

**ÉCOLE DOCTORALE Abbé Grégoire – ED 546**

**ÉQUIPE de RECHERCHE : LIRSA EA 4603**

# **THÈSE**

présentée par :

**Olivier YOUNES**

soutenue le : 13 Juillet 2012

pour obtenir le grade de : **Docteur du Conservatoire National des Arts et Métiers**

Discipline/ Spécialité : Sciences de gestion / DOC 07 - Expertise et Ingénierie Financière

## **Quel modèle de capital investissement pour les pays émergents ?**

**Proposition d'un capital investissement entrepreneurial  
inspiré de l'univers des *start-ups* technologiques  
et fondé sur le modèle de Timmons**

## **Le cas de la création d'un fonds en Egypte**

**THÈSE codirigée par :**

Monsieur BLOCH Alain  
Monsieur DUBOIS Denis

Professeur, Cnam et HEC Paris  
Professeur, Cnam

**RAPPORTEURS :**

Monsieur MIDLER Christophe  
Monsieur CHAIGNEAU Pascal

Professeur, Ecole Polytechnique et CNRS  
Professeur des universités, Paris Descartes et HEC Paris

**JURY :**

Monsieur RAMANTSOA Bernard  
Monsieur DAUGERAS Bernard

Professeur, Directeur Général d'HEC Paris  
Docteur ès sciences, General Partner d'Auriga Ventures

*A Alice, Agathe et Violette*

# Remerciements

Je tiens ici à remercier toutes celles et ceux qui m'ont accompagné dans l'aventure que constitue l'écriture d'une thèse, à nulle autre pareille.

Je remercie d'abord mes co-Directeurs de thèse, les professeurs Alain Bloch et Denis Dubois, mes mentors, qui m'ont permis d'enseigner dans leurs Masters respectifs, avant de susciter chez moi le goût d'une recherche académique en permanente interaction avec la vie réelle. Leurs encouragements, leur exigence et leur bienveillance ont créé une dynamique unique, qui tient à distance toutes les entropies.

Je souhaite aussi remercier les membres du Jury, pour leur présence qui honore ce travail et pour leur autorité exercée dans des domaines variés, qui en valorise la teneur.

Mes remerciements s'adressent ensuite à mes partenaires, investisseurs, confrères et étudiants pour la richesse des échanges qu'ils ont suscités, la complexité des situations qu'ils ont révélées et les exaltations qu'ils ont rendues possibles.

Enfin, je tiens à remercier ma famille et belle-famille, qui, par leur soutien sans faille, leur écoute et leurs bons conseils, m'ont permis de mener ce travail à son terme.

Ces dynamiques positives et enchevêtrées m'ont accompagné sur les années de réflexion, de maturation et de rédaction de cette recherche.

Elles nourrissent désormais ma promesse de l'aube.

# Résumé

Les économies émergentes, au-delà des BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) qui en sont les porte-drapeaux, représentent en 2011 près de 50% du PIB mondial, et affichent un taux de croissance moyen trois fois supérieur à celui des économies avancées (source : FMI). Comment bénéficier de la force de traction unique qu'offrent ces pays émergents ? Et comment gérer les risques qui s'y attachent : politiques, informationnels et financiers ? Nous formulons l'hypothèse que, dans ces économies constituées à 90% de PME, le capital investissement est une réponse pertinente. Ce métier, qui consiste dans le financement en fonds propres de sociétés non-cotées (spécialement les PME), permet aux plus agiles d'entre elles d'accéder au statut de champion régional, voire mondial – à l'image de ces *start-ups* innovantes qui, en quelques années, ont révolutionné les usages de pays entiers à travers le monde. A cette aune, la pénétration croissante du capital investissement dans les pays émergents marque, selon nous, une tendance de fond. Dès lors, notre question se formule ainsi :

« *Quel modèle de capital investissement pour les pays émergents ?* »

Les PME des pays émergents apparaissent *duales* : à la fois moteurs de l'activité mondiale et vulnérables à cause d'un recours excessif à l'endettement et à l'économie informelle. Face à cette ambivalence, nous pensons qu'un capital investissement également *dual* montrera une supériorité sur des pratiques trop largement inspirées du capital développement et du capital transmission des économies avancées – destinés à des sociétés matures, rentables et dont la croissance est mesurée. De plus, le capital investissement dans les pays émergents subit des contraintes possiblement contradictoires : d'une part sa proximité avec les bailleurs de fonds internationaux (et notamment les fonds de pension) rend critique le respect des standards les plus exigeants ; d'autre part, l'accompagnement d'entrepreneurs locaux l'oblige à une approche adaptée à la topographie locale marquée par l'inefficience, l'imprévisibilité et l'asymétrie d'information. L'étude des financements de proximité tels que la micro-

finance et les tontines sont une source d'inspiration pour un modèle idoine de capital investissement. C'est aussi une possible galénique, capable de réduire les risques de rejet du capital investissement par un tissu local qui y est peu préparé.

La méthodologie retenue répond à la contrainte d'une littérature limitée et d'un difficile accès à l'information dans l'univers opaque des PME, des pays émergents et du capital investissement. Notre approche est en conséquence inductive : à l'issue d'une revue de la littérature sur le capital investissement dans les pays émergents et sur le capital risque, nous étudierons la création d'un fonds d'investissement en Egypte de 2008 à 2011. Le modèle théorique de Timmons s'avère robuste, et s'interpose utilement entre le cas clinique vécu et le *chercheur-acteur*. La présente thèse ne peut donc être qu'exploratoire ; mais sa perspective est ambitieuse, puisqu'il s'agit d'entrouvrir une piste de recherche en contradiction avec les pratiques actuelles - sur un sujet dont les prévisions de développement nous apparaissent considérables.

Nous induisons de ces travaux un modèle de capital investissement entrepreneurial à destination des pays émergents : marqué par la posture exigeante de l'actionnaire minoritaire actif, il s'inspire du capital risque introduit par le Général Doriot dans l'Amérique des années cinquante. Notre approche se veut pragmatique : décloisonnée et transversale, elle catapulte les extrêmes pour en permettre la fertilisation croisée.

Parmi les contributions de la thèse, nous pouvons citer : l'étude des singularités du capital investissement dans les pays émergents et de sa proximité avec le capital risque des pays développés ; les recommandations aux sociétés de gestion des pays émergents (stratégie d'investissement, conformation des équipes de gestion, choix des souscripteurs) ; l'alerte sur les risques du « *deal by deal* » et du portage, malgré leur popularité ; et enfin, le retour d'expérience de la création d'un fonds de capital investissement en Égypte destiné aux PME locales, qui offre une application inédite au modèle de Timmons. Un prolongement hypothético-déductif ultérieur de ces travaux pourra s'envisager, lorsque le permettront le *corpus* de recherches et la qualité de l'information exploitable en capital investissement dans les pays émergents.

## Résumé en anglais

Emerging economies, beyond BRIC (Brazil, Russia, India and China) that usually symbolize them, represent 50% of the global 2011 GDP, *circa*; these countries also experience an average growth rate 3 times higher than the developed economies' one (source: IMF). How could one benefit from this unique traction? And how related risks could be managed: political, informational and financial? We here hypothesize that, in such emerging economies, by 90% composed of SMEs, private equity is a relevant answer. This activity, that consists in financing over the long term privately-held companies (especially SMEs), supports the most agile of its investees in reaching a regional or even a global champion status – as it once did for these innovative start-ups that revolutionized, over a couple of years, usages in entire countries worldwide. In such a perspective, the growing penetration of private equity in emerging markets shows, according to our analysis, a robust trend. Our question thus appears as:

***“Which model for emerging markets private equity?”***

SMEs from emerging markets appear to be dual: both engine for the world economy and vulnerable because of their excessive indebtedness and the weight of informal activities. Facing this ambivalence, we think a dual private equity will demonstrate superiority, compared with approaches too directly inspired by growth capital and LBOs, as they are dealt with in advanced economies – targeting profitable mature companies, with limited growth. Moreover, emerging markets private equity contemplates possibly-contradictory constraints: on the one hand, its proximity with major international limited partners (especially pension funds) makes critical complying with state-of-the-art professional standards; on the other hand, its support to local entrepreneurs imposes an appropriate approach to penetrate ecosystems characterized by inefficiency, unpredictability and information asymmetry. Studying local financing as microfinance and tontines thus represents a source of inspiration, to build an adapted private equity model. It also is a possible galenic, able to reduce

private equity's “*graft rejection risks*” that may be opposed by an unprepared local ecosystem.

Our methodology addresses both a limited research literature and a difficult access to data, in the opaque universe of SMEs, emerging markets and private equity. As a consequence, we select an inductive approach: after a research literature review on emerging markets private equity and venture capital is performed, we will study the creation of a private equity fund in Egypt from 2008 to 2011. The theoretical Timmons' model appears robust, while usefully applying to this longitudinal clinical study, strengthening the researcher-observer's objectivity. Considering the context and the selected approach, this thesis appears exploratory; but it also reveals an ambitious perspective, as it aims at opening a new research trail, contradictory with the currently observed practices – moreover, on a topic granted with future major developments.

We design from our research an entrepreneurial private equity model, dedicated to emerging markets: based on the demanding “*hands-on minority shareholder*” posture, it comes inspired by venture capital, as it was introduced in the US by General Doriot, during the 1950's. Our approach claims to be pragmatic and transverse, to gather and cross-fertilize distant best practices.

Amongst this thesis' contributions, we can underline: the analysis of emerging markets private equity singularities and their proximity with venture capital in developed economies (investment strategy, general partner's team conformation, limited partners selection); the warning on “*deal by deal*” and portage techniques, despite their popularity; and the in-depth study of a *first time team-first time fund*'s inception in Egypt, dedicated to finance local SMEs, that offers an unprecedented use of the Timmons' model. A future hypothetico-deductive follow-up on these studies will become feasible, as the *corpus* of the research literature and the quality of the useful emerging markets private equity's data will materially improve.

# Table des matières

<b>Remerciements .....</b>	<b>3</b>
<b>Résumé.....</b>	<b>4</b>
<b>Résumé en anglais .....</b>	<b>6</b>
<b>Liste des tableaux.....</b>	<b>13</b>
<b>Liste des figures.....</b>	<b>15</b>
<b>Liste des principaux acronymes utilisés .....</b>	<b>17</b>
<b>INTRODUCTION.....</b>	<b>21</b>
<i>I. Les sphères réelle et financière .....</i>	22
1. Le moteur de la sphère réelle .....	22
2. Le support de la sphère financière .....	24
<i>II. Les travaux de recherche.....</i>	27
1. La question de recherche.....	27
2. La portée des travaux de recherche .....	29
3. Deux contributions antérieures porteuses d'inspiration.....	31
4. Plan de la thèse.....	34
<i>III. Lien avec la pratique professionnelle .....</i>	35
1. Une triple fonction d'acteur, de capteur et de passeur .....	35
2. Une démarche de recherche issue de la pratique professionnelle .....	37
<b>PARTIE I – Définition et réalités du capital investissement dans les pays émergents.....</b>	<b>39</b>
<b>Section I.1 - Définition des termes de la question : le capital investissement.....</b>	<b>40</b>
<i>I. Panorama du capital investissement .....</i>	41
1. Une industrie majeure au plan mondial.....	41
2. La chaîne de financement des PME .....	42
<i>II. Les fondamentaux du capital investissement .....</i>	47
1. Les pères fondateurs : Christophe Colomb et le Général Doriot.....	47
2. L'asymétrie d'information .....	49
3. La création de valeur.....	50

<b>III.</b>	<i>Le capital investissement et ses métiers voisins .....</i>	53
1.	Le capital investissement comparé au banquier prêteur.....	53
2.	Le capital investissement comparé aux marchés boursiers .....	55
3.	Le capital investissement comparé aux <i>hedge funds</i> .....	57
<b>Section I.2 - Définition des termes de la question : les pays émergents .....</b>		<b>60</b>
<b>I.</b>	<i>Panorama des pays émergents .....</i>	61
1.	Macroéconomie.....	61
2.	Géopolitique.....	65
3.	Microéconomie .....	67
<b>II.</b>	<i>Périmètre .....</i>	71
1.	Sources d'information et méthodologie retenue .....	71
2.	Listes de pays et idéotypes wébériens .....	72
3.	Critères principaux : croissance et démographie.....	76
4.	Critères secondaires : dette souveraine et progrès technique .....	80
<b>III.</b>	<i>Attractivité et perspectives .....</i>	81
1.	Attractivité : les arguments positifs.....	81
2.	Attractivité : les arguments négatifs.....	85
3.	Perspectives des pays émergents.....	87
<b>Section I.3 - Réalités du capital investissement dans les pays émergents .....</b>		<b>89</b>
<b>I.</b>	<i>Volumétrie et performance du capital investissement dans les pays émergents .....</i>	90
1.	Chiffres clés, sources d'information et méthodologie retenue.....	90
2.	Les levées de fonds dans les pays émergents .....	95
3.	Les investissements dans les pays émergents .....	97
4.	La performance du capital investissement dans les pays émergents .....	100
<b>II.</b>	<i>L'économie du capital investissement dans les pays émergents .....</i>	102
1.	La montée en puissance avérée du capital investissement dans les pays émergents.....	102
2.	L'importance des critères ESG pour le capital investissement dans les pays émergents .....	107
3.	Les limites du capital investissement dans les pays émergents.....	110
<b>PARTIE II – Question de recherche, littérature et méthodologie .....</b>		<b>115</b>
<b>Section II.1 - La question de recherche : <i>Quel modèle de capital investissement pour les pays émergents?</i></b>		<b>116</b>
<b>I.</b>	<i>La question de recherche dans la taxonomie du capital investissement.....</i>	117
1.	Les vertus : la rencontre des sphères réelle et financière .....	117
2.	Les limites : une vision conventionnelle et contextuelle du métier.....	125
<b>II.</b>	<i>Appliquer la théorie financière au capital investissement.....</i>	135

1.	Rappels sur le couple rentabilité/risque .....	135
2.	L'hypothèse du risque spécifique non-diversifiable en capital risque .....	138
3.	Notre approche sous l'hypothèse du risque spécifique non-diversifiable en capital risque .....	145
<b>III.</b>	<i>Formulation d'une hypothèse .....</i>	<b>146</b>
1.	Un raisonnement issu de la sphère réelle .....	146
2.	Une hypothèse formulée dans la sphère financière .....	149
<b>Section II.2 – Revue de la littérature du capital investissement dans les pays émergents .....</b>		<b>153</b>
<b>I.</b>	<i>Un champ de recherche récent nourri par des modèles connexes.....</i>	<b>154</b>
1.	Un champ de recherche encore jeune.....	154
2.	Deux modèles connexes : micro-finance et tontines .....	156
<b>II.</b>	<i>Les fondamentaux du capital investissement dans les pays émergents.....</i>	<b>163</b>
1.	Les vertus.....	163
2.	Les limites.....	165
3.	Les performances .....	167
<b>III.</b>	<i>La problématique d'un capital investissement adapté aux pays émergents.....</i>	<b>169</b>
1.	Difficultés d'introduction du capital investissement dans les pays émergents.....	169
2.	Recommandations pour un capital investissement adapté aux pays émergents .....	174
<b>Section II.3 - Méthodologie.....</b>		<b>179</b>
<b>I.</b>	<i>La méthode et le choix du modèle théorique.....</i>	<b>180</b>
1.	Méthode abductive.....	180
2.	Méthode analogique.....	185
3.	Le choix du modèle théorique de Timmons .....	192
<b>II.</b>	<i>Présentation du modèle de Timmons .....</i>	<b>197</b>
1.	L'architecture du modèle de Timmons .....	197
2.	La dynamique d'équilibre.....	200
3.	L'application du modèle de Timmons au capital investissement dans les pays émergents .....	201
<b>PARTIE III – Cas clinique : application du modèle de Timmons au fonds Beltone MidCap Egypt et proposition d'un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents.....</b>		<b>203</b>
<b>Section III.1 – Présentation du cas clinique, du modèle théorique et de l'hypothèse reformulée .....</b>		<b>204</b>
<b>I.</b>	<i>Présentation du cas clinique Beltone MidCap Egypt .....</i>	<b>206</b>
1.	La région Euro-Méditerranée.....	206
2.	Le cas clinique Beltone MidCap Egypt traité par la méthode abductive .....	210
3.	L'information publique utilisée pour l'étude du cas clinique .....	215

<b>II.</b>	<i>Le modèle de Timmons appliqué à Beltone MidCap Egypt</i> .....	219
1.	Les trois pôles d'ancrage.....	219
2.	La dynamique des trois pôles d'ancrage .....	220
3.	La relation d'agence, gage de l'alignement d'intérêt.....	222
<b>III.</b>	<i>Reformulation de l'hypothèse</i> .....	226
1.	Approche discriminante des segments matures du capital investissement.....	226
2.	Les spécificités du capital risque en tant que modèle référent .....	228

### **Section III.2-Les trois pôles d'ancrage: tentative de généralisation du cas égyptien aux pays émergents 230**

<b>I.</b>	<i>Premier pôle d'ancrage : l'opportunité de marché</i> .....	231
1.	L'opportunité de marché de Beltone MidCap Egypt selon Timmons.....	231
2.	Beltone MidCap Egypt : la dualité de l'opportunité de marché .....	237
3.	Le marché : proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents .....	240
<b>II.</b>	<i>Deuxième pôle d'ancrage : l'équipe entrepreneuriale</i> .....	245
1.	L'équipe de Beltone MidCap Egypt selon Timmons .....	245
2.	Beltone MidCap Egypt : la dualité de l'équipe de gestion.....	251
3.	L'équipe : proposition d'un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents.....	252
<b>III.</b>	<i>Troisième pôle d'ancrage : les ressources financières</i> .....	260
1.	Les ressources financières de Beltone MidCap Egypt selon Timmons.....	260
2.	Beltone MidCap Egypt : la dualité des souscripteurs.....	264
3.	Les souscripteurs : proposition d'un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents	266
<b>IV.</b>	<i>Conclusion : trois pôles d'ancrage de nature « dual », équilibrés au sens de Timmons</i> .....	271

### **Section III.3-La dynamique des pôles: tentative de généralisation du cas égyptien aux pays émergents . 273**

<b>I.</b>	<i>La première phase du business plan : l'investissement</i> .....	274
1.	La stratégie et le processus d'investissement de Beltone MidCap Egypt .....	274
2.	Beltone MidCap Egypt : une phase d'investissement « entrepreneuriale » .....	281
3.	L'investissement : proposition d'un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents	282
<b>II.</b>	<i>La deuxième phase du business plan : le suivi.</i> .....	289
1.	Le partenariat entre le fonds Beltone MidCap Egypt et la PME .....	289
2.	Beltone MidCap Egypt : une phase de suivi « entrepreneuriale ».....	292
3.	Le suivi : proposition d'un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents .....	293
<b>III.</b>	<i>La troisième phase du business plan : la sortie</i> .....	297
1.	La hiérarchie contextuelle des stratégies de sortie .....	297
2.	Beltone MidCap Egypt : une phase de sortie « entrepreneuriale ».....	300
3.	La sortie : proposition d'un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents .....	302
<b>IV.</b>	<i>Conclusion : une dynamique « entrepreneuriale » des trois pôles, équilibrée au sens de Timmons</i> .....	304

<b>CONCLUSION .....</b>	<b>306</b>
<i>I.</i> <i>Résumé et conclusion.....</i>	<i>307</i>
1.    Résumé.....	307
2.    Conclusion .....	309
<i>II.</i> <i>Les contributions de la thèse .....</i>	<i>312</i>
1.    Cinq contributions théoriques, cinq contributions pratiques.....	312
2.    Un petit pas pour la science, un grand pas pour la profession ?.....	314
<i>III.</i> <i>Prolongations de la thèse.....</i>	<i>317</i>
<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>318</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>338</b>

# Liste des tableaux

Tableau 1. Comparaison entre capital investissement et prêteur long terme .....	53
Tableau 2. Nomenclature des actifs alternatifs .....	55
Tableau 3. Groupe des 34 pays avancés selon le FMI .....	73
Tableau 4. Groupe des 150 pays émergents et en développement selon le FMI .....	74
Tableau 5. Comparaison économique entre G7 et BRIC .....	75
Tableau 6. Part du PIB des pays émergents issue des exportations de combustibles .....	78
Tableau 7. Indice IFC- <i>Doing Business</i> synchronisé sur le cycle de vie des entreprises .....	83
Tableau 8. Synthèse des statistiques utilisées .....	94
Tableau 9. Levées de fonds dans les pays émergents en 2009 et 2010.....	95
Tableau 10. Géographie des levées de fonds destinées aux pays émergents 2006 à 2010 .....	96
Tableau 11. Investissement dans les pays émergents en 2009 et 2010 .....	97
Tableau 12. Géographie des investissements dans les pays émergents de 2008 à 2010.....	99
Tableau 13. Performance relative du capital investissement dans les pays émergents .....	100
Tableau 14. Matrice rentabilité/risque de la sphère réelle .....	148
Tableau 15. Matrice rentabilité/risque de la sphère financière .....	149
Tableau 16. Représentativité des segments matures du capital investissement.....	151
Tableau 17. Principaux fonds de capital investissement référencés en région MENA.....	218
Tableau 18. Reformulation de l'hypothèse de recherche.....	227
Tableau 19. Indicateurs macroéconomiques des pays émergents méditerranéens.....	233
Tableau 20. Nombre estimé de PME formelles dans les pays émergents méditerranéens ....	234
Tableau 21. Qualification de l'opportunité de marché de Beltone au sens de Timmons.....	237
Tableau 22. Pôle 1 - L'opportunité de marché : discrimination des segments matures.....	241
Tableau 23. Qualification de l'équipe de gestion de Beltone au sens de Timmons.....	252
Tableau 24. Cartographie de Wharton : les métiers de la finance et leur profil idéal .....	254
Tableau 25. Pôle 2 - L'équipe de gestion : discrimination des segments matures.....	255
Tableau 26. Qualification des ressources financières de Beltone au sens de Timmons .....	264
Tableau 27. Pôle 3 - Les ressources financières : discrimination des segments matures .....	266
Tableau 28. Classement de l'Egypte selon l'indice IFC- <i>Doing Business</i> 2012.....	276
Tableau 29. Étapes clés du processus d'investissement .....	280

Tableau 30. Qualification de l'investissement de Beltone au sens de Timmons .....	282
Tableau 31. Le <i>business plan</i> phase 1 : l'investissement selon Timmons .....	283
Tableau 32. Evolution des investissements en France 2006-2011 .....	285
Tableau 33. Etapes clés du processus de suivi .....	290
Tableau 34. Qualification du suivi de Beltone au sens de Timmons .....	292
Tableau 35. Le <i>business plan</i> phase 2 : le suivi selon Timmons .....	293
Tableau 36. Qualification de la sortie de Beltone au sens de Timmons .....	301
Tableau 37. Le <i>business plan</i> phase 3 : la sortie selon Timmons .....	302

# Liste des figures

Figure 1. Levées de fonds en capital investissement dans le monde depuis 15 ans.....	42
Figure 2. La chaîne de financement des PME.....	43
Figure 3. La chaîne de financement des PME dans les pays émergents .....	44
Figure 4. Planisphère des pays émergents selon IFC-World Bank .....	62
Figure 5. Évolution de l'indice MSCI EM sur 20 ans.....	64
Figure 6. Planisphère des PME .....	68
Figure 7. Taux de croissance annuel moyen du PIB de 20 pays de 2000 à 2009 .....	76
Figure 8. Contribution relative des pays développés et émergents dans le PIB mondial .....	77
Figure 9. Classement des environnements régionaux favorables aux entreprises .....	84
Figure 10. Consommation et PIB en 2009 dans les pays émergents et développés.....	88
Figure 11. Levées de fonds et investissements PE dans les pays émergents (2006-10) .....	91
Figure 12. L'attractivité du capital investissement selon les pays .....	105
Figure 13. Pénétration du capital investissement dans 15 pays en pourcentage du PIB .....	110
Figure 14. La financiarisation de l'économie.....	118
Figure 15. Taxonomie actuelle du capital investissement et cycle de vie de l'entreprise.....	121
Figure 16. Qualités clés d'une <i>start-up</i> technologique pour capital risque .....	122
Figure 17. Classification des opérations d'acquisition d'entreprises .....	126
Figure 18. Évolution des multiples d'acquisition en Europe depuis 2004 .....	127
Figure 19. Revue des méthodes d'évaluation et de leurs ajustements selon Luis Pereiro ....	133
Figure 20. Modes de raisonnement et connaissance scientifique.....	182
Figure 21. Schéma d'un conglomérat selon Michael Jensen .....	188
Figure 22. Schéma d'un fonds de LBO selon Michael Jensen.....	188
Figure 23. Cycle de vie de l'adoption technologique.....	194
Figure 24. Les 5 forces de Porter .....	195
Figure 25. Le modèle de Timmons .....	198
Figure 26. Déséquilibre du modèle de Timmons .....	200
Figure 27. Rééquilibrage du modèle de Timmons .....	201
Figure 28. Carte de la région Euro-Méditerranée .....	207
Figure 29. Évolution du PIB par habitant en Méditerranée de 1950 à 2010.....	208

