5	57,14%	42,86%	1,43	0,535	1	2
	Sect_6	57,14%	42,86%	1,43	0,535	1	2
	Sect_7	28,57%	71,43%	1,71	0,488	1	2
	Sect_8	57,14%	42,86%	1,43	0,535	1	2
	Sect_9	71,43%	28,57%	1,29	0,488	1	2
	Sect_10	71,43%	28,57%	1,29	0,488	1	2
Qn°7	Size_1	42,86%	57,14%	1,57	0,535	1	2
	Size_2	85,71%	14,29%	1,14	0,378	1	2
	Size_3	71,43%	28,57%	1,29	0,488	1	2
	Size_4	14,29%	85,71%	1,86	0,378	1	2
	Size_5	57,14%	42,86%	1,43	0,535	1	2
Qn°8	Stade_1	85,71%	14,29%	1,14	0,378	1	2
	Stade_2	28,57%	71,43%	1,71	0,488	1	2
	Stade_3	14,29%	85,71%	1,86	0,378	1	2
	Stade_4	71,43%	28,57%	1,29	0,488	1	2
	Stade_5	85,71%	14,29%	1,14	0,378	1	2
	Stade_6	100,00%	0,00%	1,00	0,000	1	1
Qn°9	Deals_1	28,57%	71,43%	1,71	0,488	1	2
	Deals_2	0,00%	100,00%	2,00	0,000	2	2
	Deals_3	85,71%	14,29%	1,14	0,378	1	2
	Deals_4	85,71%	14,29%	1,14	0,378	1	2
	Deals_5	42,86%	57,14%	1,57	0,535	1	2
	Deals_6	71,43%	28,57%	1,29	0,488	1	2
Qn°12	Meth_1	0,00%	100,00%	2,00	0,000	2	2
	Meth_2	57,14%	42,86%	1,43	0,535	1	2
	Meth_3	42,86%	57,14%	1,57	0,535	1	2
	Meth_4	57,14%	42,86%	1,43	0,535	1	2
Qn°18	Gouvern_1	0,00%	100,00%	2,00	0,000	2	2
	Gouvern_2	28,57%	71,43%	1,71	0,488	1	2
	Gouvern_3	57,14%	42,86%	1,43	0,535	1	2
	Gouvern_4	71,43%	28,57%	1,29	0,488	1	2
	Gouvern_5	57,14%	42,86%	1,43	0,535	1	2

	Gouvern_6	71,43%	28,57%	1,29	0,488	1	2
	Gouvern_7	100,00%	0,00%	1,00	0,000	1	1
	Gouvern_8	57,14%	42,86%	1,43	0,535	1	2
Qn°21	Sortie_1	100,00%	0,00%	1,00	0,000	1	1
	Sortie_2	0,00%	100,00%	2,00	0,000	2	2
	Sortie_3	42,86%	57,14%	1,57	0,535	1	2
	Sortie_4	57,14%	42,86%	1,43	0,535	1	2
	Sortie_5	57,14%	42,86%	1,43	0,535	1	2
	Sortie_6	85,71%	14,29%	1,14	0,378	1	2

## **TABLE DES MATIERES**

**LISTE DES TABLEAUX,  
FIGURES ET ANNEXES**

# RESUMES

# INTRODUCTION GENERALE

**CHAPITRE I :**  
**CARACTERISTIQUES DU**  
**FINANCEMENT PAR CAPITAL-**  
**INVESTISSEMENT**

**CHAPITRE II :  
STRUCTURE ET  
FONCTIONNEMENT DU  
CAPITAL-INVESTISSEMENT**

**CHAPITRE III :**  
**PRATIQUES DU FINANCEMENT**  
**PAR CAPITAL-**  
**INVESTISSEMENT**

**CHAPITRE IV :**  
**L'INVESTISSEMENT EN**  
**CAPITAL EN DROIT**  
**ALGERIEN**

**CHAPITRE V :**  
**LA PRATIQUE DU CAPITAL-**  
**INVESTISSEMENT EN ALGERIE**

## **CONCLUSION GENERALE**

## **BIBLIOGRAPHIE**

## **LISTE DES ANNEXES**