Figure 30. Modèle de Timmons appliqué à Beltone MidCap Egypt .....	220
Figure 31. Le double maillage de la relation d'agence et du <i>business plan</i> .....	221
Figure 32. Création et répartition de valeur dans un fonds de capital investissement .....	223
Figure 33. L'opportunité de marché de Beltone MicCap Egypt au sens de Timmons .....	232
Figure 34. Carte des zones et secteurs stratégiques en Egypte .....	236
Figure 35. L'équipe de Beltone MicCap Egypt au sens de Timmons.....	245
Figure 36. Les savoir-faire de l'investisseur en capital.....	246
Figure 37. La mixité de l'équipe de gestion de Beltone MidCap Egypt.....	251
Figure 38. Les ressources financières de Beltone MidCap Egypt au sens de Timmons.....	260
Figure 39. Le capital investissement en Méditerranée sur 20 ans (1990-2010).....	262
Figure 40. Les levées de fonds du capital investissement dans la région MENA.....	263
Figure 41. La phase d'investissement chez Beltone MidCap Egypt .....	275
Figure 42. La phase de suivi chez Beltone MidCap Egypt .....	289
Figure 43. La phase de sortie chez Beltone MidCap Egypt .....	297

# Liste des principaux acronymes utilisés

AFD : Agence Française de Développement

AFIC : Association Française des Investisseurs en Capital

ALENA : Accord de Libre Echange Nord-Américain

AMF : Autorité des Marchés Financiers

AMIC : Association Marocaine des Investisseurs en Capital

ARD : American Research and Development corporation

ASEAN : Association of South East Asian Nations

ATIC : Association Tunisienne des Investisseurs en Capital

BEI : Banque Européenne d'Investissement (EIB en anglais)

BERD : Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (EBRD en anglais)

BRIC : Brésil, Russie, Inde et Chine

CAPM : Capital Assets Pricing Model (voir MEDAF)

CDC : Caisse des Dépôts et Consignations

DFI : Development Financial Institution (Institutions financières de développement)

EBC : Excédent Brut d'Exploitation (voir EBITDA)

EBIT : Earning Before Interest and Tax (voir : RBE)

EBITDA : Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (voir : EBE)

EDBE : Egyptian Development Bank of Export

EMPE : Emerging Markets Private Equity (Capital investissement dans les pays émergents)

EMPEA : Emerging Markets Private Equity Association

EPEA : Egyptian Private Equity Association

ESG : Environnement, Social et Gouvernance

EU-27 : L'Union Européenne des 27 pays

EVCA : European private equity and Venture Capital Association

FMI : Fonds Monétaire International (IMF en anglais)

FMO : Financierings-Maatschappij voorOntwikkelingslanden (DFI des Pays Bas)

G7 : Allemagne, Canada, Etats-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni

G8 : Les membres du G7 et la Russie

GCC: Gulf Cooperation Council (Pays du Golfe)

GP : General Partner (société de gestion)

IDE : Investissement Direct Etranger

IFC-World Bank : International Financial Company (voir SFI-Banque Mondiale)

IPeMed : Institut de Prospective Economique du Monde Méditerranéen

IPO : Initial Public Offering (Introduction en bourse)

IRR : Internal Rate of Return (voir TRI)

LBO : Leveraged Buy Out (rachat avec effet de levier bancaire)

LP : Limited Partner (souscripteur)

LPEQ : Listed Private Equity Association

MEDAF : Modèle d’Evaluation des Actifs Financiers (voir CAPM)

MENA : Middle East - North Africa (voir PSEM)

MSCI Index : Morgan Stanley Capital International Index

NYSE : New York Stock Exchange

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OECD en anglais)

PE : Private Equity

PER : Price Earning Ratio

PIB : Produit Intérieur Brut

PIPE : Private Investment in Public Equity

PME : Petite et Moyenne Entreprise (voir SME)

PPP : Partenariat Public-Privé

Proparco : Promotion et Participation pour la Coopération Economique

PSEM : Pays du Sud et de l’Est de la Méditerranée (voir MENA)

RBE : Résultat Brut d’Exploitation (voir EBIT)

SFI-Banque Mondiale : Société Financière Internationale (voir IFC-World Bank)

SICAR : Société d’Investissement à Capital Risque

SICAV : Société d’Investissement à Capital Variable

SIF : Specialised Investment Fund

SME : Small and Medium Enterprise (voir PME)

SPAC : Special Purpose Acquisition Company (Holding *ad hoc* d'acquisition)

TBI : Traité Bilatéral de protection de l'Investissement

TRI : Taux de Rendement Interne (voir IRR)

USD : United States Dollar

VC : Venture Capital (capital risque)

# INTRODUCTION

# I. Les sphères réelle et financière

## 1. Le moteur de la sphère réelle

L'année 2011 célèbre l'envol de « *Cygnes Noirs*<sup>1</sup> » aux quatre coins du globe, ces événements hautement improbables qui transforment notre vision du monde. Révolutions arabes en Méditerranée, crise des dettes souveraines en Europe et aux Etats-Unis et désastre nucléaire au Japon marquent l'avènement du risque systémique. Ce maelström se déploie partout, sur fond de contraste entre économies avancées atones et pays émergents en croissance continue. L'accélération des crises et de leur ampleur s'avère : notre dernière certitude est la diffusion généralisée de toutes les incertitudes.

Face à ces grands dérèglements et aux mouvements de foules fiévreux - révoltes, actions des « Indignés », exubérance irrationnelle des marchés - un retour aux fondamentaux s'impose partout, parfois avec brutalité : rigueur budgétaire des ménages, des entreprises et des Etats surendettés ; agilité et frugalité nouvelles des agents économiques ; versatilité incontournable des *business plans*, qui scelle la fin du « *business as usual* » au profit du « *crisis as usual* » ; enfin, le sacre du savant et des gouvernements technocratiques dits « *de transition* » sur la pure figure du politique. Il s'agit désormais de préserver et de diffuser, avec science et conscience, la croissance où qu'elle se trouve.

Nous pensons que cette croissance, bien que fragile, se concentre particulièrement dans les PME des pays émergents. En effet, les PME sont le moteur des économies dont elles constituent l'essentiel du tissu industriel ; et les pays émergents eux-mêmes sont le moteur des nations, qui affichent un taux de croissance moyen du PIB trois fois

---

<sup>1</sup> TALEB, Nassim N. *Le Cygne Noir. La puissance de l'imprévisible*. Traduit de l'anglais (Edition originale 2007). France : Les Belles Lettres. 2011, 496 p.

## Introduction

supérieur à celui des économies avancées<sup>2</sup> et représentent, en 2011, 49% du PIB mondial<sup>3</sup>. En outre, le FMI calcule que seul 18% du PIB des pays émergents est majoritairement issu des recettes d'exportation de combustibles, réduisant ainsi les risques d'une illusion d'optique fondée sur l'embrasement du prix des hydrocarbures<sup>4</sup>.

Deux raisons principales expliquent cette redistribution des cartes au profit des pays émergents : la démographie, qui a fait naître un marché domestique aux goûts convergents avec les attentes des pays développés ; et les équilibres macro-économiques nationaux, marqués par la faiblesse des déficits (en pourcentage du PIB) et le niveau historiquement élevé des réserves souveraines : les deux tiers des réserves mondiales sont aujourd'hui détenues par les pays émergents, soit un total de 5 700 milliards de dollars US dont 2 600 milliards pour la seule Chine<sup>5</sup>. Ainsi, les pays émergents, longtemps qualifiés de « *Tiers-Monde* » en référence au tiers-Etat, représentent désormais un « *Nouveau Monde* » pour les entreprises et les gouvernements des pays développés. Or, ces pays, loin de constituer un univers de recherche homogène, soulèvent trois paradoxes. Tout d'abord, ils sont les plus nombreux du globe, mais leur décompte est variable en l'absence de liste officielle (les critères qualifiant un pays d'*« émergent »* étant eux-mêmes sujets à discussion, voir *infra*<sup>6</sup>). Ensuite, ces pays représentent une thèse d'investissement attrayante par leur croissance exceptionnelle ; mais leur performance boursière serait due à un effet d'aubaine sur des actions localement sous-évaluées, plutôt qu'à la croissance de leur PIB<sup>7</sup>. Enfin, la croissance des pays émergents repose sur un tissu industriel constitué à 90%<sup>8</sup> de PME ; or, ces PME sont particulièrement fragiles, parce que sous-capitalisées et rongées par l'économie informelle.

---

<sup>2</sup> MEERKATT, H (Boston Consulting Group). LIECHTENSTEIN, H. (IESE). *New markets, new rules: Will emerging markets reshape Private Equity?* Novembre 2010

<sup>3</sup> FMI. *World Economic Outlook*. World Economic and Financial Surveys. Washington. April 2012, 250 p.

<sup>4</sup> FMI. *World Economic Outlook*. World Economic and Financial Surveys. Washington. April 2012, 250 p.

<sup>5</sup> DE LAROSIERE, J. *L'avenir à long terme des pays « avancés »*, Genève : Académie des Sciences Morales et Politiques, novembre 2010.

<sup>6</sup> Partie I / Section I.2 / II / 2

<sup>7</sup> DAVIS, J. H. ALIAGA-DIAZ, R. COLE, W. SHANAHAN, J. (Recherche Vanguard). *Investir dans les pays émergents : Quelle importance donner à la croissance économique rapide ?* USA, Avril 2010.

<sup>8</sup> IFC-World Bank. *The SME Banking Knowledge Guide*. USA, 2010.

## **Introduction**

À travers cette vision panoramique des pays émergents mondiaux, se révèlent à la fois le potentiel et les contrastes de la Région Méditerranée – sur laquelle se focalisera notre recherche de terrain : s'y côtoient pays du G7, pays émergents et économies en transition, qui affichent le différentiel de niveau de vie le plus élevé du monde en PIB par habitant<sup>9</sup>. Les PME des rives Sud et Est de la Méditerranée sont nombreuses et représentent une force vive indéniable pour la région : la Banque Européenne d'Investissement en estime le nombre à 15 millions<sup>10</sup>. Mais seules 5 millions d'entre elles sont recensées par les chambres de commerce nationales, les 10 millions restantes évoluant dans la sphère informelle ; et le taux de bancarisation très faible (1 entreprise sur 5) renforce encore l'opacité et l'inefficience de cette source de croissance, dont la région a tant besoin.

## **2. Le support de la sphère financière**

Nous pensons que le rôle de la sphère financière est d'accompagner et de sécuriser la sphère réelle, à l'inverse de l'illusion d'une dynamique autonome de la sphère financière qui soufflerait, par orgueil, de nouvelles bulles spéculatives.

Comment bénéficier de la force de traction unique qu'offrent les pays émergents ? Et comment gérer les risques particuliers qui s'y attachent : politiques, informationnels et financiers ?

Nous formulons l'hypothèse que le capital investissement constitue une réponse pertinente : à la fois ferment économique et entrepreneuriat financier, il accompagne en fonds propres les entreprises à fort potentiel et permet aux plus agiles d'accéder au statut de champion régional, voire mondial. A l'instar du capital risque, qui, en

---

<sup>9</sup> REY, S. *La macroéconomie des PSEM : état des lieux et relations avec l'Union Européenne*. Centre d'Analyse Théorique et de Traitement des données économiques (CATT-UPPA). Université de Pau, Septembre 2011, CATT WP No.3, 18 p.

<sup>10</sup> CORDET-DUPOUY, Annie. NETTER, Jean-Michel. *Study in Support of the Implementation of the Mediterranean Business Development Initiative (MBDI)*. Luxembourg, Mars 2010, 68 p.

## Introduction

quelques années, a permis à des *start-ups* technologiques d'Amérique (Google, Facebook) et d'Europe (Skype) de révolutionner les usages de pays entiers dans le monde. La pénétration croissante du capital investissement dans les pays émergents marque, selon nous, une tendance de fond. C'est aussi une nécessité pour l'ensemble de l'écosystème : entreprises locales désireuses de se développer, entreprises des pays développés à la recherche de relais de croissance au-delà de leur environnement anémié, et gouvernements des pays émergents et développés encourageant une dynamique régionale. La sphère financière se met ainsi au service de la sphère réelle et retrouve son statut d'activité de support ; ce faisant, elle offre aux professionnels du capital investissement, à leurs équipes de gestion et à leurs souscripteurs un des derniers « *océans bleus* » d'une industrie financière malade de sa sophistication.

Dans son acception la plus large, le capital investissement – ou *private equity* – consiste dans le financement en fonds propres d'actifs non cotés. A ce titre, il prend des formes mosaïques, allant du financement de grands projets d'infrastructures de type PPP (Partenariat Public-Privé) à celui de *start-ups* (*early stage*). Entre ces deux extrêmes, le financement des PME devient une priorité. Le modèle du capital investissement, à l'image des pays émergents, révèle à son tour trois paradoxes qui en illustrent la complexité. Le premier paradoxe est que ce modèle est à la fois ancien et récent, entre l'Espagne du XVe siècle et l'Amérique des années cinquante. Ainsi, Christophe Colomb en popularise le principe en convainquant Isabelle La Catholique et le fonds souverain espagnol de financer ses caravelles. Et en 1946, le Général Georges Doriot crée l'ARD « *American Research & Development corporation* », accédant au statut de fondateur du capital risque moderne. Le deuxième paradoxe est que, si ce modèle est reconnu pour sa forte singularité, il est aussi régulièrement assimilé à d'autres métiers de la finance qui en sont pourtant très éloignés, au premier rang desquels figurent les banques et les *hedge funds*. Le troisième paradoxe enfin s'exprime dans les jugements contrastés et parfois passionnés que ce modèle suscite. Certains y dénoncent des « *barbares à nos portes*<sup>11</sup> », lorsque d'autres y voient une gouvernance économique idéale, dont la diffusion devrait s'étendre jusqu'aux

## **Introduction**

conglomérats cotés en bourse<sup>12</sup>. Dans les pays émergents, le capital investissement se caractérise par la gestion de toutes les inefficiencies : celles des marchés locaux (de biens, de services, de financements), du climat des affaires et du fait politique. C'est grâce à des équipes de gestion professionnelles, agiles et entraînées à gérer les crises, que des fonds d'investissement créeront de la valeur au bénéfice de leurs souscripteurs – publics et privés – et accompagneront, en la consolidant, la dynamique des classes moyennes consommatriices.

Pour ces raisons, le capital investissement nous paraît promis à de grands accomplissements dans les pays émergents. Et plus particulièrement en Méditerranée. La meilleure gouvernance, la dynamique des PME et l'intégration régionale ont ainsi été érigées en socle par le G8 réuni à Deauville en mai 2011, Sommet qui fut marqué par l'annonce d'une mise à disposition de 40 milliards de dollars. « *Les changements historiques actuellement à l'œuvre en Afrique du Nord et au Moyen-Orient peuvent ouvrir la voie à des transformations comparables à celles survenues en Europe centrale et orientale après la chute du mur de Berlin*<sup>13</sup> » pose l'Article Premier de la Déclaration du G8 sur les Printemps Arabes. Si, par la suite, l'approfondissement de la crise de la dette souveraine européenne a obligé les gouvernements du G8 à se focaliser sur leurs enjeux nationaux, les fondements du raisonnement de Deauville demeurent. Nous pensons qu'en complément d'une croissance soutenable des PME et de la diffusion d'une meilleure gouvernance, la multiplication des partenariats entre les rives de la Méditerranée doit permettre de construire un pôle de croissance économique majeur, alternatif à l'Asie et aux Amériques. Alors, la Méditerranée pourra redevenir un grand lac intérieur, à la faveur d'une tectonique économique, sociale et entrepreneuriale.

---

<sup>11</sup> BURROOUGH, B. HELYAR, J. *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*. USA: J. Harper Paperbacks. Mai 2003, 592 p.

<sup>12</sup> JENSEN, M. Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, September 1989, 67(5), 61-74

<sup>13</sup> G8, *Déclaration du G8 sur les Printemps Arabes*. Sommet de Deauville, 26-27 Mai 2011, 5 p.

## II. Les travaux de recherche

### 1. La question de recherche

Notre recherche porte sur le capital investissement dans les pays émergents et plus spécifiquement au sud de la Méditerranée. Statistiquement, ce sont certes les quatre pays émergents BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) qui drainent l'essentiel des levées de fonds et des investissements du *private equity*. Mais d'autres pays révèlent une attractivité grandissante, en Europe de l'Est, en Afrique, en Asie et en Méditerranée<sup>14</sup>. Ces régions constituent la nouvelle frontière du capital investissement : un environnement turbulent, où l'inefficience, les attentes de rendement et les risques sont exacerbés.

Le capital investissement dans les pays émergents est un objet de recherche à la fois jeune et complexe qui, à l'image de ses éléments constitutifs – capital investissement et pays émergents - fait enfin apparaître trois paradoxes. Le premier de ces paradoxes tient à son très fort développement qui fait des pays émergents les « *nouveaux centres de gravité du capital investissement mondial*<sup>15</sup> », cependant que son taux de pénétration en pourcentage du PIB demeure marginal dans ces pays. Le deuxième paradoxe découle de la place des BRIC dans ce marché : alors qu'ils devraient naturellement dominer le groupe des émergents par leur attractivité, une analyse comparative menée par le Boston Consulting Group<sup>16</sup> écorne leur supériorité attendue. Un ultime paradoxe enfin : il ressort que le capital investissement est mis en œuvre d'une manière très différente dans les pays émergents en comparaison des pratiques des pays développés, parfois jusqu'à ne plus présenter qu'une lointaine parenté avec

---

<sup>14</sup> A titre d'exemple, on peut illustrer chacune de ces 4 régions par un pays représentatif : la Pologne, l'Afrique du Sud, le Laos et le Maroc.

<sup>15</sup> CHALMET, E. Les marchés émergents, nouveaux centres de gravité du capital investissement. *La Tribune*, édition du 4 novembre 2010

<sup>16</sup> MEERKATT, H (Boston Consulting Group). LIECHTENSTEIN, H. (IESE). *New markets, new rules: Will emerging markets reshape Private Equity?* Novembre 2010

## Introduction

son modèle d'origine (à travers des pratiques localement populaires telles que le « *portage* » ou le « *deal-by-deal* », voir *infra*<sup>17</sup>). Peut-on alors encore parler de capital investissement ? Ce dernier paradoxe concentrera l'essentiel de nos travaux, même si l'ensemble des paradoxes évoqués sera abordé dans la thèse. En effet, valoriser l'outil du capital investissement ne suffit pas : ses contours et ses modalités – ce que nous appelons son « *modèle* » - doivent être précisés pour l'ancrer dans le réel. Nos observations de terrain démontrent une pratique inégale, instable, voire dévoyée du modèle originel, dans l'objectif illusoire de s'adapter à la topographie locale. En conséquence, notre question de recherche se formule comme suit :

### « *Quel modèle de capital investissement pour les pays émergents ?* »

L'objectif ultime des présents travaux est de proposer un modèle de capital investissement adapté aux pays émergents, notamment à partir de l'étude d'un cas clinique longitudinal vécu, portant sur la création d'un fonds d'investissement en Egypte. Ce modèle idoine devra concilier des objectifs d'apparence antagoniste : être à la fois robuste dans sa fidélité au modèle d'origine, qui a été constamment affiné dans les pays développés depuis son introduction par les Découvreurs<sup>18</sup> ; et être adapté à des environnements volatils dont la géopolitique, la dynamique et les risques spécifiques sont autant de différences avec les pays développés.

Au surplus, introduire l'idée d'un modèle de capital investissement spécifique aux pays émergents porte en soi l'idée que la nomenclature actuelle de la profession pourrait évoluer. En effet, aux Etats-Unis comme en Europe, le capital investissement est articulé autour de quatre segments synchronisés sur le cycle de vie de l'entreprise qu'il finance, c'est-à-dire sur la seule dimension temporelle : création, développement, transmission et retournement. Cette taxonomie temporelle, construite il y a plusieurs

---

<sup>17</sup> Partie I / Section I.3 / II / 3

<sup>18</sup> BOORSTIN, D. *Les Découvreurs*. France : Robert Laffont, Collection : Bouquins, mars 1988, 760 p.

## **Introduction**

décades, ne devrait-elle pas évoluer pour tenir compte des bouleversements de l'économie et de la géopolitique mondiales ? C'est aussi l'ambition de la présente recherche que de suggérer d'adjoindre la dimension de l'espace à celle du temps : contribuer à identifier et à promouvoir le capital investissement dans les pays émergents conduira, demain peut-être, à en faire opportunément le cinquième segment d'un métier en résonance avec son époque.

### **2. La portée des travaux de recherche**

Peut-on utiliser la pratique aboutie du capital risque issu des pays développés pour nourrir les bonnes pratiques du jeune métier de capital investissement dans les pays émergents ? C'est notre opinion, issue de notre expérience, et que nous allons chercher à valider tout au long de cette thèse.

L'objectif et la portée de nos travaux de recherche seront modestes au plan scientifique : il s'agit de transformer cette opinion, originellement issue d'une intuition, en hypothèse scientifiquement qualifiée. Ce petit pas pour la science pourrait cependant représenter un grand pas pour la communauté professionnelle : notre hypothèse de recherche serait en effet susceptible, en trouvant un écho au sein de la communauté des praticiens, de changer profondément la perception et la pratique actuelles du capital investissement dans les pays émergents. Cette industrie, à travers les PME sous-jacentes qui la composent, que nous proposons d'analyser en termes de couple rentabilité/risque et non plus de géographie ou de secteur d'activité, imposerait alors une pratique et un discours nouveaux dont les implications toucheraient l'ensemble de l'écosystème : les PME des pays émergents, les équipes de gestion des fonds d'investissement et les souscripteurs de ces fonds, rejoints par les intermédiaires, avocats, auditeurs, banquiers et conseils, qui s'y engagent. Selon nous, tous ces agents économiques seraient alors amenés à transformer la façon dont ils exercent leurs

## Introduction

métiers respectifs, à la lumière d'une requalification de leur environnement immédiat, qui leur semble pourtant si familier.

Pourquoi limiter la portée de nos travaux, en visant la seule reformulation scientifique de notre hypothèse de recherche ? Il faut y voir l'effet cumulé de la jeunesse du capital investissement dans les pays émergents - qui entraîne un *corpus* de recherche encore embryonnaire - et de la triple opacité qui frappe la profession : opacité des PME ; opacité des pays émergents ; et opacité du capital investissement lui-même. Ces difficultés, qui contraignent les postures classiques de la recherche fondées sur un schéma hypothético-déductif, nous amènent, par souci d'efficacité, à préférer une approche inductive : nous analyserons donc un cas vécu considéré comme exemplaire (la création du fonds d'investissement Beltone MidCap Egypt), à travers un cadre théorique robuste et adapté (le modèle de Timmons). En conséquence, la présente thèse ne peut être qu'exploratoire ; mais sa perspective est ambitieuse, puisqu'il s'agit d'entrouvrir une piste de recherche en contradiction avec les pratiques actuelles - parfois institutionnalisées - sur un sujet dont les prévisions de développement nous apparaissent considérables. En effet, les PME sous-tendent l'essentiel des économies mondiales, et se trouvent surreprésentées dans les pays émergents où elles constituent 90% du tissu industriel, selon les estimations d'IFC-World Bank<sup>19</sup>.

Les PME des pays émergents seront au centre de notre approche, qui s'appuie sur la sphère réelle dans le but d'ouvrir des pistes dans la sphère financière. Au-delà de leur statut d'agents économiques incontournables, c'est leur ambivalence qui fonde notre prédiction d'un développement fort et pérenne du capital investissement dans ces pays : en effet, les PME qui structurent les économies émergentes sont à la fois moteurs de l'activité mondiale et particulièrement vulnérables, sapées par le recours excessif à l'endettement et rongées par l'économie informelle. Le financement professionnel en fonds propres devrait, pour ces raisons, s'imposer dans les années à venir. Mais l'ambivalence des PME considérées transformera, selon nous, la donne : face à l'ambiguïté de leur situation, nous pensons en effet qu'un capital investissement *dual* montrera une supériorité sur des pratiques trop largement inspirées du capital

## **Introduction**

développement et du capital transmission des économies avancées. D'une nature versatile, le capital investissement que nous recommandons pour les pays émergents sera directement issu de la forme la plus agile du métier qu'est le capital risque de la *Silicon Valley* : dépourvu de ses atours technologiques, il constituera un capital investissement entrepreneurial, adapté à la topographie des pays émergents.

### **3. Deux contributions antérieures porteuses d'inspiration**

La question de recherche que nous posons ici peut apparaître iconoclaste du fait des années-lumière qui séparent les deux univers que nous rapprochons : pays en voie de développement et haute technologie. Nous pensons pourtant que les *start-ups* technologiques des 34 pays avancés et les PME des 150 pays émergents (selon la nomenclature du FMI qui clive 184 pays dans le monde<sup>20</sup>) se correspondent en termes de couple rentabilité/risque. Et, qu'à ce titre, ces PME sous-jacentes nécessitent des formes de capital investissement similaires, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui.

Notre hypothèse de recherche implique la démarche suivante : s'inspirer largement du capital risque technologique tel qu'il est pratiqué depuis plus de 60 ans dans la *Silicon Valley*, pour construire les bonnes pratiques de la jeune et prometteuse industrie du capital investissement dans les pays émergents. Cette démarche consacre la pratique d'un capital investissement entrepreneurial, à la fois structuré et agile, gérant les crises avec habitude et se comportant comme l'*alter ego* du promoteur par l'effet de miroir qui unit les sphères réelle et financière. L'intuition d'origine, qui s'est muée en opinion ancrée dans l'expérience vécue, prend alors la forme d'une hypothèse de recherche, que l'objectif des présents travaux est de qualifier scientifiquement, en mesurant les implications en termes académique et pratique.

---

<sup>19</sup> IFC-World Bank. *The SME Banking Knowledge Guide*. USA, 2010.

<sup>20</sup> FMI. World economic outlook. World Economic and Financial Surveys. Washington. April 2012, 250 p.

## Introduction

Nous sommes conscients que l'idée de rapprocher et de fertiliser des économies, des pays, des secteurs d'activité, que tout oppose peut susciter le scepticisme. C'est pour créer les conditions d'une crédibilité de notre démarche que nous souhaitons évoquer à ce stade précoce de nos travaux deux contributions saillantes, qui nous ont encouragés, chacune à sa manière, à nous engager sur cette voie de recherche jusque là inédite. Ces deux contributions seront abordées plus en détails au cours de notre travail de recherche.

La première contribution est académique et revient au Professeur Josh Lerner. Cet enseignant-chercheur-essayiste de Harvard, que nous citerons régulièrement tout au long de nos travaux, jouit d'une aura particulière que rappelle l'article de recherche « *Josh Lerner: Recipient of the 2010 Global Award for Entrepreneurship Research*<sup>21</sup> » dans les domaines du capital investissement, du capital risque et du financement de la technologie. L'article de recherche n'hésite pas à conclure : « *Josh Lerner is a superstar, a contemporary giant of entrepreneurship scholarship in the domain of VC-backed business venturing* ». Or, l'auteur esquisse la mise en parallèle entre capital risque et capital investissement dans les pays émergents dans son recueil de cas pratiques d'Harvard intitulé « *Venture Capital & Private Equity – A casebook*<sup>22</sup> » (3<sup>ème</sup> édition), lorsqu'il écrit : « *Institutional investors frequently justify their interest in private equity funds in developing nations by highlighting the similarities to venture capital in the United States. Like venture capital investments, many companies in developing nations are characterized by great uncertainty, difficult-to-value assets, and substantial information asymmetries. In the developing world, a venture capital-like style of investment should consequently yield attractive returns* ».

La deuxième contribution, que nous avons considérée comme encourageante pour nos travaux, est quant à elle professionnelle : elle vient d'IFC-World Bank, bras financier de la Banque Mondiale et premier bailleur de fonds du capital investissement dans les pays émergents à travers le monde. À l'occasion de l'étude de l'opportunité

---

<sup>21</sup> BRAUNERHJELM, P. *Josh Lerner: Recipient of the 2010 Global Award for Entrepreneurship Research. Working Paper Series in Economics and Institutions of Innovation Royal Institute of Technology, CESIS - Centre of Excellence for Science and Innovation Studies*. Août 2010, 233, 19 p.

## **Introduction**

d’investissement dans le fonds en création Beltone MidCap Egypt (notre cas clinique réel étudié en Partie III), les équipes spécialisées d’IFC-World Bank ont mené des *due diligences* détaillées sur les principaux membres de l’équipe de gestion. A ce titre, l’Institution a analysé mon profil et mon expérience (« *track record* »), pour juger de la cohérence de mon parcours et de la valeur ajoutée que je pouvais apporter au projet égyptien. Après avoir constaté qu’en parallèle à 10 années de financement de *start-ups* technologiques en France, j’avais développé une expérience en capital investissement dans les pays émergents traitant de PME non-technologiques, les questions se sont rapidement concentrées sur la cohérence de mon expérience et son bien-fondé ; en effet, mon rôle était central dans le projet, en tant que « *part-time team member* », et unique membre non-égyptien de l’équipe de gestion du fonds. Au cours de plusieurs entretiens menés par IFC-World Bank sur ce thème, j’ai été amené à décrire avec une précision grandissante les motifs que je considérais communs au capital risque et au capital investissement dans les pays émergents. Le retour positif de l’Institution sur cette approche originale, suivie par sa décision d’investir jusqu’à 20 millions de dollars US dans le projet Beltone MidCap Egypt, m’ont encouragé à poursuivre mes réflexions pour tenter d’en étayer l’intuition.

---

<sup>22</sup> LERNER, J. FELDA H. ANN L. *Venture Capital and Private Equity – A casebook (3rd edition)*, New Jersey, USA : John Wiley and Sons, 2005, 570 p.

## **Introduction**

### **4. Plan de la thèse**

Les présents travaux s'articulent en 3 parties :

#### **Introduction**

#### **Partie I. Définition et réalités du capital investissement dans les pays émergents**

1. Définition des termes de la question : le capital investissement
2. Définition des termes de la question : les pays émergents
3. Réalités du capital investissement dans les pays émergents

#### **Partie II. Question de recherche, littérature et méthodologie**

1. La question de recherche : quel modèle de capital investissement pour les pays émergents?
2. Revue de la littérature du capital investissement dans les pays émergents
3. Méthodologie

#### **Partie III. Cas clinique : application du modèle de Timmons au fonds Beltone MidCap Egypt et proposition d'un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents**

1. Présentation du cas clinique, du modèle théorique et de l'hypothèse reformulée
2. Les 3 pôles d'ancrage : tentative de généralisation du cas égyptien aux pays émergents
3. La dynamique des pôles: tentative de généralisation du cas égyptien aux pays émergents

#### **Conclusion**

### III. Lien avec la pratique professionnelle

#### 1. Une triple fonction d'acteur, de capteur et de passeur

En tant que professionnel du capital investissement, j'ai développé trois fonctions complémentaires qui encouragent ma présente démarche : acteur, capteur et passeur.

Ma première fonction est celle d'« *acteur* » : je suis associé-fondateur du holding de participations Casa Invest, où j'anime la pratique « *Capital investissement* » en support d'opérations menées par des entrepreneurs ou par des fonds d'investissement. Je suis également membre du jury-fondateur de l'incubateur de Paris Dauphine, structure qui héberge dans les locaux de l'établissement des *start-ups* (d'activités technologiques et traditionnelles) en demande de mentorat et de mises en relation. Cet engagement entrepreneurial, mené depuis 2011, est fondé sur une expérience de 10 ans d'investissement en *private equity* chez Siparex (1,1Md€ sous gestion), qui m'a placé au contact de toutes les émergences : celle des entreprises (*start-ups*), celle des technologies (capital risque) et celle des nations (capital investissement dans les pays émergents). Ainsi, dans mes fonctions d'*Investment Manager* de l'activité capital risque de Siparex, j'ai accompagné comme actionnaire et administrateur actif près de 20 PME à forte croissance dans les domaines technologiques du logiciel, de l'Internet et de la biotechnologie. J'ai cédé 14 de ces lignes, dont 2 ont été introduites en bourse sur NYSE Euronext : BioAlliance (oncologie) et Novagali (émulsions cationiques pour l'œil sec). Au total, ces 14 sorties ont généré une plus-value, au cours d'une décennie 2000-2010 marquée par l'éclatement de la bulle Internet et particulièrement destructrice de valeur pour le capital risque mondial. En complément de ces responsabilités dans le capital risque, ma seconde fonction de Directeur de l'activité Pays Emergents de Siparex m'a positionné à la fois comme investisseur et membre à temps partiel de nouvelles équipes de gestion de fonds dans les pays émergents. Les

## **Introduction**

souscripteurs appellent ces projets les « *Emerging markets - first time team - first time funds* » et les qualifient – souvent à raison – d’investissements les plus risqués de leur univers d’intervention. Parmi mes réalisations, la création du fonds de capital investissement Beltone MidCap Egypt s’est révélée la plus structurante et la plus riche d’enseignements, se concluant par une levée de fonds de 40 millions de dollars US en 2010 - année précédant la Révolution des Printemps Arabes en Egypte - et par la cogestion du fonds aux côtés de l’équipe opérationnelle du Caire. Cette expérience, que nous considérons représentative de la problématique du capital investissement dans les pays émergents, constituera notre cas clinique longitudinal (traité en Partie III).

Ma deuxième fonction, de « *capteur* », s’est développée dans les fonctions de *Manager* du *think tank* et réseau d’affaires Euromed Capital Forum de 2007 à 2011, qui a pour objet social de promouvoir le capital investissement en Méditerranée. J’ai été amené à organiser à ce titre deux forums à Tunis (2008) puis à Tanger (2009). Les 200 orateurs qui y ont participé ont révélé deux photographies de la situation régionale du *private equity*, espacées d’un an et demi, qui éclairent nos travaux. J’ai aussi régulièrement contribué - et contribue encore - aux travaux d’autres *think tanks* sur le financement des PME en Méditerranée, parmi lesquels Anima (plate-forme multi-pays de développement réunissant 80 agences gouvernementales) et Amadeus (institut géopolitique basé au Maroc).

Enfin, ma troisième fonction, de « *passeur* », concerne la transmission de savoirs et de savoir-faire, par la formation d’étudiants et d’équipes de gestion en capital investissement. Les thèmes enseignés sont la finance d’entreprise (capital investissement, ingénierie financière, fusions et acquisition) et l’entrepreneuriat (stratégie de l’entrepreneur, *business models* et croissance rapide). J’interviens à HEC Entrepreneurs (dirigé par le Pr. Alain Bloch), en Master 2 Stratégie et Expertise Financière du CNAM (dirigé par le Pr. Denis Dubois) et en Master 225 Finance d’entreprise de Dauphine (dirigé par le Pr. Maurice Nussenbaum). Pour cette dernière formation, j’ai créé en 2011 l’enseignement de « *Capital investissement dans les pays*

## **Introduction**

émergents<sup>23</sup> », qui traite des spécificités opérationnelles de cette pratique. Je forme aussi les praticiens du capital investissement actifs dans les pays émergents en Tunisie, en Egypte et en Algérie, souvent en support d'organismes nationaux ou internationaux parmi lesquels la Banque Européenne d'Investissement, la Banque Mondiale, l'Agence Française de Développement ou l'ATIC<sup>24</sup>. Enfin, j'interviens régulièrement dans des conférences en France et à l'étranger sur les thèmes du capital investissement. En 2011, mes principales interventions se sont tenues aux conférences annuelles du CNAM et de Dauphine, aux rencontres d'IpeMed (Paris), au Forum de Javea (Alicante, Espagne), au symposium d'Amadeus Medays (Tanger, Maroc) et à la journée annuelle du capital investissement marocain (Casablanca, Maroc).

### **2. Une démarche de recherche issue de la pratique professionnelle**

Ces trois fonctions d'« *acteur* », de « *capteur* » et de « *passeur* » ont stimulé mes réflexions sur l'universalité du capital investissement et sur un modèle qui serait adapté aux pays émergents et notamment aux PME qui s'y développent. Cette question est née de difficultés concrètes auxquelles j'ai été confronté sur le terrain, et s'est nourrie de ma pratique du capital risque en France. Conscient de la distance qui sépare ces deux mondes, j'ai cheminé à travers des lectures et des échanges vers une mise en parallèle que j'ai longtemps considérée comme iconoclaste. La vision superficielle de métiers positionnés aux antipodes s'est cependant lézardée avec le temps, à mesure que des correspondances apparaissaient : les usines de conserverie d'Alexandrie et les sociétés de biotechnologie parisiennes commençaient à se faire écho. La pertinence de la question de recherche m'est apparue clairement au moment où IFC-World Bank a

---

<sup>23</sup> Syllabus en annexe

<sup>24</sup> Association Tunisienne des Investisseurs en Capital

## Introduction

confirmé sa décision d'investir dans la société Beltone MidCap Egypt, *a fortiori* en revendiquant le statut d'*Anchor Sponsor*<sup>25</sup> du projet.

La décision de m'investir dans la rédaction d'une thèse a été prise à l'occasion d'interventions académiques : le Professeur Alain Bloch m'a très tôt encouragé dans cette voie. Suivant ses conseils, j'ai collationné à partir de 2008 le matériau qui pourrait servir de substrat à un tel travail. Nos échanges sur les dimensions de l'entrepreneuriat et du développement économique régional se sont enrichis de réflexions partagées avec le Professeur Denis Dubois sur le fait financier. La codirection par mes deux professeurs du CNAM, qui m'ont l'un et l'autre accueilli comme intervenant dans leur Master il y a plusieurs années, a été pour moi une formidable opportunité ; et aussi une posture révélatrice de l'ambivalence du sujet, à mi-chemin entre l'entrepreneuriat et la finance. Je les remercie ici chaleureusement pour leur confiance, leur énergie positive et leur soutien, grâce auxquels j'ai pu mener la présente recherche à son terme.

Ainsi, ma propre pratique professionnelle s'est enrichie des réflexions académiques et des recherches des trois dernières années, m'offrant un recul nouveau sur le métier d'investisseur dans le non-coté. Ce dernier est en effet constamment menacé par le formatage des approches, censé permettre aux équipes de gestion de se conformer aux grilles d'analyse des grands bailleurs de fonds. Sclérose et rétrécissement se développent à l'ombre de cette hyperspecialisation, qui ne saurait protéger des contreperformances par temps de crise. Notre posture est ici inverse : une approche pragmatique, décloisonnée et transversale du capital investissement, qui cherche à catapulter les extrêmes pour en permettre la fertilisation croisée.

<sup>25</sup> *Anchor Sponsor* ou « *Sponsor d'Ancre* » est un statut de souscripteur de référence, qui permet en pratique à un fonds d'investissement nouvellement créé de consolider sa viabilité : à la fois par les montants investis (généralement 15% à 20% du total du fonds par souscripteur) et par l'autorité des souscripteurs de ce premier cercle. Beltone MidCap Egypt a rassemblé un groupe de 3 Anchor Sponsors autour du projet : IFC-World Bank, la BEI (Banque Européenne d'Investissement) et EDBE (Egyptian Development Bank of Export).

# **PARTIE I – Définition et réalités du capital investissement dans les pays émergents**

## Section I.1 - Définition des termes de la question : le capital investissement

Dans cette Section I.1, nous définissons le premier des termes de la question de recherche : le capital investissement.

Le capital investissement consiste dans le financement en fonds propres de sociétés non cotées (que nous focalisons ici sur les PME). Cette industrie majeure a drainé 228 milliards de dollars pour la seule année 2010. Nous montrons que le capital investissement n'est pas une industrie isolée, mais correspond à une des étapes de la chaîne de financement des PME, allant de l'apport des fondateurs jusqu'aux montants levés en bourse.

Les fondements du capital investissement sont ensuite présentés : inspiré par le financement innovant des caravelles de Christophe Colomb au XVème siècle, c'est le Général Georges Doriot qui créera, en 1946, le premier fonds de capital investissement dans son format actuel, destiné à valoriser la technologie. La théorie de l'agence de Michael Jensen, qui présente le souscripteur du fonds comme un commanditaire et l'équipe de gestion comme un commandité, révèle la relation qui existe entre les parties prenantes du capital investissement. La création de valeur et ses modalités pour le capital investissement sont aussi explicitées : amélioration des fondamentaux opérationnels (développement et optimisation), de la gouvernance et de l'ingénierie financière.

Le capital investissement est enfin comparé à des métiers de la finance avec lesquels il est parfois confondu : le banquier prêteur, les marchés financiers, et les *hedge funds*. Son *business model*, son horizon temporel, sa posture actionnariale et ses velléités d'influence à travers les organes de gouvernance des sociétés financées, sont autant de facteurs discriminants permettant de confirmer la singularité du capital investissement.

Dans la Section I.2 suivante, nous nous employerons à définir et expliquer ce que sont les pays émergents.

## I. Panorama du capital investissement

### 1. Une industrie majeure au plan mondial

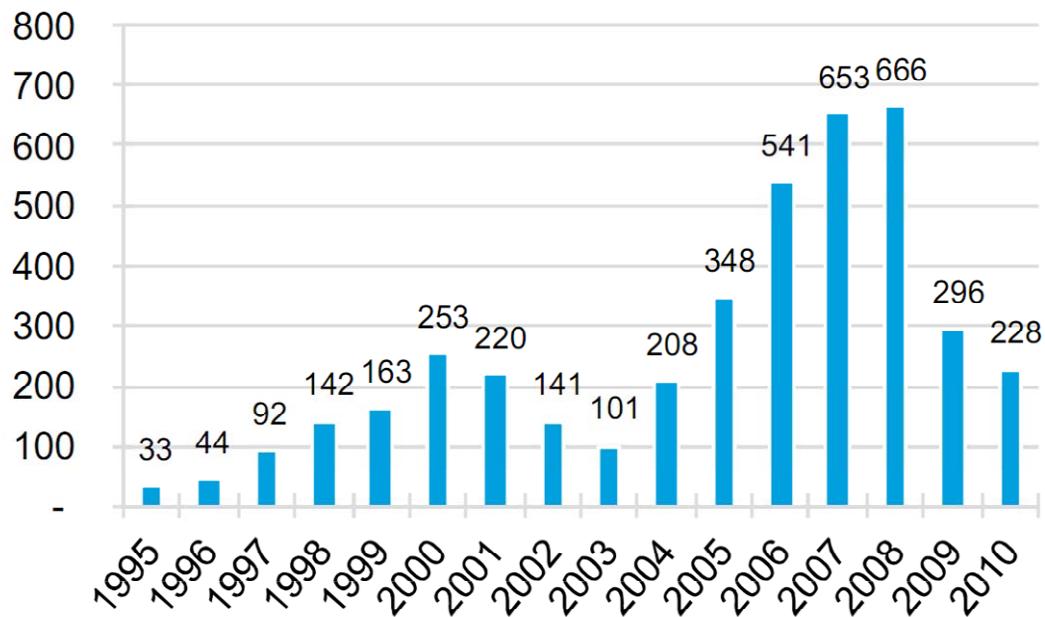
En 20 ans, 12 000 fonds de capital investissement se sont créés dans le monde, et ont levé de 1990 à 2010 un total de 4 000 milliards de dollars US. Cela représente environ 350 millions de dollars US par fonds (soit 230 millions d'euros). Le rythme des levées de fonds s'est régulièrement accéléré, à mesure que l'industrie du capital investissement a été mieux comprise et que son accès a été facilité pour les bailleurs de fonds. Deux pics d'activité apparaissent sur cette période : en 2000, avec l'engouement pour le capital risque destiné à financer les *start-ups* Internet, puis en 2007, avec la montée en puissance des fonds LBO destinés au rachat d'entreprises matures par effet de levier bancaire. La crise financière de 2008 a fragilisé la profession : 660 milliards de dollars US ont été levés en 2008, qui ne sont plus que 300 milliards de dollars US levés l'année suivante. Et en 2010, les levées de fonds se sont encore réduites, totalisant 230 milliards de dollars US - soit une attrition des 2/3 en l'espace de 24 mois<sup>26</sup>. Cette tendance s'est traduite par un allongement de la durée moyenne nécessaire pour finaliser les levées de fonds : cette durée a atteint un plus haut historique de 21 mois en 2010, et plus de la moitié des fonds n'ont pas réussi à atteindre leur objectif de levées.

La figure ci-après représente les levées de fonds mondiales sur les 15 dernières années :

---

<sup>26</sup> PREQIN, ouvrage collectif. *Preqin Global Private Equity Report*. Londres, UK: Preqin Ltd, 2011, 120 p.

Figure 1. Levées de fonds en capital investissement dans le monde depuis 15 ans



Montants libellés en milliards de dollars US

Source : Preqin, 2011

En contrepoint de cette tendance mondiale, la volumétrie du capital investissement dans les pays émergents augmente. Le Boston Consulting Group, conscient de ce qu'il analyse comme une tendance de fond, pose en novembre 2010 la question « *Will emerging markets reshape Private Equity?*<sup>27</sup> ».

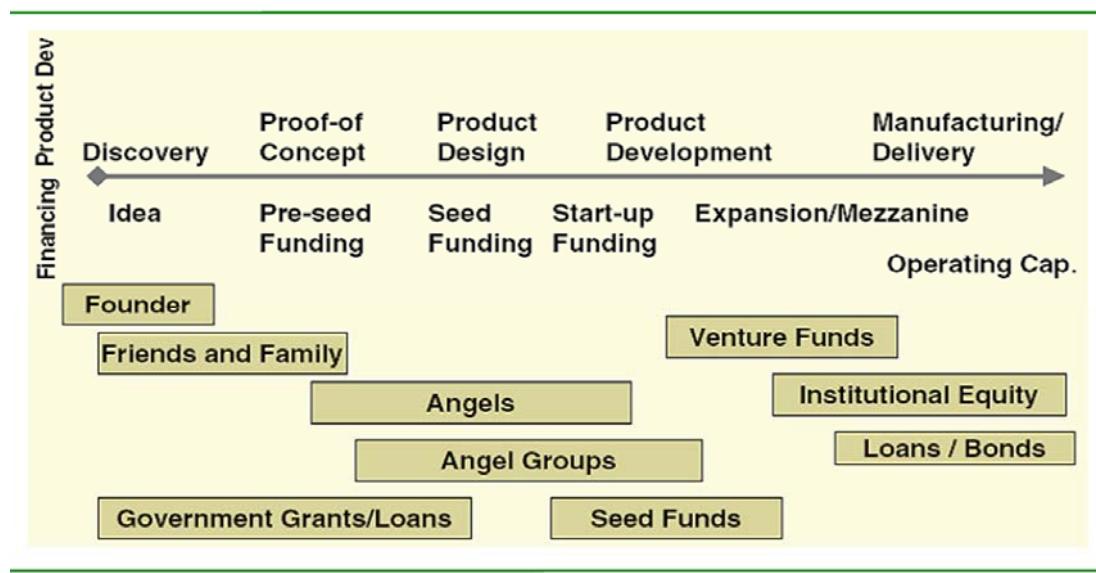
## 2. La chaîne de financement des PME

Le capital investissement n'est pas une industrie isolée : c'est un maillon de la chaîne de financement qui soutient et accompagne la PME tout au long de son cycle de vie. Traditionnellement, cette chaîne s'étend des fonds apportés par les fondateurs, leurs

<sup>27</sup> MEERKATT, H (Boston Consulting Group). LIECHTENSTEIN, H. (IESE). *New markets, new rules: Will emerging markets reshape Private Equity?* Novembre 2010

familles et leurs amis (« *love money* ») jusqu'aux montants levés en bourse. A mesure qu'elle se développe, la PME exprime des besoins de financements externes de nature différente, en complément de son autofinancement. Certains secteurs d'activité fonctionnent sur des modèles qui empêchent tout autofinancement pendant de nombreuses années, rendant incontournable la sollicitation de bailleurs de fonds externes : c'est le cas des biotechnologies, où la durée « *d'apnée de l'autofinancement* » peut atteindre 10 ans, jusqu'à la mise sur le marché des molécules développées<sup>28</sup>. Le schéma ci-après décrit les différentes sources de financement externe offertes à l'entreprise, au cours de son cycle de vie.

Figure 2. La chaîne de financement des PME



Source : Susan Preston, Davis Wright Tremaine LLP, 2006

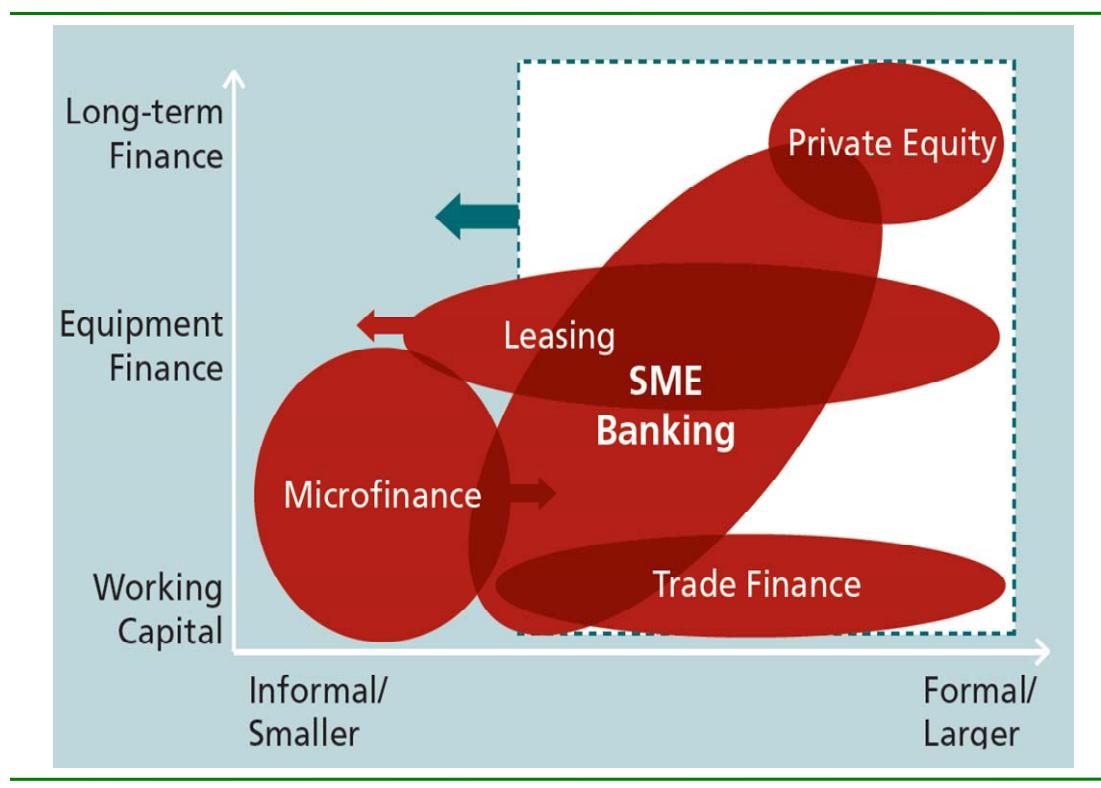
Bernard Daugeras, associé fondateur du fonds de capital risque Auriga, apporte un éclairage sur le poids relatif des acteurs de la chaîne du financement amont, dans un article intitulé « *Le financement de la création et de la croissance des 'start-up' de technologie* » publié en 2008 : « *On peut regretter simplement une implication très*

<sup>28</sup> ROBBINS-ROTH, Cynthia. *Le business des biotechnologies*. France : Dunod, avril 2001, 236 p.

faible des ‘business angels’ en France à ce stade, alors qu’aux États-Unis ils représentent des montants investis équivalents à ceux du capital-risque<sup>29</sup> ».

Dans les pays émergents, la chaîne de financement des entreprises fait apparaître certaines spécificités. Le schéma ci-après, issu du rapport d’IFC-World Bank « *The SME Banking Knowledge Guide*<sup>30</sup> » sur le système bancaire des pays émergents, positionne dans le temps l’offre de financement faite aux PME.

Figure 3. La chaîne de financement des PME dans les pays émergents



L’axe des abscisses figure le temps : l’entreprise se développe au fil des années, passant de la sphère informelle à la sphère formelle à mesure qu’elle se structure, ce qui modifie la nature des financements qui lui sont accessibles. L’axe des ordonnées

<sup>29</sup> In GLACHANT, Jérôme. LORENZI, Jean-Hervé. TRAINAR, Philippe. *Private Equity et capitalisme français*. Paris : La Documentation Française, 2008, 329 p.

<sup>30</sup> IFC-World Bank. *The SME Banking Knowledge Guide*. USA, 2010.

mesure la maturité du financement, du court au long terme : le spectre des interventions s'y étend de la micro-finance au capital investissement. Dans la suite de son rapport, IFC note que cette chaîne de financement présente un « *chaînon manquant* » (ou « *equity gap* ») : pour des besoins évalués entre 25 000 dollars US et 2 millions de dollars US, l'offre de financement professionnelle ressort limitée, faisant de la sphère familiale un bailleur de fonds incontournable pour les PME. Selon nous, cet espace de marché lacunaire représente une opportunité pour un capital investissement local et adapté.

Ainsi, dans les économies développées comme émergentes, les questions du financement en fonds propres et de l'accompagnement des sociétés les plus vulnérables par des réseaux locaux (en amont de la chaîne de financement) apparaissent comme un thème récurrent de préoccupation, pour les entreprises comme pour les pouvoirs publics. Sur ces thèmes de réflexion qui semblent atemporels et géographiquement agnostiques, le Conseil National du Crédit et du Titre (CNCT) a publié un rapport intitulé « *Le financement de l'entreprise* ». L'année de publication de ce rapport, 1999, représente une période marquée par un développement sans précédent de l'économie de la connaissance et de la valeur des immatériels au bilan des entreprises. C'est une des raisons évoquées par le CNCT pour promouvoir un financement en fonds propres davantage diffusé et accessible aux PME, leur permettant de maintenir à leur actif des investissements immatériels dont les cycles de vie et la valeur subissent une volatilité particulièrement élevée. En complément, le rapport du CNCT recommande un recours élargi à l'information dite « *de proximité* », en ce qu'elle est susceptible d'approcher la réalité entrepreneuriale d'une façon fine et d'améliorer la qualité de sélection des projets à financer (en fonds propres ou en dettes), ce qui en réduit considérablement le risque. Comme l'écrivent les auteurs : « *En substituant aux critères généraux d'appréciation du risque habituellement mis en œuvre par la banque des critères d'exploitation fondés sur la connaissance du tissu économique local, l'intervention des réseaux permet en conséquence d'atténuer l'asymétrie d'information qui caractérise la relation de crédit. Elle ne supprime pas le rationnement du crédit, mais peut*

*contribuer à orienter celui-ci au détriment des projets économiques les moins viables. Cette valeur ajoutée dégagée par les réseaux de la création d'entreprise a d'ailleurs conduit certains établissements de crédit à déléguer à des comités d'engagements externes, pour partie composée de chefs d'entreprise membres du réseau, l'attribution de crédits finançant le démarrage d'une activité<sup>31</sup> ».*

---

<sup>31</sup> CNCT - CONSEIL NATIONAL DU CREDIT ET DU TITRE (sous la direction d'Henri Guillaume). *Le financement de l'entreprise*. Paris : Editions Bière, 343 p.

## **II.** Les fondamentaux du capital investissement

Nous rappelons dans un premier temps la filiation du capital investissement (chapitre 1), puis abordons ses deux caractéristiques spécifiques : la gestion de l’asymétrie d’information (chapitre 2) et les modalités de création de valeur (chapitre 3).

### **1.** Les pères fondateurs : Christophe Colomb et le Général Doriot

Le principe du capital investissement a été conçu il y a cinq siècles, en Méditerranée, et a accompagné, depuis, toutes les grandes découvertes : territoriales, industrielles et scientifiques. De ce point de vue, Christophe Colomb est une figure emblématique du métier, en ce qu'il a posé les invariants du modèle du capital investissement encore en application aujourd’hui. Dans cette analogie historique : les propriétaires des caravelles sont les souscripteurs (fonds souverain espagnol et *family offices* locaux) ; l'équipage est l'équipe de gestion ; et le projet, ouvrir la route des Indes, à fort potentiel et à risque élevé, s'inscrit nécessairement dans le long terme. Son financement est à haut risque : accordé sans garantie, il est assis sur la réputation du « *capitaine* » et motivé par la perspective de résultats extraordinaires.

La gouvernance des fonds de capital investissement est fondée sur la séparation entre le pouvoir et la propriété. Elle est issue de la théorie de l’agence, également appelée théorie des mandats, qui a été développée par Michael Jensen dans son article de recherche publié en 1976 « *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*<sup>32</sup> ». Une relation de mandat existe entre deux personnes lorsque l'une d'elles, appelée mandataire, exerce une activité pour le compte de l'autre

personne, appelée mandant. Le mandataire détient un mandat (ou procuration) pour agir au nom du mandant. Cette relation implique une délégation de la prise de décision au mandataire. Les expéditions de Christophe Colomb illustrent cette relation singulière, comme le rappelle une tribune intitulée « *Le capital investissement entrepreneurial, outil d'avenir pour la Méditerranée* » (publiée dans Le JMed - Journal de la Méditerranée) : « *Malgré les mers et les années qui séparent durablement propriétaires et gestionnaires, la relation de mandat qui les unit demeure. Il faut y voir la vertu de deux mécanismes, qui, le temps de l'aventure, structurent la relation entre le mandant (l'actionnaire) et le mandataire (l'équipage) : la perspective d'une juste répartition des richesses 'créées' d'une part, et le reporting fait par l'équipage d'autre part. La répartition des richesses suit une proportion de 80/20 qui continue de s'appliquer dans la profession. Quant au reporting, la comptabilité en partie double que nous utilisons aujourd'hui a été inventée en Italie à l'époque des expéditions des caravelles, par Luca Pacioli<sup>33</sup>* ».

Dans sa forme moderne, le capital risque apparaît à la fin de la Deuxième Guerre Mondiale à initiative du Général Georges Doriot. Dans l'ouvrage de Spencer Ante qui lui est consacré « *Creative Capital : Georges Doriot and the birth of Venture Capital*<sup>34</sup> », le général Doriot acquiert la stature des grands capitaines d'entreprise que sont J.P. Morgan, J.D. Rockefeller et A. Carnegie. L'objectif du fonds d'investissement qu'il crée en 1946 est d'investir dans des sociétés développant des technologies issues de la seconde guerre mondiale et réputées à risque élevé. Les débuts de ce fonds, nommé ARD « *American Research & Development corporation* », sont difficiles : plusieurs sociétés du portefeuille disparaissent. Georges Doriot prévoyait que l'ARD serait profitable en trois ans ; il en a fallu cinq. La plus importante des lignes du portefeuille fut DEC, Digital Equipment Corporation. En 1957, l'ARD y a investi

---

<sup>32</sup> JENSEN, M. MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Finance Economics*, Année 1976, vol 3-4, p.305-360.

<sup>33</sup> YOUNES, O. Le capital investissement entrepreneurial, outil d'avenir pour la Méditerranée, *Le JMed - Journal de la Méditerranée*, mercredi 22 juin 2011. Texte en annexe.

<sup>34</sup> ANTE, Spencer E. *Creative Capital: Georges Doriot and the Birth of Venture Capital*. USA : Harvard Business School Press, April 2008. 320 p.

70 000 dollars US en échange de 70% du capital. En moins de 10 ans, l'investissement fut évalué à 400 millions de dollars US. De nos jours, l'inspiration du Général Doriot demeure vive dans les milieux de l'entrepreneuriat et de son enseignement. En témoignent les « *Journées Georges Doriot* », créées par l'EM Normandie et le Groupe HEC Paris : lieu d'échange entre communautés académique et professionnelle, ces manifestations abordent les phénomènes entrepreneuriaux à travers les dimensions managériale, juridique, psychologique et historique. Les thèmes de l'entrepreneuriat familial (éditions 2008 et 2012) et de l'« *intrapreneuriat*<sup>35</sup> » (édition 2010) ont marqué les dernières sessions de cette manifestation biennale.

## 2. L'asymétrie d'information

Dans l'article de recherche « *Epargne des ménages et financement en fonds propres des PME – Obstacles et leviers d'action* » publié en 1999, Denis Dubois et Daniel Gabrielli définissent l'asymétrie d'information telle qu'elle frappe le financement des PME : « *Dans toute relation entre offreur et demandeur de capitaux, il existe par la force des choses une asymétrie d'informations au profit du demandeur, celui-ci ayant nécessairement une vue plus complète et plus précise de la rentabilité intrinsèque de son entreprise et de la qualité des projets qu'elle aspire à faire financer. Cette asymétrie est particulièrement marquée dans le cas du financement des moyennes et des petites entreprises qui ne peuvent pas être astreintes à la fourniture normalisée et régulière d'informations aux autorités de marché, comme les entreprises cotées, ou aux organismes de notation*<sup>36</sup> ».

L'investisseur en non-coté doit ainsi consacrer des ressources temporelles et financières (*due diligences* menées par ses propres équipes et complétées par l'apport d'experts externes) pour tenter de rétablir un équilibre entre l'information qu'il détient

---

<sup>35</sup> PINCHOT, Gifford. *Intrapreneuring: Why You Don't Have to Leave the Corporation to Become an Entrepreneur*. USA : Joanna Cotler Books, 1985, 400 p.

<sup>36</sup> DUBOIS, D. GABRIELLI, D. Epargne des ménages et financement en fonds propres des PME – Obstacles et leviers d'action. *Revue D'économie Financière*. N°54 (4-1999).

et celle connue des promoteurs du projet. C'est ce que développe Joao Neiva de Figueiredo dans une recherche de 2008 intitulée « *Unique characteristics of Cross-Boarder Emerging Market Private Equity: implications for investors and managers* » en écrivant : « *Therefore, since much information on the company is not public and since the process itself depends on the characteristics of the opportunity, the private equity investor will spend substantial resources carefully examining the company's operations and strategy prior to reaching a decision* ».

A l'issue de l'instruction du dossier, les outils utilisés par le capital investissement pour continuer de réduire l'asymétrie d'information sont le *reporting* et l'alignement d'intérêt. Les modalités de mise en œuvre de ces deux faces de la gestion du mandat se trouvent concentrées dans le pacte d'actionnaires signé à l'occasion de l'entrée au capital du fonds d'investissement. Ce contrat lie l'ensemble des actionnaires (les bonnes pratiques voulant que les *managers* soient aussi actionnaires), en présence de la société.

L'asymétrie d'information est un enjeu central dans nos recherches : consubstantielle du capital investissement, elle ressort exacerbée dans les pays émergents, comme l'analyse finalement Joao Neiva de Figueiredo : « *In emerging markets this information asymmetry (is) magnified for various reasons as described herein and, as a result, even further care needs to be taken when predicting potential incentive misalignments and establishing the appropriate remedies* ».

### **3. La création de valeur**

La création de valeur, but ultime du capital investissement, se mesure par le différentiel entre le prix de sortie (cession) et le prix d'entrée (prix de souscription ou d'acquisition) des actions non cotées. Trois leviers composent cette création de valeur :

la croissance de l'activité, mesurée en augmentation de l'EBITDA<sup>37</sup> ; l'amélioration du multiple de valorisation, mesurée en différentiel de multiples d'EBITDA ; et l'amortissement de l'endettement consolidé de la PME et de son *holding* de détention (le cas échéant).

Il faut voir, dans cette approche simplifiée de la valeur, une façon de créer un langage commun et opérationnel entre l'investisseur et le promoteur. Selon nous, et au vu de notre expérience de terrain, cela participe de la réduction de l'asymétrie d'information. Ainsi, la déclinaison en 3 leviers de création de valeur permet - un temps - de contourner la technicité des méthodes traditionnelles d'évaluation telles que celle du *Discounted Cash Flow*, pourtant reconnue pour être la plus robuste au plan académique. En effet, la valorisation de l'entreprise (EV, Enterprise Value) se calcule ici par l'application d'un multiple à l'EBITDA, et non par une approche de flux futurs actualisés. L'EBITDA, objectif opérationnel par excellence, devient dès lors un objectif de création de valeur actionnariale, ce qui conforte la démarche du chef d'entreprise – concentrée au quotidien sur la performance opérationnelle. Le multiple d'EBITDA est ainsi considéré comme l'indice de marché du capital investissement (voir *infra*<sup>38</sup>, Indice mid market de la zone euro Argos Soditic). L'aménagement de la grille de lecture de la valeur, éloignée de la sophistication académique et de l'élégance des théories financières, illustre de notre point de vue ce que représente la finance entrepreneuriale : résolument orientée vers l'action, elle tolère d'adoucir la vision canonique des méthodes financières au profit d'un dialogue efficace avec l'entrepreneur.

Un exemple vécu est celui de la théorie des options réelles. En vogue dans les années 2000 dans les banques d'affaires et les laboratoires de recherche en finance, cette méthode n'a pas réussi à s'imposer au moment de la Nouvelle Economie malgré sa

---

<sup>37</sup> EBITDA : Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization. Cette notion, largement utilisée en pratique, est proche de celle du solde intermédiaire de gestion EBE, Excédent Brut d'Exploitation.

<sup>38</sup> Partie II / Section II.1 / I / 2

pertinence à l'endroit des *start-ups* technologiques<sup>39</sup>. Notre explication à ce constat est que la complexité sous-jacente du modèle - le *pricing* des options financières par la méthode de Black et Scholes - aurait détérioré la qualité du dialogue entre sphères financière et réelle, cette dernière considérant l'outil comme une boîte noire aux résultats illisibles.

Pour IFC-World Bank, les leviers de création de valeur du capital investissement ressortent différenciés selon que l'entreprise se trouve dans les pays émergents ou dans les économies avancées. C'est ce que l'Institution conclut dans un rapport intitulé « *The case for emerging markets private equity*<sup>40</sup> », où elle procède à l'analyse de 600 des PME sous-jacentes présentes dans les fonds auxquels elle a souscrit - et qui se trouvent exclusivement dans les pays émergents. Les trois indicateurs suivants fondent sa conclusion : une augmentation moyenne du chiffre d'affaires de +37,8% par an ; une augmentation moyenne de l'effectif de +22,3% par an ; et un ratio dettes/fonds propres de 0,74. Cette combinaison d'indicateurs étaye le poids de la croissance opérationnelle et la faiblesse de l'effet de levier des PME en portefeuille.

Il ressort aussi de cette analyse que l'augmentation du multiple d'EBITDA demeure faible dans les pays émergents : nous avons donc interrogé l'auteur de l'étude, David Wilton, qui est *Chief Investment Officer* et *Manager of Global Private Equity* au sein d'IFC. Monsieur Wilton a confirmé la vision selon laquelle l'amélioration du multiple d'EBITDA devrait contribuer à l'avenir et de façon croissante à la création de valeur dans les pays émergents. Mais cette tendance ne s'observe pas (encore) dans le portefeuille d'IFC. Notre analyse est que l'inefficience des marchés émergents permet à ce jour aux acquéreurs de s'exonérer du paiement d'une prime stratégique sur les transactions.

---

<sup>39</sup> L'approche d'évaluation d'entreprises par les options réelles s'applique théoriquement lorsque les scénarios de développement du *business plan* paraissent différenciés, multiples et susceptibles d'influencer profondément la valeur.

<sup>40</sup> IFC, International Finance Corporation. *The Case for Emerging Markets Private Equity*. Washington DC, USA, Février 2011

### III. Le capital investissement et ses métiers voisins

#### 1. Le capital investissement comparé au banquier prêteur

En sus de l'autofinancement, le capital et la dette sont les deux sources de financement externe dont dispose toute entreprise. L'objectif, le profil de risque, et les attentes de rendement divergent entre actionnaire et prêteur, comme le résume le tableau ci-dessous :

Tableau 1. Comparaison entre capital investissement et prêteur long terme

Métier	Capital Investissement	Prêteur long terme
Fonction	Actionnaire	Prêteur
Objectif	L'amélioration de la valorisation de l'entreprise	La sécurité du placement et sa liquidité au moment des échéances
Rémunération	Rémunération aléatoire (dividendes et plus-value à la sortie)	Rémunération figée (intérêts)
Risque	Risques nombreux sur la société (exploitation, financier)	Risque de crédit
Existence d'une sûreté réelle	Non	Possible (nantissemement d'actifs)
Durée	Durée inconnue par définition	Durée connue et figée contractuellement
Implication	Possible participation à la gouvernance (conseil d'administration,...)	Eventuelle renégociation en cas de fait majeur / non-respect de l'échéancier

Source : Olivier Younès

La distinction entre capital et dette est ici très nette. Cependant, en pratique, face à l'ambivalence de certains besoins des entreprises, des approches de financement hybride sont nées de l'ingénierie financière. Il s'agit de quasi-fonds propres, généralement structurés sous la forme de dettes assorties d'un mécanisme d'accès au capital (obligations convertibles ou remboursables en actions, par exemple).

C'est ce que rappellent Denis Dubois et Daniel Gabrielli dans leur article de recherche « *Epargne des ménages et financement en fonds propres des PME – Obstacles et leviers d'action* », cité au chapitre précédent : « *Au-delà de sa réticence à partager le pouvoir, le chef d'entreprise peut difficilement concevoir le partage d'une plus-value sur le capital dont il considère qu'elle résulte de son seul effort (...). Ce faisant, l'entrepreneur préférera recourir à l'endettement, même fortement rémunéré, dont le niveau est délimité par avance par contrat, qu'à toute autre forme de ressources financières susceptible de procurer à l'apporteur de fonds une plus-value non délimitée dans le temps et considérée dès lors comme excessive par rapport à l'appui fourni par un actionnaire jugé souvent passif. Ce constat est à l'origine d'innovations en ingénierie financière proposées par les capital-investisseurs permettant par exemple de limiter le rendement obtenu des fonds investis (mix de fonds propres et obligations convertibles, rétrocession aux dirigeants d'actions au-delà du seuil requis de rentabilité...)<sup>41</sup> ».*

Plus récemment, certains montages LBO particulièrement tendus ont encore ajouté à la confusion des genres entre fonds propres et dettes : à la suite de graves difficultés, les prêteurs ont pu se substituer aux actionnaires, qu'une restructuration extrême du passif avait dilués à néant. Cela a soulevé des problèmes inédits pour les anciennes banques prêteuses, brusquement devenues actionnaires de sociétés non cotées, de surcroît en difficulté<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> DUBOIS, D. GABRIELLI, D. Epargne des ménages et financement en fonds propres des PME – Obstacles et leviers d'action. *Revue D'économie Financière*. N°54 (4-1999).

<sup>42</sup> HAMROUNI, Mounira. ZOA, Estelle. (Mémoire dirigé par Olivier Younès). *Les années terribles du LBO 2008-2010*. Mémoire de fin de Master 2 Stratégie et Expertise Financière, CNAM, 2010, 38 p.

## 2. Le capital investissement comparé aux marchés boursiers

Le capital-investissement est un investissement alternatif à la bourse. Cette définition *a contrario* est frappante en anglais : le « *capital investissement* » se traduit par « *Private Equity* », soit littéralement « *action non cotée* », par opposition au « *Public Equity* » (action cotée en bourse). C'est parce qu'ils se définissent *a contrario* de l'investissement boursier que les actifs alternatifs constituent un univers vaste et diversifié, ce qu'illustre la nomenclature ci-dessous, proposée par l'EVCA (European private equity and Venture Capital Association) dans son guide « *Why and how to invest in Private Equity*<sup>43</sup> » :

Tableau 2. Nomenclature des actifs alternatifs



Parmi les acteurs de l'investissement alternatif figurent les fonds d'investissement immobilier, d'infrastructures, de dette et de matières premières. Certes, tous ces acteurs disposent d'une structure et d'une gouvernance comparables à celles des fonds de capital investissement ; mais ils divergent par le sous-jacent dans lequel ils cherchent à investir. Sur ce critère, seuls les fonds de capital investissement considèrent une prise de participation dans des sociétés non-cotées et sur le moyen terme.

<sup>43</sup> BANCE, Alex. *Why and how to invest in Private Equity*. Bruxelles, Belgique : EVCA, Mars 2004, 24 p.

La pratique vient cependant altérer la dichotomie entre actions cotées et non cotées de 3 façons : les opérations de PIPE (*Private Investment in Public Equity*), les SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*) et les fonds de capital investissement cotés en bourse.

Les opérations de PIPE (*Private Investment in Public Equity*) consistent dans l'entrée d'un fonds de capital investissement au capital d'une société cotée : les deux univers réputés étanches se catapultent et la bourse, qui devrait représenter le dénouement des opérations du fonds d'investissement, en devient la genèse. Ces opérations peuvent concerner de jeunes sociétés innovantes ou des groupes établis. À titre d'exemple, entre 2005 et 2010, trois sociétés françaises de taille et de secteur très différents ont fait l'objet d'un PIPE : Arkoon (chiffre d'affaires de 10M€), Sword Group (chiffre d'affaires de 150M€) et Saint Gobain (chiffre d'affaires de 45Md€)<sup>44</sup>.

Les SPAC sont une deuxième source de confusion entre les univers du coté et du non-coté. Ces « *Special Purpose Acquisition Companies* » sont des sociétés coquilles qui lèvent des fonds en bourse et disposent de 12 à 18 mois pour les utiliser dans l'acquisition d'une entreprise non cotée<sup>45</sup>. À défaut d'obtenir, en assemblée générale, un vote positif sur leur projet, elles sont dissoutes et remboursent leurs actionnaires de la quasi-intégralité des fonds levés. Ces sociétés, inspirées des « *blank check companies* » américaines des années 1980, ont d'abord été enveloppées d'un parfum de fraude. Puis leur gouvernance s'est renforcée, jusqu'à en faire un outil supplémentaire à la disposition du capital investissement y compris européen. C'est ce qu'illustre le rachat du Suisse Exceet pour plus de 100 millions d'euros par le fonds

---

<sup>44</sup> Arkoon est un éditeur de logiciels coté sur Alternext, marché alternatif de la Bourse de Paris pour les PME de croissance ; Sword Group est une société de services informatiques SSII cotée sur Euronext Compartiment C, segment du marché parisien pour les capitalisations inférieures à 150M€; Saint-Gobain enfin est le *leader* mondial des produits de construction et de vitrage, coté à Paris sur le Compartiment A et constitutif de l'indice CAC 40.

<sup>45</sup> KABAK Samuel. (Mémoire dirigé par Olivier Younès). *Les SPAC et le marché français*. Mémoire de fin de Master 2 Stratégie et Expertise Financière, CNAM, 2009, 27 p.

d'investissement Wendel en juin 2011, au travers d'une SPAC créée un an plus tôt et cotée à Francfort<sup>46</sup>.

Enfin, une troisième source de confusion entre bourse et non-coté tient dans les fonds de capital investissement qui ont choisi de se lever en bourse. Cette population a créé le label « *Listed Private EQuity* » ([www.lpeq.com](http://www.lpeq.com)) pour communiquer sur ses spécificités. Parmi ces fonds d'investissement figurent Blackstone et KKR aux Etats-Unis, et Apax en France (fonds Altamir-Amboise coté sur Eurolist d'Euronext Paris, Compartiment C).

### 3. Le capital investissement comparé aux *hedge funds*

Le rapport de l'EVCA « *An industry response to the European Parliament and the European Commission*<sup>47</sup> » de 2009 souhaite dissiper les confusions entre fonds de capital investissement et *hedge funds*. Il recense deux thèmes discriminants qui retiennent notre attention : l'horizon temporel et les leviers de création de valeur. L'horizon temporel des fonds de capital investissement est de l'ordre de 10 ans, ce qui représente un placement illiquide, alors que les *hedge funds* sont généralement en mesure de retourner les fonds à leurs souscripteurs à la fin de chaque trimestre. Les leviers de création de valeur sont, eux aussi, différenciés : pour les *hedge funds*, la création de valeur vient souvent d'arbitrages sur des anomalies de marchés cotés, tels que le prix des actions ou des matières premières (*commodities*) ; au contraire, le *private equity* cherche une valeur sur le temps long, par l'amélioration des performances opérationnelles, de la stratégie et de la structure du capital des sociétés de son portefeuille. Cette différence dans les leviers de création de valeur se retrouve au sein des modes opératoires utilisés : ainsi, les *hedge funds*, dans leur grande

---

<sup>46</sup> Le rachat d'Exceet, dans le domaine des systèmes électroniques embarqués, s'est fait via la SPAC Helikos, créée par Wendel. Au terme de l'opération, Helikos prendra le nom d'Exceet, et la société suisse sera cotée à Francfort.

majorité, refusent de siéger au conseil d'administration des sociétés dans lesquelles ils investissent, au contraire des fonds de capital investissement, qui font généralement de l'obtention d'un poste d'administrateur un pré-requis à leur investissement.

Cette initiative de différenciation portée par l'EVCA n'est pas isolée : face à la confusion persistante entre fonds de capital investissement et *hedge funds*, le Cercle des Economistes s'est saisi du sujet dès 2007, en organisant sa conférence annuelle sur le thème : « *Hedge Funds, Private Equity et marchés financiers, les frères ennemis ?* ». Ce colloque a été suivi d'un ouvrage éponyme publié aux éditions PUF, dans lequel le Professeur Bertrand Jacquillat du Cercle des Economistes conclut : « *Hedge Funds et Private Equity ne sont pas les frères ennemis des marchés financiers. Pour ce qui est des premiers, ils contribuent de manière très significative à leur liquidité. Tous deux, et surtout le Private Equity, contribuent à l'amélioration de la gouvernance des entreprises. Les entreprises cotées pourraient même s'inspirer de certaines de leurs pratiques. Dans sa phase initiale de financement, le Private Equity contribue à la régénération du tissu économique et industriel et à l'alimentation ultérieure en sang neuf du marché financier. Enfin, le Private Equity a besoin du marché financier pour finir ‘déboucler’ ces opérations en réintroduisant en bourse les sociétés qu'il contrôle (...). Ces nouvelles formes d'organisation ont provoqué des innovations financières majeures. Leur contrôle ne passe pas nécessairement par des régulations supplémentaires directes, mais plutôt indirectes, notamment dans le sens d'une plus grande transparence des acteurs<sup>48</sup>* ».

Ainsi, le modèle du capital investissement est fondé sur le démembrement du pouvoir et de la propriété, à l'image du capitalisme moderne ; et la théorie de l'agence de Michael Jensen en structure le bon fonctionnement. Le périmètre du métier s'avère évolutif : il faut y voir l'effet de besoins financiers d'une sophistication croissante de

---

<sup>47</sup> EVCA. *Private Equity and Venture Capital in the European Economy: An industry response to the European Parliament and the European Commission*. Bruxelles, Belgique : EVCA, Février 2009, 302 p.

<sup>48</sup> JACQUILLAT, B. (ouvrage collectif sous la direction de). *Les cahiers du Cercle des Economistes. Hedge Funds, Private Equity et marchés financiers, les frères ennemis ?* France : PUF, 2007, réédité en 2009, 149 p.

la part des entreprises non cotées, de dynamiques de marchés financiers suscitant des opportunités inédites, et d'une ingénierie financière de plus en plus imaginative. Néanmoins, nous affirmons ici la singularité du métier de capital investissement et en retenons une forme particulièrement représentative dans le cadre de nos travaux : celle d'un capital investissement entrepreneurial, au service des PME, à la fois bailleur de fonds propres et administrateur professionnel.

## Section I.2 - Définition des termes de la question : les pays émergents

Dans cette Section I.2, nous définissons le second des termes de la question de recherche : les pays émergents.

Les pays émergents sont définis par : (i) leur macroéconomie, marquée par une croissance inégalée en termes de PIB, de démographie et d'indices boursiers ; (ii) leur géopolitique, complexe dans les grands équilibres contemporains qu'elle imprime ; et (iii) leur microéconomie, qui révèle des PME structurant 90% du tissu industriel local dont elles sont le moteur, et frappées de vulnérabilité : sous-bancarisation (30% de ces PME ont un compte bancaire), sous-capitalisation, et gouvernance souvent réduite au cercle familial.

Le périmètre des pays émergents est ensuite abordé. En effet, en l'absence de liste officielle, les définitions nombreuses se recouvrent partiellement : celles de Goldman Sachs, d'IFC-World Bank, du Boston Consulting Group et d'Ernst & Young, pour ne citer que les principales. Pour tenter de sérier ces pays, l'idéotype au sens de Weber est utilisé : il permet de dégager des critères discriminants principaux (croissance et démographie) et secondaires (dette souveraine et progrès technique).

Enfin, l'attractivité des pays émergents est discutée : aux arguments favorables tels que la croissance économique ou le climat des affaires qui s'améliore, sont opposés des risques spécifiques élevés et un rationnel boursier discutable sur le moyen terme. Les perspectives offertes par les pays émergents sont enfin présentées, où la Chine, déjà consacrée plus grand marché de vente de voitures au monde, pourrait devenir à 10 ans le principal marché de l'aviation et à 15 ans celui du luxe.

Dans la Section I.3 suivante, les réalités du capital investissement dans les pays émergents seront présentées et analysées.

## I. Panorama des pays émergents

### 1. Macroéconomie

L'expression « *marchés émergents* » date de 1981. C'est Antoine Van Agtmael, économiste néerlandais au sein d'IFC-World Bank, qui a été le premier à utiliser l'expression au sujet de pays en voie de développement offrant des opportunités pour les investisseurs. Par la suite, le qualificatif s'est appliqué aux économies de ces pays. L'acronyme BRIC, qui signifie Brésil, Russie, Inde et Chine, est d'invention plus récente, utilisé pour la première fois en 2001.

Les quatre pays BRIC, différents par leur histoire et leur culture, ont été associés aux pays industrialisés du G7 en raison de leur importance économique, démographique et territoriale, avec pour objectif de traiter de façon plus efficace les grandes questions de gouvernance mondiale. Dans son ouvrage « *Les nouvelles puissances mondiales - pourquoi les BRIC changent le monde* », Alexandre Kateb revient sur l'histoire de cet acronyme inventé par l'économiste Jim O'Neill de la banque Goldman Sachs : « *De fait, les BRIC couvrent un quart de la surface terrestre, rassemblent 40% de la population mondiale, et produisent un quart du PIB mondial exprimé en parité de pouvoir d'achat (PPA). Du fait de leur croissance rapide, les BRIC consomment une proportion considérable des ressources agricoles, minérales et énergétiques mondiales et génèrent déjà plus de 30 % des émissions mondiales de gaz à effet de serre (à comparer avec 10% pour l'Union Européenne et 20% pour les Etats-Unis)*<sup>49</sup> ». Au-delà de leur influence économique, l'auteur rappelle aussi que les BRIC se sont imposés sur les questions politiques de sécurité internationale, de réforme du

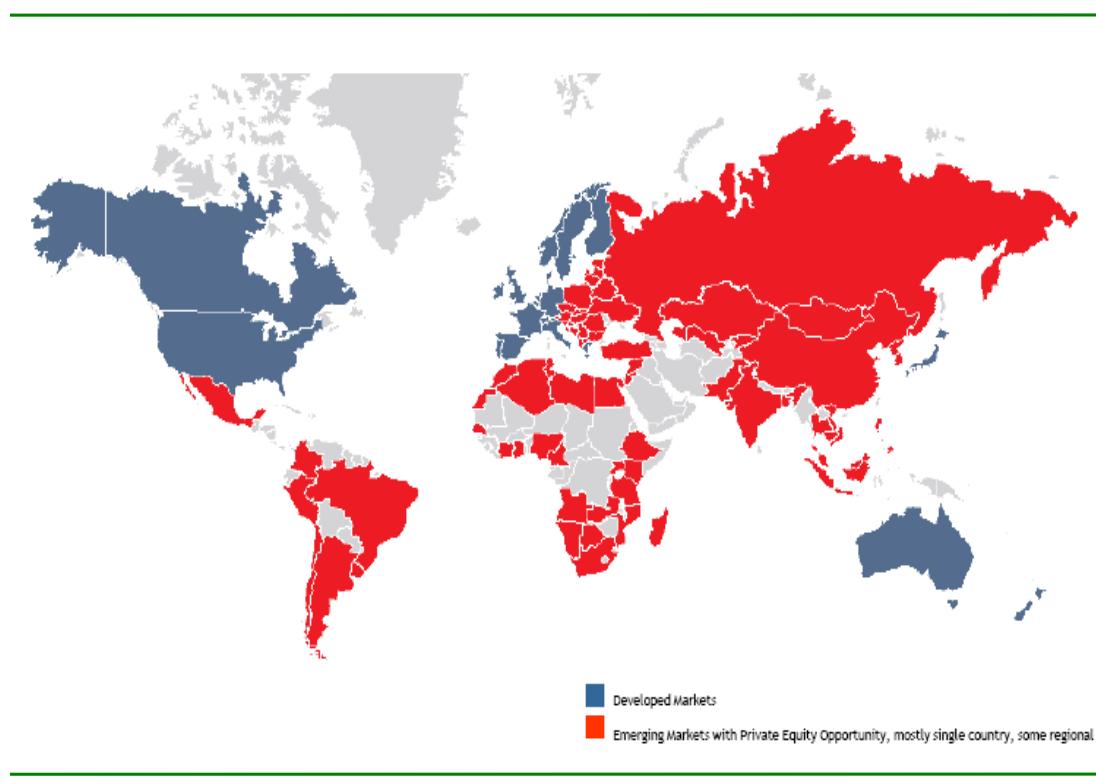
---

<sup>49</sup> KATEB, A. *Les nouvelles puissances mondiales. Pourquoi les BRIC changent le monde*, Paris : Ellipse, mai 2011, 267 p.

Conseil de Sécurité de l'ONU, et de la lutte contre la prolifération nucléaire et le terrorisme international.

IFC-World Bank localise généralement sur un planisphère les pays émergents, en introduction de ses présentations institutionnelles ; c'est le cas pour sa publication de référence *The Case for Emerging Markets Private Equity*<sup>50</sup>, ce qui permet de circonscrire le périmètre géographique de ses interventions :

Figure 4. Planisphère des pays émergents selon IFC-World Bank



Source : IFC-World Bank, 2011

Le processus de régionalisation, qui s'est diffusé à l'échelle mondiale depuis la chute du mur de Berlin, a profondément structuré les pays émergents. Ce phénomène a été explicité par l'Institut de Prospective Economique du monde MEDiterranéen

<sup>50</sup> IFC, International Finance Corporation. *The Case for Emerging Markets Private Equity*. Washington DC, USA, Avril 2011

(l'IpeMed<sup>51</sup>), dans son rapport « *Projet Convergence* » de 2008 : « *La chute du mur de Berlin en novembre 1989 a marqué le départ d'une profonde mutation des relations internationales. La conception bipolaire Est-Ouest du monde, qui n'intégrait que des pays de l'hémisphère nord, s'est soudainement effacée pour laisser place à une dynamique de régionalisation Nord/Sud, liée à la formation de grands blocs économiques intégrés sur deux à trois fuseaux horaires. Au milieu des années 1990, les Etats-Unis, le Canada et le Mexique fondent l'ALENA, traité international d'ordre économique visant à intensifier l'intégration économique des trois pays-membres. A la fin des années 1990, le Japon, la Chine et la Corée du Sud se tournent vers les pays de l'ASEAN en constituant l'ASEAN Plus Trois et en ouvrant des négociations pour établir des zones de libre échange. L'Europe aussi a progressé sur la voie de la régionalisation en s'élargissant de 6 à 27 membres* ».

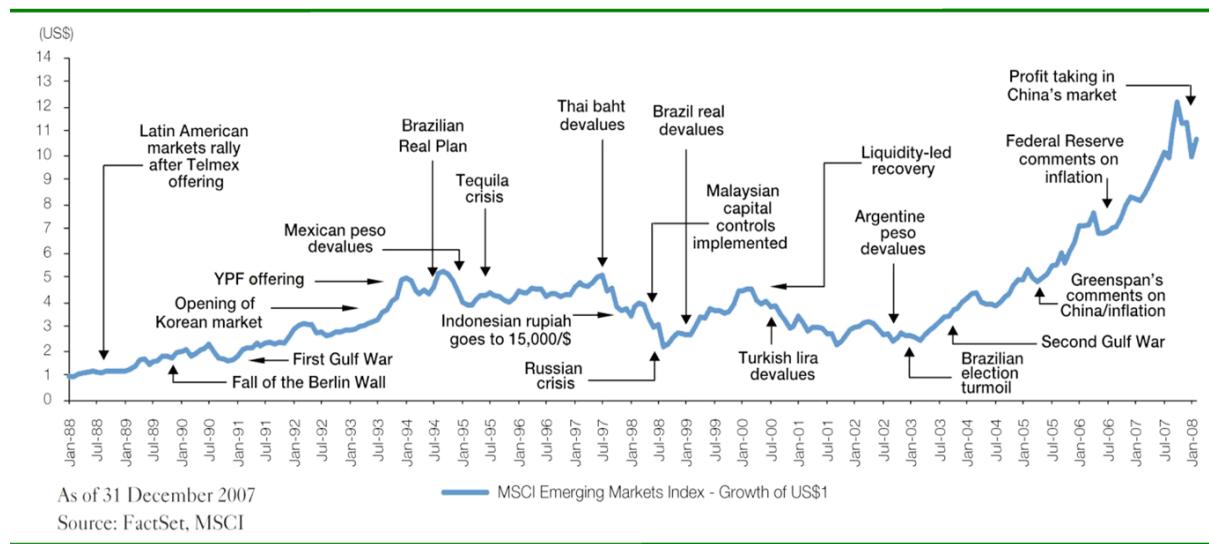
La dynamique économique des pays émergents peut aussi être quantifiée grâce à l'indice MSCI Emerging Markets (« *Morgan Stanley Capital International* »), qui mesure la performance de leurs marchés boursiers. Positionné sur un axe temporel, cet indice révèle la tendance haussière de ces économies et les événements majeurs qui s'y sont produits au cours des vingt dernières années, ce dont les bourses locales ont été un marqueur sensible. C'est le travail de compilation auquel s'est livrée la banque Lazard, dans une note de recherche publiée en 2009 sous le titre « *Evolution of the Emerging Markets Equity, Asset class: No Longer ‘One Size Fits All’*<sup>52</sup> », et qu'il illustre la figure ci-après :

---

<sup>51</sup> L'IpeMed ([www.ipemed.coop](http://www.ipemed.coop)) est un *think tank* créé en 2006, qui se fixe pour mission de rapprocher les pays des deux rives de la Méditerranée.

<sup>52</sup> LAZARD ASSET MANAGEMENT, Investment Research. *Evolution of the Emerging Markets Equity, Asset class: No Longer “One Size Fits All”*, USA. Mars 2009, 8 p.

Figure 5. Évolution de l'indice MSCI EM sur 20 ans



Source : Lazard, 2009

L'indice MSCI EM consolide aujourd'hui 21 indices boursiers : l'Afrique du Sud, le Brésil, le Chili, la Chine, la Colombie, la Corée, l'Égypte, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Maroc, le Mexique, le Pérou, les Philippines, la Pologne, la Russie, Taiwan, la République Tchèque, la Thaïlande et la Turquie. L'indice a connu une croissance exponentielle à partir de l'année 2003, par l'amélioration des fondamentaux des pays qui le constituent et par la croissance de leurs économies. De plus, son périmètre s'est élargi, puisqu'il n'incluait que 10 pays lors de sa création en 1987.

Derrière cette croissance tendancielle qu'illustre l'indice MSCI EM se trouvent agrégés des modèles distincts de développement régional, que l'on peut répartir selon cinq grandes zones : l'Asie, l'Europe de l'Est, le Moyen-Orient, l'Amérique du Sud et la Méditerranée. Pour construire cette croissance, chacune de ces régions a cherché à valoriser les avantages concurrentiels dont elle disposait.

Le modèle asiatique a bénéficié de la délocalisation des pays développés pour créer une industrie de biens (la Chine) et de services (l'Inde). En accédant au statut de « *pays ateliers* », ces économies ont su drainer l'arrivée massive de capitaux étrangers : certaines usines à valeur ajoutée technologique, et autres centres de recherche y sont désormais installés.

Le modèle de développement des pays de l'Est s'est, quant à lui, déployé après la chute du mur de Berlin de 1989, à travers une exposition grandissante à l'économie de marché ; la proximité géographique et culturelle des pays européens de l'Ouest a permis un modèle de développement régional propre, qui a été, pour de nombreux pays, validé par l'accession à l'Union Européenne.

Le modèle de croissance du Moyen-Orient s'est construit sur l'exploitation des ressources naturelles telles que le gaz et le pétrole, puis sur la recherche d'une diversification de l'économie nationale au-delà de la rente des matières premières.

Le modèle Sud-Américain a profité de la libéralisation de l'économie mondiale et de la force de traction des accords de libre-échange avec l'Amérique du Nord : ce mouvement a permis le développement de productions primaires (agriculture et énergie) et de productions industrielles.

Le modèle des pays émergents méditerranéens (Tunisie, Maroc, Egypte et Turquie) est, quant à lui, comparable à celui de l'Amérique du Sud.

En complément des enseignements des indices boursiers, nous abordons à présent la dimension géopolitique des pays émergents.

## 2. Géopolitique

Nous évoquons brièvement la complexité des grands équilibres géopolitiques contemporains, en les déclinant sur les thèmes de la gouvernance mondiale, de la Méditerranée, de l'Afrique et des BRIC. En effet, ces dynamiques sont susceptibles d'infléchir les politiques macro-économiques des pays concernés - et donc de peser sur les potentialités et les modalités pratiques de déploiement du capital investissement dans ces pays émergents. Sous la direction de Pascal Chaigneau, les « *Enjeux diplomatiques et stratégiques* » publiés par le Centre d'Etudes Diplomatiques et Stratégiques, donnent un panorama de la situation géopolitique mondiale. Nous reprenons dans les lignes qui suivent quelques enseignements de l'introduction générale de l'ouvrage, rédigée par son directeur, pour l'édition 2011.

Sur la gouvernance mondiale : « *A défaut d'institutions pérennes prenant en charge la gestion des affaires du monde, la stratégie des 'G', lancée en 1975 par Valéry Giscard d'Estaing (G5) n'a cessé de prendre de l'ampleur. Le G20 apparaît ainsi comme une instance mondiale de concertation ; le G8 comme le club des pays décideurs et le G2 comme une forme atypique de bipolarité Washington/Pékin (...)* ».

Sur la Méditerranée : « *La révolution du Jasmin en Tunisie sera lourde de conséquences. Le départ, le 14 janvier 2011, du président Zine-el-Albidine Ben Ali (au pouvoir depuis le 7 novembre 1987) n'a pas seulement marqué la fin d'une autorité. Il a montré à la 'rue arabe', jusqu'alors méprisée, sa capacité à infléchir le cours de l'Histoire* ».

Sur l'Afrique : « *L'Afrique reste un continent politiquement instable et conflictuel et où, cinquante ans après les indépendances, se pose encore la problématique de l'État fragile en dépit d'incroyables potentialités. Notre continentale voisine représente un considérable bassin de croissance. Après y avoir atteint le milliard d'habitants, la population y augmente chaque année de l'équivalent de celle de la France. On mesure les défis mais aussi des potentialités d'une telle dynamique au sud de la Méditerranée* ».

Sur le Brésil : « *De fait, le continent entier s'est ancré dans la démocratie, y fût-elle imparfaite. L'élection de Dilma Rousseff assure la continuité dans cette grande puissance (...) qu'est désormais le Brésil* ».

Sur la Russie : « *En ce début de XXIe siècle, la Russie, 5ème partenaire commercial de la France, renoue (donc) avec une ambition qui peut être résumée par cette assertion de Michael Sergueïovitch Gorbatchev durant le World Political Forum qu'il préside : 'une puissance qui entend redevenir un acteur mondial, qui rêve d'Europe et qui se tourne vers l'Asie par réalisme'* ».

Sur la Chine et l'Inde : « *La rivalité entre Pékin et New Delhi demeure axiomatique pour le Parti Communiste Chinois. La dernière guerre entre les deux pays ne remonte qu'à 1962 ; ce qui, dans la cyclologie chinoise du temps, signifie hier<sup>53</sup>* ».

Dans la partie qui suit, nous changeons d'échelle pour focaliser notre étude sur la microéconomie des pays émergents : leurs PME et leurs grandes entreprises.

### 3. Microéconomie

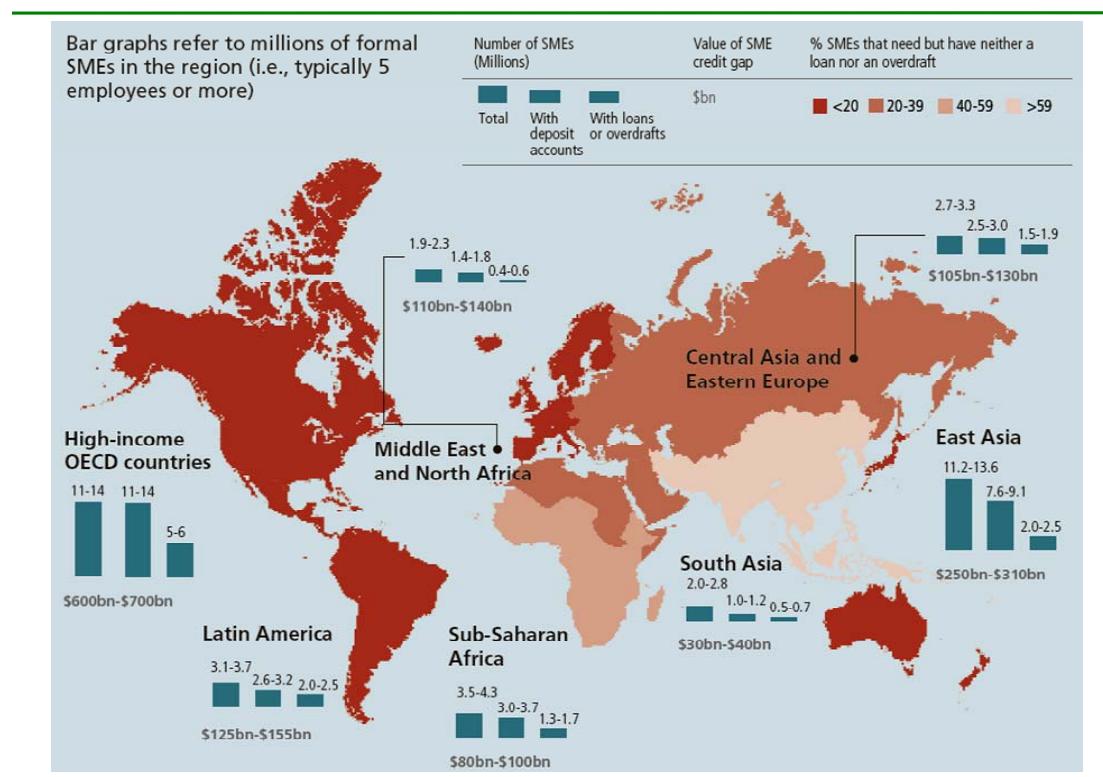
Selon l'étude « *The SME Banking Knowledge Guide<sup>54</sup>* » publiée en 2010 par IFC-World Bank, les PME sont les entreprises les plus répandues au monde : elles représentent en volumes 80% du tissu économique des pays avancés et 90% de celui des pays émergents. Cette étude estime à 40 millions le nombre de PME formelles dans le monde, définies comme des entreprises de plus de cinq employés et enregistrées auprès des autorités administratives compétentes ; environ 70% de ces PME seraient implantées dans les pays émergents. Ce qu'illustre le planisphère ci-après, réalisé par IFC-World Bank et le Boston Consulting Group (le nombre de PME y est figuré par les histogrammes verts).

---

<sup>53</sup> CHAIGNEAU, P. (ouvrage collectif sous la direction de). *Enjeux diplomatiques et stratégiques 2011*. Centre d'Etudes Diplomatiques et Stratégiques. Paris : Economica, 2011, 363 p.

<sup>54</sup> IFC-World Bank. *The SME Banking Knowledge Guide*. USA, 2010.

Figure 6. Planisphère des PME



Source : IFC-World Bank – The SME Banking Knowledge Guide

Cependant, la bancarisation des PME des pays émergents demeure limitée : globalement, seules 70% d'entre elles disposent d'un compte bancaire. La plupart présente des caractéristiques communes, qui expliquent leur vulnérabilité : une sous-capitalisation (mal) compensée par des comptes courants d'actionnaire ; une gouvernance et un actionnariat familiaux ; une méconnaissance des produits financiers offerts par les banques et les autres bailleurs de fonds ; un manque d'expérience dans l'élaboration du *business plan*, ce qui rend difficile l'obtention de crédits ; des sources de financement coûteuses et inefficientes provenant de la famille et d'organismes informels locaux ; enfin, des lacunes au plan de la gestion, qui entravent une efficacité notable dans leur domaine d'activité.

Les PME des pays émergents présentent une réalité contrastée, que nous qualifions de « *duale* » : elles sont nombreuses et génèrent l'essentiel des PIB nationaux dont les taux de croissance sont les plus élevés du monde ; mais, dans le même temps, elles

sont vulnérables, parce que sous-capitalisées et affaiblies par le poids de l'informel. Cette dualité nécessite, de notre point de vue, un capital-investissement adapté, dont nous étudierons les modalités dans la suite de nos travaux.

Ce sont les PME des pays émergents, désormais positionnées sur les secteurs à plus haute valeur ajoutée et à plus grande traction, qui pourront devenir les grands groupes de demain. Nous verrons que le capital investissement est promis à un rôle majeur en accompagnement de ces trajectoires : financement *ad hoc*, diffusion des bonnes pratiques de gouvernance, support à l'internationalisation et mise en place de *business models* permettant un changement d'échelle harmonieux (« *scalabilité* »). Nous verrons aussi que ces entreprises à croissance rapide et issues des pays émergents évoquent le déploiement des *start-ups* technologiques, qui sont également accompagnées par des investisseurs en capital. Nos recommandations encourageront la fertilisation du capital investissement dans les pays émergents par ce capital risque.

Plus encore que les PME, les grandes entreprises sont l'objet régulier d'études : celles qui affichent un succès remarquable sont ainsi analysées dans leur essence et leur approche du monde des affaires, pour tenter d'en tirer les enseignements universalisables. Dans une étude publiée sous le titre « *2011 BCG Global Challengers. Companies on the move*<sup>55</sup> », 100 entreprises issues des pays émergents et dites « *challengers* » sont passées en revue. Ces entreprises ont été sélectionnées en fonction de critères tels que la dynamique de croissance, la rentabilité, la taille et la part des opérations à l'export. Elles affichent une croissance moyenne de leur résultat d'exploitation de +18% par an entre 2000 et 2009, et ont permis à leurs actionnaires de réaliser un retour sur investissement de +17% par an. Cet échantillon est dominé par les entreprises issues des BRIC, avec 72 sociétés « *challengers* » sur 100 : 33 sont chinoises, 20 indiennes, 13 brésiliennes et 6 russes. Certes, l'étude a retenu un échantillon particulièrement réduit : les entreprises les plus performantes parmi les pays émergents les plus performants du monde. Néanmoins, elle renseigne sur deux

caractéristiques principales qui pourraient, à l'avenir, se diffuser à plus grande échelle : la concentration des secteurs d'excellence et la pratique des croissances externes, que nous développons dans les lignes qui suivent.

La première caractéristique relevée à l'endroit des sociétés « *challengers* » est la forte concentration des secteurs d'excellence : la sélection comprend 35 sociétés industrielles (équipement automobile, chimie, ingénierie), 24 sociétés de matières premières et ressources naturelles (mines, pétrole) et 20 sociétés de services (construction, télécommunications et technologies de l'information). Cette répartition des secteurs d'excellence nous semble cohérente avec les modèles de développement des économies nationales précédemment décrits. En effet, ces réussites entrepreneuriales sont souvent fondées sur un avantage concurrentiel originel : l'accès à une main-d'œuvre qualifiée et bon marché, la proximité de ressources naturelles ou l'existence d'un marché domestique en forte croissance.

La seconde caractéristique des sociétés « *challengers* » au sens du BCG est la diffusion des croissances externes à l'étranger ; elles ciblent essentiellement des actifs incorporels, tels que des marques et de la technologie. Or, ce constat sur l'échantillon du BCG se retrouve à plus grande échelle : après des années de fusions et acquisitions initiées par des entreprises des pays développés sur les fleurons des pays émergents, le mouvement inverse est récemment apparu : en 2008, Tata Motors a racheté Jaguar et Land-Rover à l'américain Ford, et en 2011, Essar (un conglomérat indien) et PétroChina ont acquis plusieurs raffineries européennes pour plus de 2 milliards de dollars.

Après avoir abordé l'économie des pays émergents aux plans macro et microéconomique, nous allons à présent étudier les critères discriminants de ces pays comparés aux économies avancées. Certes, la croissance du PIB est le critère le plus saillant – et le plus populaire. Mais d'autres indicateurs, tels que la démographie, la dette souveraine et le progrès technologique, contribuent aussi à circonscrire et à mesurer le phénomène d'émergence des pays.

---

<sup>55</sup> VERMA, S. SANGHI, K. MICHAELIS, H. DUPONX, P. KHANNA, D. PETERS, P. (Boston Consulting

## **II.** Périmètre

### **1.** Sources d'information et méthodologie retenue

Notre ambition est ici de définir le périmètre et la dynamique des pays émergents, comme nouveau territoire de déploiement du capital investissement. À ce titre, nous avons retenu une combinaison de sources d'informations d'origines diverses, nous permettant d'éclairer la dimension macro-économique de nos recherches. Or cette démarche s'avère davantage descriptive que statistique : ainsi, les informations chiffrées présentées dans les chapitres qui suivent sont-elles issues de sources hétérogènes, traitant d'échantillons et de périodes temporelles disparates. Pour autant, nous maintenons ce choix car il nous semble que, ce qui est ici perdu en puissance statistique (sur un sujet dont la triple opacité<sup>56</sup> invite à une grande prudence) est plus que compensé par le confort d'un faisceau d'informations globalement convergentes. En outre, à la faveur de l'étude de ces sources diversifiées - institutions mondiales, *think tanks* et agents économiques - s'expriment des nuances éclairantes dans l'analyse ou l'appréciation d'une réalité difficile à sonder et censément unique.

Parmi les sources d'informations que nous avons retenues figurent les institutions mondiales FMI et IFC-World Bank, le *think tank* Institut Montaigne<sup>57</sup>, et les agents économiques BCG et Goldman Sachs. Ces sources sont présentées dans les pages qui suivent, au rythme de leur sollicitation.

---

Group). 2011 BCG Global Challengers. *Companies on the move*. Janvier 2011

<sup>56</sup> Les trois dimensions de notre champ de recherche sont les PME, le capital investissement et les pays émergents, triptyque marqué par l'opacité et l'inefficience – notamment en termes d'asymétrie d'information.

<sup>57</sup> L'Institut Montaigne ([www.institutmontaigne.org](http://www.institutmontaigne.org)) est un *think tank* économique et politique créé en 2000 par Claude Bébéar. Il réunit des chefs d'entreprise, des hauts fonctionnaires, des universitaires et des représentants de la société civile autour de questions telles que la santé, la justice, où la crise financière.

## 2. Listes de pays et idéaltypes wébériens

### 2.1. L'approche du FMI

En termes quantitatifs, les statistiques produites par le FMI font autorité. Sur un total de 184 pays recensés dans le monde par l’Institution, 34 sont des pays avancés et 150 sont des pays émergents. Nous présentons ici ces statistiques, avant de discuter plus avant les enseignements qui peuvent en être retirés, notamment en recourant à l’idéotype au sens de Max Weber.

Comment circonscrire le périmètre des pays émergents ? Il n’existe en effet pas de liste officielle, mais une abondance de listes et de terminologies concurrentes. Au sein même des BRIC, certains géographes et économistes contestent la présence de la Russie pour sa qualification de pays « *en transition* » qu’ils jugent douteuse. Nous sommes donc conscients de l’aspect conventionnel qui entoure le classement des 184 économies mondiales entre pays émergents et développés. En témoigne l’abondance de listes et de terminologies concurrentes, dont voici une sélection : Goldman Sachs invente l’appellation BRIC, groupe de pays auxquels il ajoute onze « *grandes économies en développement* », les Next-11. IFC-World Bank crée les « *économies émergentes* » en 2007 pour intégrer notamment la Chine et l’Inde. L’année suivante, trois nouvelles listes apparaissent : celle d’Ernst & Young, pour qui les pays émergents désignent les BRIC auxquels s’ajoutent l’Argentine, le Mexique, l’Arabie Saoudite et la Corée du Sud ; celle du Boston Consulting Group, qui regroupe sous la dénomination d’« *économies à croissance rapide* » 14 pays dont les BRIC ; et celle de PricewaterhouseCoopers enfin, qui identifie 20 marchés émergents.

Dans son rapport « *Perspectives de l’économie mondiale* » datant d’avril 2011, le FMI explique sa méthodologie : « *Les pays sont répartis en deux groupes principaux : pays avancés, et pays émergents et en développement. Loin d’être fixée en fonction de critères immuables, économiques ou autres, cette classification évolue au fil des*

années. Elle a pour but de faciliter l’analyse en permettant d’organiser les données de manière aussi significative que possible<sup>58</sup> ». Les caractéristiques de ces groupes de pays sont résumées dans les deux tableaux qui suivent, issus de l’édition d’avril 2012 du rapport du FMI « *World economic outlook*<sup>59</sup> ».

Les pays avancés sont au nombre de 34 dans le monde selon le FMI, et rassemblent notamment les pays du G7 (États-Unis, Japon, Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni et Canada). En 2011, ils concentrent 14,9% de la population mondiale et contribuent à hauteur de 51,1% dans le PIB mondial - les 48,9% complémentaires étant issus du PIB des économies émergentes. Les contributions au PIB mondial de ces deux groupes de pays s’approchent d’un équilibre. Dans une perspective dynamique, ces deux courbes devraient se couper à court terme (voir *infra*<sup>60</sup>), matérialisant ainsi le basculement du monde régulièrement annoncé par les économistes.

Tableau 3. Groupe des 34 pays avancés selon le FMI

	Number of Economies	GDP		Exports of Goods and Services		Population	
		Advanced Economies	World	Advanced Economies	World	Advanced Economies	World
<b>Advanced Economies</b>	<b>34</b>	<b>100.0</b>	<b>51.1</b>	<b>100.0</b>	<b>62.4</b>	<b>100.0</b>	<b>14.9</b>
United States		37.4	19.1	15.3	9.5	30.4	4.5
Euro Area	17	27.9	14.3	41.5	25.9	32.2	4.8
Germany		7.7	3.9	13.1	8.2	8.0	1.2
France		5.5	2.8	5.6	3.5	6.2	0.9
Italy		4.6	2.3	4.6	2.9	5.9	0.9
Spain		3.5	1.8	3.3	2.0	4.5	0.7
Japan		11.0	5.6	6.8	4.2	12.5	1.9
United Kingdom		5.6	2.9	5.7	3.5	6.1	0.9
Canada		3.5	1.8	3.9	2.4	3.4	0.5
Other Advanced Economies	13	14.5	7.4	26.9	16.8	15.4	2.3
<i>Memorandum</i>							
Major Advanced Economies	7	75.3	38.5	54.9	34.2	72.4	10.8
Newly Industrialized Asian Economies	4	7.7	3.9	15.3	9.5	8.3	1.2

Source : FMI, 2012

<sup>58</sup> FMI. *Perspectives de l’économie mondiale*. Etudes économiques et financières. Washington. Avril 2011, 251 p.

<sup>59</sup> FMI. *World economic outlook*. World Economic and Financial Surveys. Washington. April 2012, 250 p.

<sup>60</sup> Partie I / Section I.2 / II / 3

## Partie I – Définition et réalités du capital investissement dans les pays émergents

Les pays émergents et en développement sont au nombre de 150 dans le monde selon le FMI, et regroupent 85,1% de l'humanité. Ils contribuent pour 48,9% dans le PIB mondial, majoritairement grâce à l'Asie (la Chine représente 29,3% du PIB des pays émergents et l'Inde 11,6%).

Tableau 4. Groupe des 150 pays émergents et en développement selon le FMI

	Emerging and Developing Economies	GDP		Exports of Goods and Services		Population	
		Emerging and Developing Economies	World	Emerging and Developing Economies	World	Emerging and Developing Economies	World
<b>Emerging and Developing Economies</b>	<b>150</b>	<b>100.0</b>	<b>48.9</b>	<b>100.0</b>	<b>37.6</b>	<b>100.0</b>	<b>85.1</b>
<b>Regional Groups</b>							
Central and Eastern Europe	14	7.2	3.5	9.2	3.4	3.0	2.6
Commonwealth of Independent States <sup>2</sup>	13	8.8	4.3	10.7	4.0	4.9	4.2
Russia		6.2	3.0	6.9	2.6	2.4	2.1
Developing Asia	27	51.2	25.1	42.6	16.0	61.5	52.3
China		29.3	14.3	25.1	9.4	23.1	19.6
India		11.6	5.7	5.0	1.9	20.7	17.6
Excluding China and India	25	10.4	5.1	12.6	4.7	17.7	15.1
Latin America and the Caribbean	32	17.8	8.7	14.7	5.5	9.9	8.4
Brazil		5.9	2.9	3.5	1.3	3.3	2.8
Mexico		4.3	2.1	4.4	1.6	1.9	1.7
Middle East and North Africa	20	10.0	4.9	17.3	6.5	6.7	5.7
Sub-Saharan Africa	44	5.0	2.5	5.5	2.1	14.0	11.9
Excluding Nigeria and South Africa	42	2.5	1.2	2.9	1.1	10.4	8.9

Source : FMI, 2012

### 2.2. Recours à l'idéotype wébérien

Le planisphère des pays qualifiés d'émergents par IFC (voir figure *supra*) en illustre le nombre et la variété. Pour tenter de dégager les traits qui leur seraient communs, nous avons recours à la démarche de Max Weber sur les idéotypes. Nous considérons ainsi que les BRIC représentent un idéotype des pays émergents, en tant que pays aux caractéristiques les plus abouties. En regard, nous considérons que les pays du G7 sont un idéotype des pays développés. Comme l'explique le sociologue Max Weber dans

son ouvrage « *Économie et Société*<sup>61</sup> » publié en 1921 : « *Dans tous ces cas, ‘comprendre’ signifie saisir par interprétation le sens ou l’ensemble significatif visé (a) réellement dans un cas particulier (dans une étude historique par exemple) (b) en moyenne ou approximativement (dans l’étude sociologique des masses par exemple), (c) à construire scientifiquement (sens « idéaltypique ») pour dégager le type pur (idéotype) d’un phénomène se manifestant avec une certaine fréquence. Les concepts ou les « lois » qu’établit la pure théorie de l’économie politique constituent par exemple des constructions idéaltypiques de ce genre. (...) Ce n’est qu’en de très rares cas (celui de la Bourse), et encore de façon approximative, que l’activité réelle se déroule telle qu’elle est construite dans l’idéotype* ».

En 2011, Christophe Jaffrelot, Directeur de recherche au CERI-Sciences Po et président du groupe de veille « *Pays émergents* » de l’Institut Montaigne (présenté supra) a rédigé un document de travail intitulé : « *La France, le G20 et les ‘Pays émergents’ - un nouvel équilibre des pouvoirs ?*<sup>62</sup> ». Parmi les critères qu’il étudie dans ce rapport, nous retenons comme discriminants : la croissance, la démographie, la dette souveraine et le progrès technique. Sur ces quatre critères, la mise en parallèle du G7 (considéré comme un marqueur des pays développés) et des BRIC (considérés comme un marqueur des pays émergents) offre un fort contraste qui permet de discriminer les deux populations, et de structurer l’analyse présentée dans les pages qui suivent :

Tableau 5. Comparaison économique entre G7 et BRIC

Comparaison économique	G7	BRIC
Taux de croissance moyen du PIB entre 2000 et 2010	+1,3%	+6,5%
Dette publique en pourcentage du PIB	+107,3%	+35,9%
Recherche et développement en % du PIB	+2,7%	+0,9%
PIB par habitant (en USD courant)	39 613	5 420

*Source : Institut Montaigne, 2011*

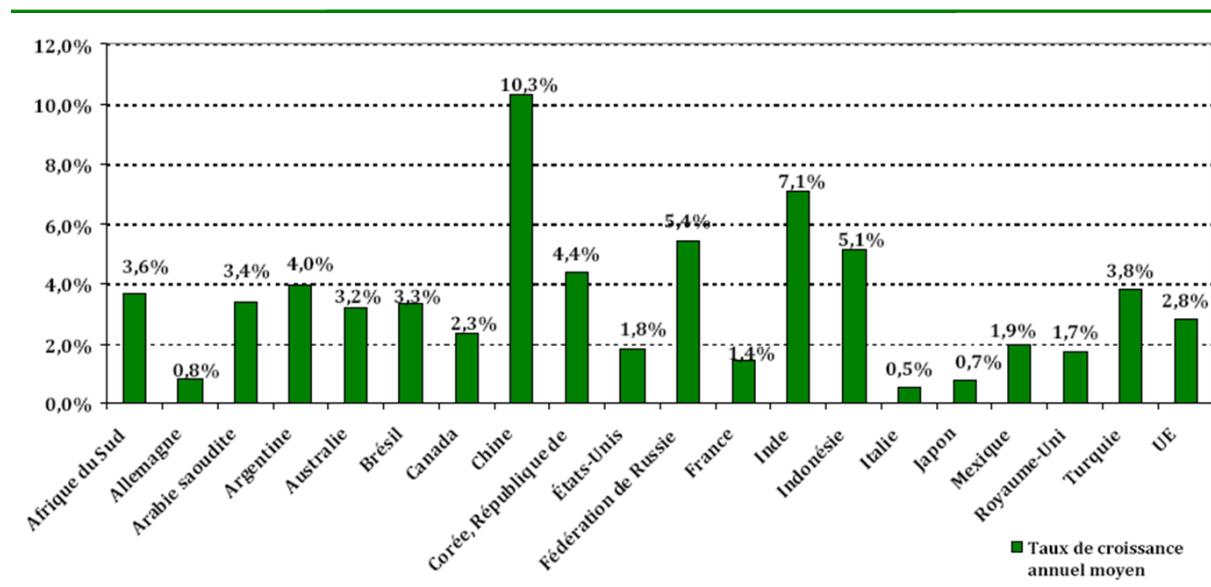
<sup>61</sup> WEBER, M. *Économie et Société*. Édition Pocket (1ère édition 1921), France, janvier 2003, 410 p.

<sup>62</sup> JAFFRELLOT, C. *La France, le G20 et les ‘Pays émergents’ - un nouvel équilibre des pouvoirs*. Paris : L’Institut Montaigne, 2011.

### 3. Critères principaux : croissance et démographie

La dynamique de croissance mesurée par le taux de croissance du PIB, est le premier et le plus médiatisé des critères discriminants entre économies émergentes et développées. Le tableau ci-dessous illustre, sur la période de 2000 à 2009, le taux de croissance annuelle moyen du PIB d'une sélection de vingt pays.

Figure 7. Taux de croissance annuel moyen du PIB de 20 pays de 2000 à 2009



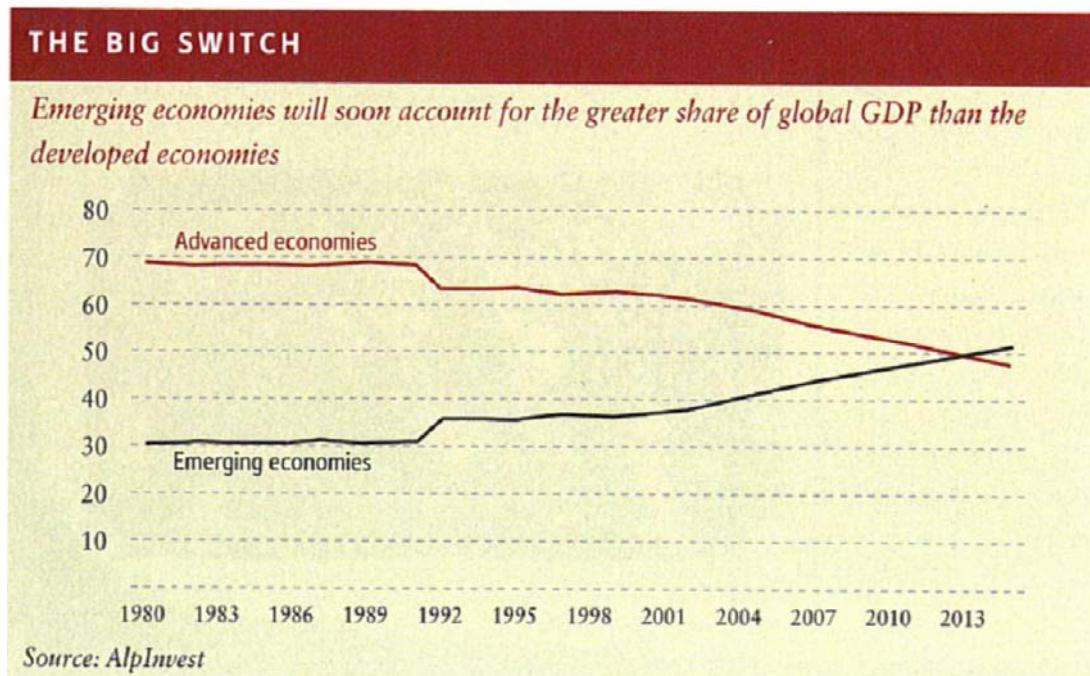
Source : Banque Mondiale, 2010

L'étude du Boston Consulting Group intitulée « *New markets, new rules: Will emerging markets reshape Private Equity?*<sup>63</sup> » et publiée en 2010, montre que la croissance annuelle du PIB des pays émergents a été de +4,5 points supérieure à celle des pays développés entre 2000 et 2009, soit un rapport de 1 à 3, et cite les projections du FMI qui réitérent ces proportions pour les années à venir.

<sup>63</sup> MEERKATT, H (Boston Consulting Group). LIECHTENSTEIN, H. (IESE). *New markets, new rules: Will emerging markets reshape Private Equity?* Novembre 2010

Conçue en termes relatifs, la contribution dans le PIB mondial des pays émergents et développés illustre le « *basculement du monde* » attendu à horizon 2013-2015, comme l'illustre la figure ci-dessous :

Figure 8. Contribution relative des pays développés et émergents dans le PIB mondial



Jacques de Larosière, ancien directeur du FMI, analyse la situation en ces termes, dans un rapport publié en 2010 et intitulé « *L'avenir à long terme des pays ‘avancés’* » : « *La forte croissance des pays émergents - essentiellement tirée par leurs exportations vers les Etats-Unis - a enclenché un puissant phénomène de rattrapage. Les PIB des pays émergents représentaient 37% du PIB mondial (en parités du pouvoir d'achat) au début des années 2000. Ils en représentent 46% aujourd'hui. On conçoit, en effet, qu'avec des taux de croissance annuels de 9 à 10% pour la Chine, 7% pour l'Inde face à une croissance moyenne des pays avancés de l'ordre de 2,5% pendant les sept*

*ans précédent la crise, les pays émergents renforcent leur poids dans l'économie mondiale. Ils pourraient bien en représenter 60% dans les années 2020<sup>64</sup> ».*

Au-delà de l'évolution spectaculaire du PIB des pays émergents et de son poids dans l'économie mondiale, se pose la question de sa composition. En effet, le poids de la rente des hydrocarbures (et son inévitable effet prix) n'explique-t-il pas la valeur de ces PIB en constante progression ? Dans son rapport « *World economic outlook*<sup>65</sup> » (cité *supra*), le FMI répond par la négative : selon les estimations de l'Institution, seul 18% du PIB des pays émergents (soit 27 pays sur 150) est majoritairement issu des recettes d'exportation de combustible, comme le montre le tableau ci-dessous :

Tableau 6. Part du PIB des pays émergents issue des exportations de combustibles

	GDP	
	Emerging and Developing Economies	
<b>Emerging and Developing Economies Analytical Groups</b>	150	100.0
<b>By Source of Export Earnings</b>		
Fuel	27	17.8
Nonfuel	123	82.2
Of Which, Primary Products	22	2.5

*Source : FMI, 2012*

En complément de la création de richesse nationale évaluée par le PIB, le critère démographique retient toute notre attention. Longtemps considéré comme un poids pour ceux qu'il était convenu d'appeler les « *Pays en Voie de Développement* », il est désormais conçu comme un double moteur, à la lumière de la dynamique d'émergence : à la fois main-d'œuvre compétitive et classe moyenne consommatrice. Comme l'écrit Christophe Jaffrelot pour l'Institut Montaigne : « *C'est sous l'angle de la démographie - la science sociale la plus prédictive - que les pays émergents exercent sans doute la pression la plus forte sur l'axe nord atlantique. Alors que l'EU-27 (l'Europe des 27) et les Etats-Unis représentaient un cinquième de la population*

<sup>64</sup> DE LAROSIERE, J. *L'avenir à long terme des pays « avancés »*, Genève : Académie des sciences morales et politiques, novembre 2010.

*mondiale en 1950 (respectivement 14,7 et 6,2% du total), ils verront leur part fortement réduite à l'horizon de 2050 (5,2% et 4,4%), tandis que l'Inde passera de 14,7% à 18% et le Brésil de 2,1% à 2,8%. Deux "BRIC" connaîtront, eux, une évolution contraire probablement lourde de conséquence : la Russie passera de 4,1% à 1,2% de la population mondiale et la Chine de 21,9% à 15,3%, une tendance s'accompagnant d'un vieillissement et d'un "dividende démographique inversé" préjudiciables à la dynamique économique ». La population mondiale - aujourd'hui 7 milliards – devrait atteindre 9 milliards en 2050 selon les calculs de l'ONU. Ce sont les pays émergents qui seront à l'origine de cette croissance, ce qui contraste avec le vieillissement des populations des pays développés. La classe moyenne des pays émergents ne cesse de s'y développer, formant un marché interne considérable, dont les goûts et les aspirations convergent avec ceux des consommateurs des pays développés. La mutation est majeure : dans le passé, le modèle économique des pays émergents était essentiellement fondé sur les exportations ; désormais, il est aussi tracté par la consommation intérieure et les investissements en infrastructure, nécessaires à la croissance des populations urbaines.*

Au point de contact des indicateurs de PIB et de démographie se trouve le ratio PIB par habitant, qui révèle des enseignements précieux, comme le souligne Jacques de Larosière, dans la suite de son rapport (*cité supra*) : « *Il faut évidemment relativiser ces prévisions de PIB en tenant compte de la richesse par habitant. Là, le tableau est différent et souligne l'importance de l'écart de revenus qui sépare encore les pays avancés des pays émergents. Le continent asiatique continue, en effet, d'abriter un pourcentage élevé des pauvres du monde. De fait, 17% de la population des pays de l'Asie de l'Est et du Pacifique - 40% en Asie du Sud - disposent de moins de 1,25 dollar par jour pour vivre. Mais ces écarts finiront par s'atténuer comme en témoigne le processus déjà engagé (en Chine, 60% de la population vivaient en 1990 avec moins de 1,25 dollar par jour ; aujourd'hui, ce pourcentage n'est plus que de 16 % et devrait baisser à 6 % en 2015) ».*

---

<sup>65</sup> FMI. *World economic outlook*. World Economic and Financial Surveys. Washington. April 2012, 250 p.

#### 4. Critères secondaires : dette souveraine et progrès technique

La dette publique des pays émergents s'est fortement réduite sur les dernières décades, par l'accumulation de réserves monétaires et d'excédents budgétaires. Ce phénomène s'est traduit par une accumulation de réserves, notamment en Chine et dans les pays exportateurs de pétrole, si bien qu'aujourd'hui, les deux tiers des réserves mondiales sont détenues par les pays émergents, soit un total de 5 700 milliards de dollars US dont 2 600 milliards pour la seule Chine (De Larosière, 2010). *A contrario*, la dette publique des états développés a continuellement augmenté sur ces 30 dernières années, passant de 40% du PIB à plus de 200% (Jaffrelot, 2011).

Enfin, le critère discriminant de la recherche et développement est apparu plus récemment. Si les pays émergents ont longtemps été considérés comme « *l'atelier* » puis « *l'usine* » du monde, ils sont désormais reconnus pour leur capacité d'innovation, fondée sur une main-d'œuvre d'une qualification croissante. De nombreux pays développés y délocalisent, non plus leurs centres d'assemblage ou de production, mais leurs centres de recherche. C'est le cas de nombreux groupes de haute technologie aux Etats-Unis et en Europe, qui font de la région indienne de Bangalore un lieu privilégié pour leur recherche et développement. Cette évolution s'est faite à la faveur des transferts de technologie organisés latéralement aux *joint-ventures* internationaux, et par les efforts d'investissement que mènent de nombreux gouvernements des pays émergents en faveur de l'éducation. Le progrès technologique, mesuré en dépenses de recherche et développement, classe les pays développés devant les émergents, mais certains pays émergents réduisent l'écart. C'est ce qu'analyse Christophe Jaffrelot en ces termes : « *Si les pays du G7 gardent une longueur d'avance en termes de R&D, celle-ci se réduit rapidement par rapport à certains pays émergents. La Chine consacre d'ores et déjà plus d'argent à ce poste de dépenses que l'UE, 1,49% du PIB en 2007 contre 1,47 pour l'UE, certains pays européens ayant réduit leur effort. C'est le cas, par exemple, de la France dont la R&D ne cesse de diminuer en pourcentage du PIB depuis 2002* » (Jaffrelot, 2011).

### **III. Attractivité et perspectives**

#### **1. Attractivité : les arguments positifs**

##### **1.1. Dix arguments pour investir dans les pays émergents**

Alex Tarver, gérant chez HSBC Global Asset Management, a publié en octobre 2010 une liste des 10 raisons pour lesquelles il fallait, selon lui, investir dans les pays émergents :

*« 1) Leur maturité : depuis les périodes de difficultés économiques, les économies émergentes travaillent au renforcement de leur solidité financière (...). 2) La présence de grandes sociétés (...) comme LG, Samsung, KIA et Hyundai. 3) L'augmentation des richesses : la population des marchés émergents s'enrichit, ce qui entraîne des changements sociaux et une hausse de la demande locale (...). 4) Une démographie favorable (...). En Inde, 30% de la population a moins de 15 ans, le Brésil a la 5ème population mondiale, et la Chine représente la plus importante « réserve » de main d'œuvre. 5) Une abondance de ressources naturelles : (...) La Russie est riche en pétrole tandis que des marchés tels que le Brésil regorgent de minéraux. 6) Des institutions financières plus solides : les banques des marchés émergents ont eu tendance à suivre des méthodes bancaires plus traditionnelles et ont donc été moins impliquées dans la crise de la dette. 7) Une croissance économique plus dynamique (...). 8) L'augmentation du nombre de marchés émergents (...) 9) Les valeurs s'échangent à un cours inférieur à celui des pays développés (...). 10) Une baisse progressive du risque politique : (...) Le calme avant les élections présidentielles d'octobre 2010 au Brésil illustre cette tendance<sup>66</sup> ».*

---

<sup>66</sup> TARVER, A. Dix raisons pour investir sur les marchés émergents. AGEFI, le 19/10/2010

L'ensemble de ces arguments est discuté dans cette thèse. Les points 9 et 10 méritent cependant un commentaire immédiat.

Le point 9 de l'argumentaire d'HSBC « *Les valeurs s'échangent à un cours inférieur à celui des pays développés* » est corroboré par l'étude Vanguard sur la période 2007-2011 (que nous détaillons *infra*<sup>67</sup>). Cette étude explique que « *les investisseurs sur les marchés émergents ont globalement bénéficié, au cours des cinq dernières années, des faibles valorisations du début des années 2000 (comparées à celles des marchés développés)*<sup>68</sup> ». Cet écart devrait se résorber dans le futur, même si le manque de profondeur des places boursières des pays émergents en rend la lecture difficile.

Le point 10 de l'argumentaire d'HSBC « *Une baisse progressive du risque politique* » semble, quant à lui, remis en question par l'avènement des Printemps Arabes de 2011 (apparus postérieurement à la publication de l'étude). Si ces révoltes relativisent en effet le point 10 à brève échéance, nous pensons qu'elles pourraient, au contraire, en renforcer la pertinence sur le moyen ou le long terme.

## 1.2. Un climat des affaires en amélioration

Le rapport de IFC-World Bank « *Doing Business 2012 : Entreprendre dans un monde plus transparent* » analyse, comme chaque année, les réglementations qui s'appliquent aux entreprises dans plus de 180 pays développés et émergents. Un classement des pays est proposé, qui évalue la réglementation des affaires et la protection des droits de propriété de l'Afghanistan au Zimbabwe : cela permet de juger relativement les pays qui encouragent et ceux qui entravent la pratique des affaires. L'indice synthétique proposé par IFC-World Bank compile 10 séries d'indicateurs, qui se synchronisent sur le cycle de vie de l'entreprise, comme le montre la figure ci-après :

---

<sup>67</sup> Partie I / Section I.2 / III / 2

<sup>68</sup> DAVIS, J. H. ALIAGA-DIAZ, R. COLE, W. SHANAHAN, J. (Recherche Vanguard). *Investir dans les pays émergents : Quelle importance donner à la croissance économique rapide ?* USA, Avril 2010

Tableau 7. Indice IFC-*Doing Business* synchronisé sur le cycle de vie des entreprises

Création	Expansion	Opérations	Insolvabilité
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Création d'entreprise Capital minimum exigé Procédures, délai et coût</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Transfert de propriété Procédures, délai et coût</li> <li>• Obtention de prêts Registres d'information sur le crédit Lois sur les biens meubles nantis</li> <li>• Protection des investisseurs Transparence et responsabilité dans le cadre des transactions entre parties apparentées</li> <li>• Exécution des contrats Procédures, délai et coût pour le règlement d'un différend commercial</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Obtention des permis de construire Procédures, délai et coût</li> <li>• Raccordement à l'électricité Procédures, délai et coût</li> <li>• Paiement des taxes et impôts Paiements, délai et taux d'imposition total</li> <li>• Commerce transfrontalier Documents, délai et coût</li> <li>• Embauche de travailleurs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Solutionnement de l'insolvabilité Délai, coût et taux de recouvrement</li> </ul>

```

graph LR
    A[CRÉATION] --> B[DROITS DE PROPRIÉTÉ  
ACCÈS AUX PRÊTS  
PROTECTION DES INVESTISSEURS]
    B --> C[Fardeau Administratif  
Flexibilité de l'embauche]
    C --> D[Taux de Recouvrement  
Réaffectation des actifs]
  
```

Source : IFC-World Bank – *Doing Business*, 2012

Le bilan de l'année 2011 ressort encourageant pour ce qui concerne l'étendue des réformes entreprises dans le monde : « *Le rapport établit que les gouvernements de 125 économies parmi les 183 étudiées ont mis en œuvre un total de 245 réformes de la réglementation des affaires – soit 13% de plus que l'année précédente. En Afrique subsaharienne, un nombre record de 36 économies sur 46 ont amélioré leurs réglementations des affaires cette année. Au cours des six dernières années, 163 économies ont rendu leur réglementation plus favorable aux entreprises. La Chine, l'Inde et la Fédération de Russie sont parmi les 30 économies qui ont le plus amélioré leur réglementation des affaires ces dernières années. (...) Singapour arrive en tête du classement sur la facilité de faire des affaires, suivi par la RAS<sup>69</sup> de Hong Kong, Chine, la Nouvelle-Zélande, les Etats-Unis et le Danemark<sup>70</sup>.* ».

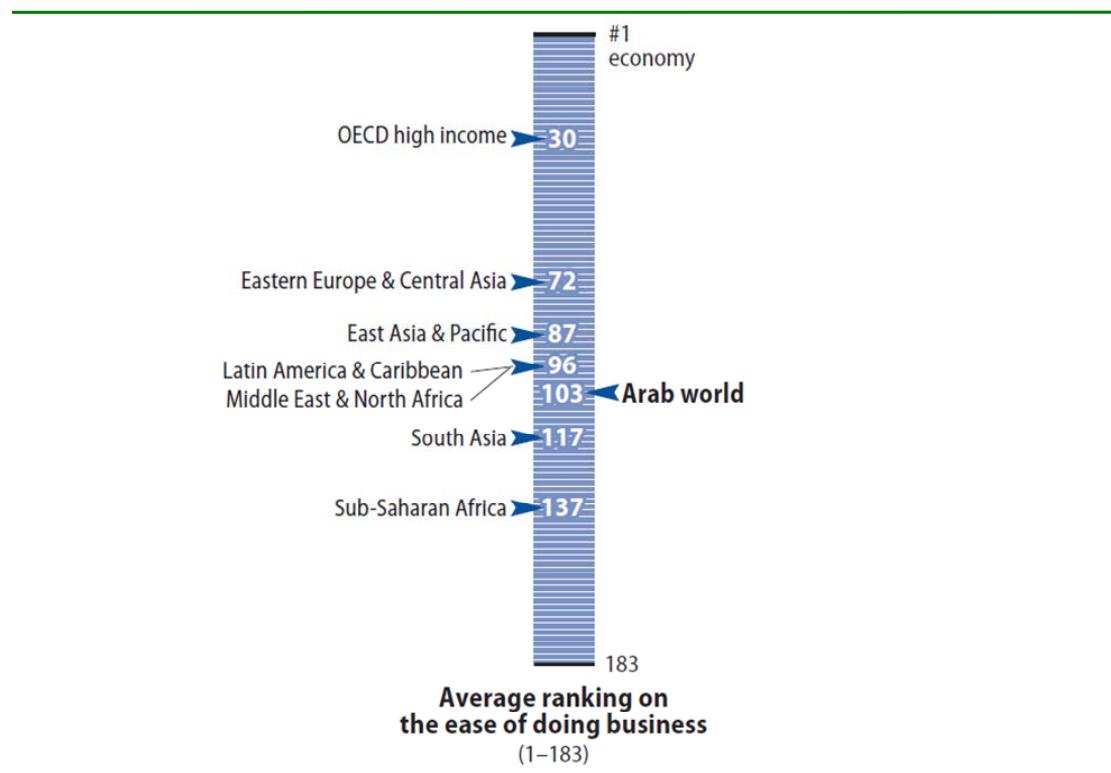
<sup>69</sup> Région Administrative Spéciale

<sup>70</sup> IFC. *Doing Business 2012: entreprendre dans un monde plus transparent*. Washington DC, USA, 2012

Dans l'édition 2012 du Rapport *Doing Business*, IFC-World Bank place l'Egypte à la 110ème place sur 183 économies et pays étudiés. Ces éléments seront discutés dans l'étude du cas clinique de Beltone MidCap Egypt. Ils permettront d'éclairer les paramètres majeurs retenus pour la stratégie d'investissement de ce fonds destiné aux PME égyptiennes.

En complément, l'indice est aussi replacé au sein de la région MENA<sup>71</sup> dans une étude spécialement focalisée « *Doing Business in Arab World* » et publiée en 2011, qui classe les grandes régions mondiales sur le graphique ci-dessous :

Figure 9. Classement des environnements régionaux favorables aux entreprises



<sup>71</sup> Middle East North Africa

## 2. Attractivité : les arguments négatifs

### 2.1. Des risques spécifiques élevés

Les pays émergents présentent des risques spécifiques : des risques politiques et sociaux, des risques de corruption, des risques de change et des risques de liquidité. Dans tous les pays, pareils risques peuvent exister ; mais ils ressortent exacerbés dans les pays émergents.

Les risques politiques et sociaux sont liés aux transitions sociétales. L'effondrement du bloc communiste, et plus récemment les Printemps Arabes, montrent que ces transitions sont des moments de forte incertitude nationale et parfois régionale. En réponse à des demandes pressantes de la population, les gouvernements locaux peuvent être amenés à des arbitrages défavorables aux investisseurs, allant jusqu'à l'expropriation dans certains cas extrêmes.

Les risques de corruption sont plus élevés dans les pays émergents que dans les pays développés, car ils sont une réponse de la sphère informelle à des dysfonctionnements institutionnels réels ou perçus. Quelle qu'en soit l'origine, la corruption est un mal qui altère la pratique des affaires en rongeant la confiance : elle entache de doutes l'information financière et entraîne des coûts implicites liés à une plus grande difficulté de prévision, dans un environnement dont elle nourrit l'instabilité.

Les risques de change existent pour toute transaction transfrontalière impliquant des devises hétérogènes. Selon le cas, il peut être pertinent de les couvrir moyennant le paiement d'une prime. Néanmoins, dans une perspective de long terme - qui est l'échelle de temps du capital investissement - la valorisation de la devise étrangère liée à une amélioration de ses fondamentaux macroéconomiques, représente un gain potentiel pour l'investisseur étranger.

Enfin, les risques de liquidité propres aux pays émergents sont un obstacle important pour les investisseurs boursiers qui n'y sont pas acclimatés. En revanche, ces risques sont à relativiser pour les investisseurs dans le non-coté, pour qui l'étroitesse des marchés boursiers locaux n'ajoute qu'à la marge à l'illiquidité consubstantielle de leur investissement.

## 2.2. Un rationnel boursier discutable sur le moyen terme

Dans une étude publiée en 2010 sous le titre « *Investir dans les pays émergents : Quelle importance donner à la croissance économique rapide?*<sup>72</sup> », le gestionnaire de fonds Vanguard<sup>73</sup> (1 600 milliards de dollars US sous gestion) soutient que la création de valeur boursière dans les pays émergents n'a pas de lien avec la croissance de leur PIB. En effet, Vanguard constate que sur la période de cinq ans se terminant au 31 décembre 2009, l'indice MSCI Emerging Markets a généré un rendement moyen de +14,9% annuel, contre +0,7% pour l'indice MSCI USA. Le gestionnaire donne à cette performance exceptionnelle une lecture inédite et contre-intuitive : « *les investisseurs sur les marchés émergents ont globalement bénéficié, au cours des cinq dernières années, non pas de la forte croissance économique en elle-même mais plutôt (...) des faibles valorisations du début des années 2000 (comparées à celles des marchés développés) et d'une croissance économique supérieure aux attentes pendant une bonne partie de la période* ». En conclusion de son étude, Vanguard ne remet pas en question l'attrait des pays émergents pour la construction de portefeuilles internationaux. En revanche, il met en garde contre un raisonnement trop simple consistant à lier croissance du PIB et croissance des indices boursiers locaux.

---

<sup>72</sup> DAVIS, J. H. ALIAGA-DIAZ, R. COLE, W. SHANAHAN, J. (Recherche Vanguard). *Investir dans les pays émergents : Quelle importance donner à la croissance économique rapide ?* USA, Avril 2010

<sup>73</sup> Vanguard ([www.vanguard.com](http://www.vanguard.com)) est un des principaux gestionnaires de fonds aux États-Unis : créé en 1975 et basé en Pennsylvanie, il emploie 12 500 personnes aux Etats-Unis.

Au-delà de la remise en question d'un lien étroit entre croissance nationale et création de valeur actionnariale des sociétés cotées, il est notable que la démonstration de Vanguard s'appuie sur une analogie entre la croissance rapide des pays émergents et celle des sociétés technologiques. Nous utiliserons dans nos travaux une analogie équivalente dans le non-coté, en comparant les PME des pays émergents et les *start-ups* technologiques des pays développés.

### 3. Perspectives des pays émergents

Deux tendances devraient structurer les pays émergents dans le futur : la montée en puissance des consommateurs des BRIC et le rééquilibrage des relations commerciales entre économies développées et puissances émergentes. C'est ce que prévoit Jim O'Neill, inventeur du concept de BRIC et *Chairman* de Goldman Sachs Asset Management, dans une étude publiée en décembre 2010 sous le titre « *The Rise of the BRICs and N-11 Consumer*<sup>74</sup> ».

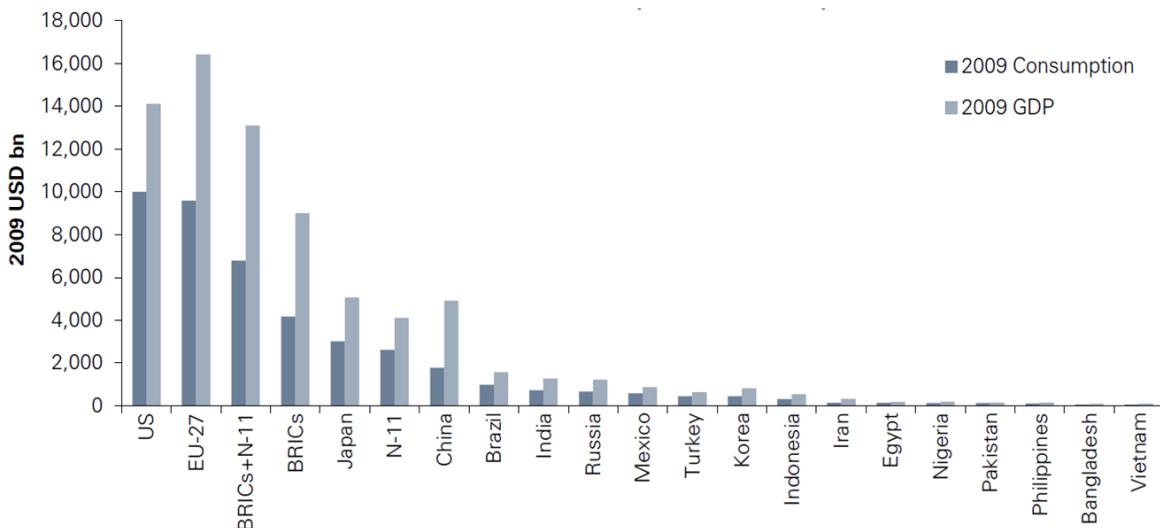
La première tendance attendue est la montée en puissance des consommateurs des BRIC. Goldman Sachs considère que cette tendance est irrépressible et remet en question la force de traction des États-Unis à travers ses propres consommateurs. Goldman Sachs craint que la compétitivité des États-Unis ne soit difficile à soutenir en l'absence du moteur de la consommation ; selon la banque d'affaires, les BRIC et les Next-11<sup>75</sup> devraient être en mesure de surcompenser ce ralentissement américain, et la consommation issue des BRIC rattraperait celle des États-Unis d'ici 2020. La Chine est devenue le plus grand marché de vente de voitures; elle pourrait devenir dans 10 ans le plus grand marché de l'aviation, et dans 15 ans celui du luxe. Enfin, Goldman Sachs considère qu'à l'avenir, certains pays du groupe des Next-11 comme l'Indonésie, le Mexique et la Turquie devraient augmenter encore leur contribution à la dynamique de consommation mondiale.

---

<sup>74</sup> O'NEILL, Jim (Goldman Sachs Asset Management). *The Rise of the BRICs and N-11 Consumer*. Etats-Unis, 03 Décembre 2010

<sup>75</sup> N-11 : Bangladesh, Corée, Egypte, Indonésie, Iran, Mexique, Nigéria, Pakistan, Philippines, Turquie, Viêtnam

Figure 10. Consommation et PIB en 2009 dans les pays émergents et développés



Source: IMF, national sources, GS Global ECS Research

Source : Goldman Sachs, 2010

La deuxième tendance perçue par Goldman Sachs est le rééquilibrage des relations commerciales entre pays développés et émergents. Les besoins en investissements d'infrastructure des pays émergents devraient générer un nombre croissant d'opportunités d'affaires dans le futur ; les domaines concernés sont l'énergie, l'eau, les transports et les technologies durables, qui devraient bénéficier prioritairement aux entreprises des pays développés. De plus, l'importance des avoirs qu'ils ont accumulés en dollars sous forme de réserves devrait inciter les pays émergents à une politique financière plus coopérative, dans le but d'en protéger la valeur.

## Section I.3 - Réalités du capital investissement dans les pays émergents

Cette Section I.3 aborde les réalités du capital investissement dans les pays émergents.

Sont d'abord présentées la volumétrie et les performances du capital investissement dans les pays émergents. Le BCG relève ainsi qu'en 2009, 30% des opérations de *private equity* ont été conduites dans les pays émergents, contre 5% dix ans plus tôt. Cependant, l'inefficience de ces marchés oblige à recourir à la triangulation pour conforter l'ordre de grandeur des montants annoncés. Parmi les sources retenues, l'EMPEA (*Emerging Markets Private Equity Association*) s'avère la plus fiable et la plus exhaustive. Pour 2010, elle annonce 23 milliards de dollars US levés et 29 milliards de dollars US investis.

La performance relative du capital investissement dans les pays émergents s'établit en 2011 à +27% annuel sur un an et à +16% annuel sur 5 ans, dépassant globalement l'ensemble des indices (dont l'indice boursier *MSCI Emerging Markets*). La difficulté de ces calculs tient au nombre limité de transactions et à la difficile synchronisation entre le capital investissement (discontinu et marqué par un effet de millésimes) et les indices boursiers (calculés en continu).

Enfin, plusieurs paradoxes du capital investissement dans les pays émergents sont relevés. Certes, la montée en puissance du métier est avérée, fondée sur une thèse d'investissement solide, une attractivité diffusée au-delà des BRIC, et des perspectives d'investissement encourageantes. Mais des limites apparaissent : globalement, la pénétration du capital investissement reste marginale comparée au PIB ; et sur le terrain, le modèle est dévoyé par le portage, et altéré par le « *deal by deal* ».

Cette Section I.3 clôture la Partie I. La prochaine Partie II traitera de la question de recherche, de la revue de la littérature et de la méthodologie retenue

La Section II.1 suivante détaillera la question de recherche.

## I. Volumétrie et performance du capital investissement dans les pays émergents

### 1. Chiffres clés, sources d'information et méthodologie retenue

A l'instar de la macroéconomie des pays émergents traitée *supra*, nous nous sommes heurtés à la difficulté d'accès aux informations nécessaires à nos travaux. Nous sommes donc conscients des limites d'une approche exclusivement fondée sur les statistiques disponibles. Dans ce contexte, il nous est apparu nécessaire de recueillir des informations qualitatives de terrain entre 2007 et 2011, permettant d'éclairer les statistiques des sources réputées les plus fiables, et que nous présentons dans les lignes qui suivent.

#### 1.1. Chiffres clés

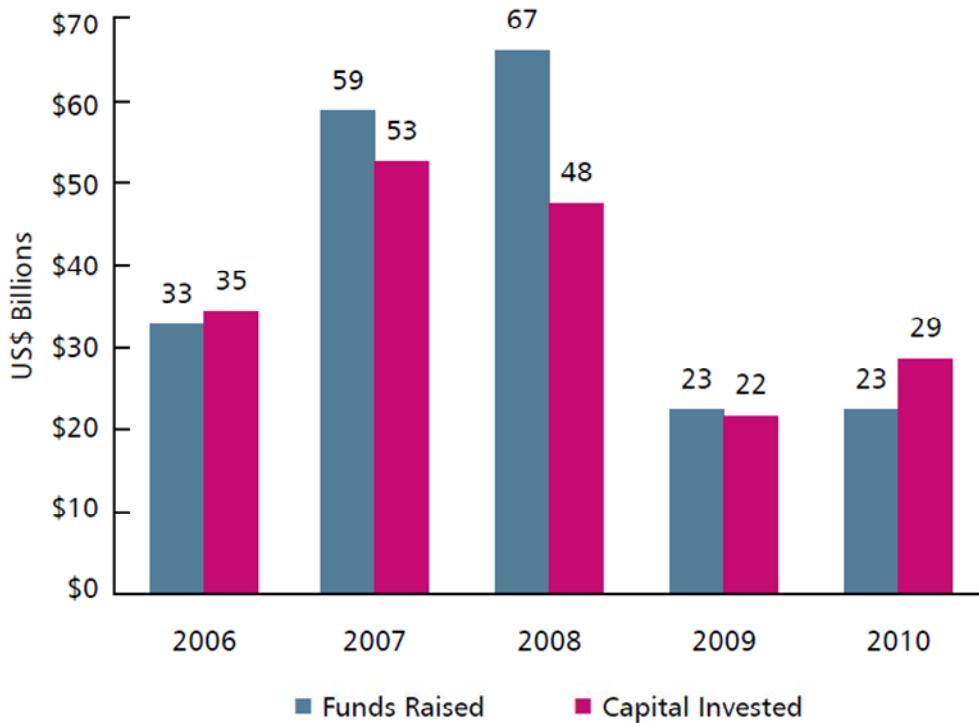
En première approche, nous présentons ici les chiffres clés du capital investissement dans les pays émergents, tels qu'ils apparaissent dans la documentation annuelle de l'EMPEA intitulée « *EMPE Annual Fundraising and Investment Review*<sup>76</sup> ».

Ces montants seront triangulés dans les pages qui suivent.

---

<sup>76</sup> EMPEA, Emerging Markets Private Equity Association, ouvrage collectif. *EMPE Annual Fundraising and Investment Review*. Washington DC, USA : EMPEA, Avril 2011, 24 p.

Figure 11. Levées de fonds et investissements PE dans les pays émergents (2006-10)



*Source : EMPEA Annual Fundraising and Investment Review*

Il ressort qu’après une augmentation remarquable des fonds levés entre 2006 (33 milliards de dollars US) et 2008 (67 milliards de dollars US), la diffusion de la crise financière de 2008 a atteint le capital investissement dans les pays émergents, entraînant un décrochage en 2009 de près des 2/3 en montants levés (et de la moitié en montants investis). L’année 2010 suggère un point d’infexion, à la fois pour les levées de fonds et pour les investissements. Des analyses complémentaires sont présentées dans les chapitres qui suivent.

## 1.2. Sources d'information

Quatre sources statistiques complémentaires ont ainsi été utilisées pour analyser l'industrie du capital investissement dans les pays émergents : l'EMPEA, Preqin, le BCG et IFC.

L'EMPEA ([www.empea.net](http://www.empea.net)), *Emerging Markets Private Equity Association* est un *think tank* créé en 2004 et basé à Washington. A but non lucratif, son rôle est de faire connaître et de promouvoir le capital investissement dans les pays émergents. Au plan mondial, l'EMPEA est l'institut de référence. Il réunit en colloque les acteurs du métier et publie des études statistiques sur des sujets ou des régions spécifiques à travers le monde. Nous avons constaté le statut de référence mondiale dont jouit ce *think tank* : dans son rapport annuel de 2011, Preqin (voir paragraphe suivant) a sollicité l'EMPEA pour rédiger le panorama du capital investissement dans les pays émergents. Nous avons aussi mesuré l'exhaustivité des statistiques de l'EMPEA, en constatant le juste référencement du fonds Beltone MidCap Egypt (notre cas clinique) parmi les levées de fonds réalisées à fin 2010 dans la catégorie : « *Largest known MENA PE Funds in the market in 2010* ».

Preqin ([www.preqin.com](http://www.preqin.com)) est une société d'analyse créée en 2002 à Londres, qui exploite une base de données propriétaire. Elle a développé un système de veille sur l'essentiel des compartiments des actifs alternatifs : le capital investissement, les *hedge funds*, les infrastructures, les fonds immobiliers et les *clean techs*. Certes, Preqin n'étudie pas spécifiquement le capital investissement dans les pays émergents, mais la répartition géographique mondiale de sa veille comprend un groupe de pays appelé « *Asie et Reste du Monde* » (par opposition aux Etats-Unis et à l'Europe) : par assimilation aux pays émergents, cet agrégat permettra de conforter les tendances calculées sur la base d'autres sources.

Le Boston Consulting Group ([www.bcg.com](http://www.bcg.com)) qui emploie 4 500 consultants, est le cabinet international *leader* mondial du conseil en stratégie d'entreprise. Il a coproduit plusieurs études sur le capital investissement dans les pays émergents en collaboration avec la sphère académique, parmi laquelle l'école de management IESE de Madrid. En termes statistiques, le BCG a exploité à la fois des bases de données mondiales et la base de données propriétaire d'IFC (voir paragraphe suivant). Cette dernière, qui n'a pas l'ambition d'être exhaustive, offre toutefois une vue pénétrante de l'investisseur de référence dans le métier.

IFC ([www.ifc.org](http://www.ifc.org)), *International Finance Corporation* est appelée Société Financière Internationale en français : elle est l'institution du Groupe Banque Mondiale chargée des opérations dans le secteur privé. Ses investissements concernent les entreprises des marchés émergents et leurs institutions financières, avec l'objectif de créer des emplois, de renforcer les économies et de générer des revenus fiscaux. IFC investit dans la plupart des pays en développement, au sein d'entreprises dont le capital est majoritairement détenu par des intérêts privés. L'Institution déclare être investisseur dans près de 10% des fonds de capital investissement actifs dans les pays émergents, ce qui en fait un capteur d'information particulièrement instructif.

### 1.3. Méthodologie

L'industrie du capital investissement se définit par son cycle : levée de fonds, investissement, et sortie (qui permet la mesure de la performance). C'est ainsi que le professeur Josh Lerner structure son livre « *Venture Capital and Private Equity*<sup>77</sup> », qui collationne les *business cases* qu'il enseigne à Harvard. Nous suivons à notre tour ces trois étapes pour quantifier les enjeux du capital investissement dans les pays émergents. L'EMPEA, *Emerging Markets Private Equity Association*, est la source

---

<sup>77</sup> LERNER, J. FELDA H. ANN L. *Venture Capital and Private Equity (3rd edition)*, New Jersey, USA : John Wiley and Sons, 2005, 570 p.

statistique du capital investissement dans les pays émergents. Cette association est aussi la seule, à notre connaissance, à couvrir les trois étapes du cycle du capital investissement, ce qui offre une homogénéité dans les modalités de collecte et de traitement des informations retenues. Dans une démarche de fiabilisation, une seconde source a été mise en regard des chiffres de l'EMPEA, pour chacun des trois thèmes : Prequin pour les levées de fonds, le Boston Consulting Group pour les investissements et IFC-World Bank pour la performance. Malgré des périmètres parfois très différents, la confrontation de ces sources alternatives aux chiffres de l'EMPEA a permis d'en conforter les tendances. Le tableau ci-après résume l'utilisation des sources d'informations retenues :

Tableau 8. Synthèse des statistiques utilisées

Sources statistiques	Le cycle du capital investissement		
	Levées de fonds	Investissements	Performance
EMPEA	X	X	X
Prequin	X		
Boston Consuling Group		X	
IFC			X

*Source : Olivier Younès*

Au plan qualitatif, de nombreux témoignages ont été recueillis, et les pratiques ont été observées dans les pays émergents entre 2007 et 2011. Les entretiens se sont principalement déroulés en Méditerranée. L'ensemble de l'écosystème y a été sollicité : les équipes de gestion de fonds de capital investissement, les organismes bilatéraux et multilatéraux, les chefs d'entreprise, les avocats, les experts-comptables et les intermédiaires financiers. Ces entretiens ont été menés dans le cadre de l'organisation et de l'animation de plusieurs forums tels qu'Euromed Capital Forum (Tunis 2008, Tanger 2009) et Amadeus MEDays (Tanger 2009, 2010 et 2011). Ils ont été complétés et approfondis à l'occasion d'engagements professionnels consistant dans la création de fonds d'investissement dans les pays émergents. Ces informations qualitatives éclairent et relativisent certaines des statistiques obtenues sur le sujet.

## 2. Les levées de fonds dans les pays émergents

En complément des données de l'EMPEA, les statistiques de Preqin<sup>78</sup> ont été utilisées :

Tableau 9. Levées de fonds dans les pays émergents en 2009 et 2010

	Source	2009	2010	2010/09
Total des levées de fonds dans les pays émergents en MdUSD	EMPEA (1)	22,6	23,4	104%
Total des levées de fonds en Asie et dans le "reste du monde" en MdUSD	Preqin (2)	32,5	41,4	127%
Total des levées de fonds dans le monde en MdUSD	Preqin (2)	300	230	77%

(1) *Rapport Avril 2011 EMPEA : EM PE Annual Fundraising and Investment*

(2) *Rapport 2011 Preqin Global Private Equity Report*

Toutes sources confondues, on note la tendance haussière du capital investissement dans les pays émergents entre 2009 et 2010 (quasi-stable selon l'EMPEA), dans un environnement où les levées de fonds mondiales sont en net repli : selon Preqin, ces dernières se sont élevées à 230 milliards de dollars US en 2010, à comparer à 300 milliards de dollars US en 2009, soit une baisse d'un tiers en un an.

Pour 2010, l'EMPEA a évalué les levées de fonds totales sur les pays émergents à 23,4 milliards de dollars US à comparer à 22,6 milliards de dollars US levés en 2009, ce qui représente une croissance limitée de +4% assimilable à une consolidation.

Entre 2009 et 2010, Preqin a évalué une augmentation de +27% des levées de fonds destinées aux pays émergents (Asie et reste du monde). Selon ces calculs, les levées ont atteint en 2010 un total de 41,4 milliards de dollars US, soit 18% du total levé dans le monde. Ce chiffre était de 32,5 milliards de dollars US en 2009 (11% du total levé), ce qui illustre la tendance.

Les champs d'analyse de l'EMPEA et de Preqin diffèrent, ce qui explique l'écart (en valeur absolue) des séries de chiffres présentées ici, allant du simple au double en

---

<sup>78</sup> PREQIN, ouvrage collectif. *Preqin Global Private Equity Report*. Londres, UK: Preqin Ltd, 2011, 120 p.

2010. L'approche de l'EMPEA est restrictive : elle retient une sélection de pays qualifiés d'émergents, et en exclut les fonds immobiliers, les fonds de fonds, l'essentiel des fonds d'infrastructures de type « *greenfield* » ou « *project finance* », ainsi que les fonds d'investissement secondaires. A l'inverse, l'approche de Preqin est doublement étendue. Au plan géographique, elle est construite *a contrario* et couvre « *tout ce qui n'est pas les Etats-Unis ou l'Europe* » ; et au plan des métiers, elle reprend l'ensemble des fonds d'investissement dans le non-coté comme les fonds immobiliers, les fonds d'infrastructure et les fonds de fonds.

En complément, l'EMPEA a ventilé les levées de fonds par zone géographique. Les BRIC (essentiellement la Chine et l'Inde) y dominent le classement et représentent sur 2009 et 2010 environ 50 % des fonds drainés par les pays émergents (en MUSD) :

Tableau 10. Géographie des levées de fonds destinées aux pays émergents 2006 à 2010

	2006	2007	2008	2009	2010
Emerging Asia	19,386	28,668	39,660	15,938	14,206
China	4,279	3,890	14,461	6,617	7,509
India	2,884	4,569	7,710	3,999	3,268
CEE & CIS	3,272	14,629	5,559	1,586	1,192
Russia	222	1,790	880	455	75
LatAm & Caribbean	2,656	4,419	4,461	2,248	5,608
Brazil	2,098	2,510	3,589	401	1,078
MENA	3,207	5,333	6,875	1,070	448
Sub-Saharan Africa	2,092	2,034	2,241	964	1,499
Multi-region	2,580	4,077	7,721	801	524
<b>Emerging Markets</b>	<b>33,193</b>	<b>59,160</b>	<b>66,517</b>	<b>22,607</b>	<b>23,478</b>

Note: Country-specific fundraising totals only capture single-country funds, not country allocations or targets from regional or global funds.

Note: Regional totals include the underlying single-market values.

### 3. Les investissements dans les pays émergents

En complément des données de l'EMPEA, les statistiques du Boston Consulting Group ont été utilisées :

Tableau 11. Investissement dans les pays émergents en 2009 et 2010

	Source	2009	2010	2010/09
Total des investissements dans les pays émergents en valeur (en MdUSD)	EMPEA (1)	22,1	28,8	130%
Total des investissements dans les pays émergents en volume (nombre d'opérations)	EMPEA (1)	674	856	127%
Total des investissements dans les pays émergents en valeur (en MdUSD)	BCG (2)	26	nd	na
Total des investissements dans les pays émergents en volume (nombre d'opérations)	BCG (2)	98	nd	na

(1) Rapport Avril 2011 EMPEA : EM PE Annual Fundraising and Investment Review

(2) Etude Boston Consulting Group, nov 2010 : New markets, new rules: Will EM reshape PE?

L'EMPEA a recensé pour 2010 : 856 investissements réalisés par le capital investissement dans les pays émergents, pour un montant total de 28,8 milliards de dollars US. En 2009, l'activité représentait un volume de 674 opérations pour 22,1 milliards de dollars US investis. En volume et en valeur, la croissance de l'activité d'investissement est exceptionnelle, supérieure à +30% sur un an. Comme l'écrit l'EMPEA dans son étude (publiée par le rapport Prequin de 2011), cette très forte croissance des investissements à destination des pays émergents est en ligne avec le rebond de ces économies post-crise. A l'image des années passées, le consensus prévoit que la Chine, le Brésil et l'Inde seront les moteurs de la croissance des pays émergents en 2011.

L'étude « *Will emerging markets reshape Private Equity?*<sup>79</sup> », publiée en novembre 2010 par le Boston Consulting Group et l'IESE Business School de Madrid, relève une

---

<sup>79</sup> MEERKATT, H (Boston Consulting Group). LIECHTENSTEIN, H. (IESE). *New markets, new rules: Will emerging markets reshape Private Equity?* Novembre 2010

forte augmentation des opérations de capital investissement menées dans les pays émergents : en 2009, les pays émergents représentent 30% du nombre des transactions dans le monde (21% en valeur), contre seulement 5% dix ans plus tôt (en volume et en valeur). Les calculs du BCG sont fondés sur les données de MergerMarkets et de Thomson Reuters. A la publication de cette étude, le quotidien français *La Tribune* titrait son article : « *Les marchés émergents, ‘nouveaux centres de gravité’ du capital investissement - Selon une étude du Boston Consulting Group, la part occupée par les marchés émergents dans les opérations de "private equity" a bondi, en une décennie, de 5% à 30%*<sup>80</sup> ». Les calculs du BCG donnent une tendance sur 10 ans qui étaye la vision dynamique du capital investissement dans les pays émergents, en volume et en valeur. En revanche, nous émettons des réserves quant aux valeurs absolues calculées par le cabinet de conseil : certes, la valeur des investissements calculée par le BCG converge avec les chiffres de l'EMPEA (pour 2009, 22 milliards de dollars US selon l'EMPEA, contre 26 milliards de dollars US selon le BCG), mais la volumétrie des opérations recensées en est très éloignée : 674 opérations recensées par l'EMPEA, contre 98 identifiées par le BCG à partir des données de MergerMarkets et de Thomson Reuters. Nous retenons donc ici l'enseignement tendanciel, en sus des chiffres de l'EMPEA qui structurent notre analyse.

À l'instar des levées de fonds, le tableau de l'EMPEA ci-après illustre la prééminence des BRIC dans la répartition géographique des investissements (les montants sont exprimés en millions de dollars US) :

---

<sup>80</sup> CHALMET, E. Les marchés émergents, nouveaux centres de gravité du capital investissement. *La Tribune*, édition du 4 novembre 2010

## Partie I – Définition et réalités du capital investissement dans les pays émergents

Tableau 12. Géographie des investissements dans les pays émergents de 2008 à 2010

	2008		2009		2010	
	No. of Deals	Total Capital Invested (US\$m)	No. of Deals	Total Capital Invested (US\$m)	No. of Deals	Total Capital Invested (US\$m)
Emerging Asia	500	28,270	473	13,867	576	18,308
China	222	8,994	233	6,288	276	9,190
India	203	7,483	176	4,011	251	6,222
CEE & CIS	74	6,344	76	3,323	117	2,398
Russia	29	2,647	20	217	45	1,516
LatAm & Caribbean	64	6,962	54	1,318	92	6,648
Brazil	36	3,020	20	989	53	4,604
MENA	67	3,370	34	2,215	23	793
Sub-Saharan Africa	50	2,889	37	1,383	48	631
<b>Emerging Markets</b>	<b>755</b>	<b>47,834</b>	<b>674</b>	<b>22,104</b>	<b>856</b>	<b>28,778</b>

Note: Regional totals include the underlying single-market values.

EM PE Investment by Region, 2008–2010 (No. Of Deals and US\$m)

Source : EMPEA

#### 4. La performance du capital investissement dans les pays émergents

La mesure de la performance est un enjeu vital pour l'industrie du capital investissement, *a fortiori* dans les pays émergents où l'information est peu disponible : la rentabilité des fonds gérés est en effet le meilleur argument pour convaincre les bailleurs de fonds de s'exposer à ce segment. L'enjeu est de quantifier la performance relativement à des indices de référence, tels que le MSCI Emerging Markets.

L'EMPEA a calculé les performances du capital investissement et de plusieurs autres classes d'actifs dans les pays émergents. Le calcul a été fait sur la base des chiffres de 2010, pour des maturités de un, trois, cinq et dix ans. Les résultats de cette étude mettent en avant la surperformance du capital investissement dans les pays émergents, toutes maturités confondues.

Tableau 13. Performance relative du capital investissement dans les pays émergents

Performances annuelles cash en %	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Emerging Markets PE & VC	26.63	7.31	15.92	11.01
MSCI Emerging Markets	19.20	-0.03	13.11	16.23
US VC	13.53	-0.25	5.67	-1.98
US PE	19.86	2.78	9.48	9.66
Western Europe PE	14.20	-3.87	13.03	16.84
S&P 500	15.06	-2.86	2.29	1.41

Source : EMPEA Industry Statistics, Data as of 31 March 2011

Cependant, l'indice MSCI EM constitue un redoutable référent, car il est constitué des sociétés les plus matures, parmi les pays émergents les plus avancés. Malgré cette situation, trois des quatre échéances concluent à une supériorité de la performance du capital investissement sur l'indice boursier, ce que nous considérons comme probant. En revanche, sur une période de 10 ans allant de 2000 à 2010, la performance annuelle du capital investissement dans les pays émergents s'élève à +11%, inférieure à celle du MSCI EM qui est de +16%, elle-même inférieure à celle du capital investissement dans les pays de l'Europe de l'Ouest qui atteint +17%. Ces trois résultats offrent un

classement contre-intuitif, à l'opposé des performances relatives calculées sur des périodes plus courtes de 1 à 5 ans. De notre point de vue, ce résultat illustre les difficultés de comparaison d'investissements dont la maturité et les cycles de vie sont très différents ; en outre, cela démontre la limite technique de la synchronisation de séries statistiques continues (indices de marché boursier) et discrètes (les rendements des fonds d'investissement, mesurés en retour de trésorerie vers les souscripteurs, et marqués par un effet de millésime<sup>81</sup>).

En complément de l'analyse de l'EMPEA, nous utilisons les calculs conduits sur le portefeuille d'IFC par Cambridge Associates ([www.cambridgeassociates.com](http://www.cambridgeassociates.com)), un cabinet spécialisé dans l'élaboration et le calcul des indices de marché du capital investissement. Ces indices sont publiés dans le rapport *The Case for Emerging Markets Private Equity*<sup>82</sup>. Le taux de rendement interne du portefeuille d'IFC y est calculé à partir de l'année de référence 2000, sur une maturité de 10 ans (fin 2010) et de huit ans (fin 2008). Il est comparé, sur les mêmes périodes, à l'indice MSCI EM. Les résultats ressortent très favorables au portefeuille IFC : sur 10 ans, celui-ci affiche un rendement annuel de +19% contre +13% pour MSCI EM. Sur 8 ans, il affiche un rendement de +23% par an contre +9% par an pour l'indice. L'explication donnée par IFC à sa surperformance est la diversification géographique supérieure de son portefeuille, comparée à celle de l'indice boursier MSCI Emerging Markets.

Au-delà de l'étude du portefeuille d'IFC-World Bank, Cambridge Associates a confronté les performances de fonds de capital investissement aux Etats-Unis et dans les pays émergents : sur une période de 10 ans (2000 à 2009), la corrélation de ces deux séries de performance s'élève à 0,76 ; réduite aux fonds d'investissement les plus performants du premier quartile, la corrélation tombe à 0,49. Ces résultats illustrent la réduction du risque qu'une diversification géographique permet d'obtenir.

---

<sup>81</sup> L'effet de millésime en capital investissement renvoie à la cyclicité des performances des fonds en fonction de leur année de lancement. Ainsi, en capital risque, les millésimes 1998 et 1999 ont été particulièrement destructeurs de valeur actionnariale, dans la mesure où leur période d'investissement s'est synchronisée sur les 12-18 mois précédant l'éclatement de la bulle Internet de 2000.

<sup>82</sup> IFC, International Finance Corporation. *The Case for Emerging Markets Private Equity*. Washington DC, USA, Avril 2011

## **II. L'économie du capital investissement dans les pays émergents**

Au-delà des éléments chiffrés que sont la volumétrie et la performance du capital investissement dans les pays émergents, l'économie de cette industrie naissante est porteuse d'enseignements. Nous aborderons la montée en puissance avérée du capital investissement dans les pays émergents (chapitre 1), la place grandissante des critères ESG - Environnement, Social et Gouvernance – dans la pratique du métier (chapitre 2) et une analyse critique du métier tel qu'il est pratiqué sur le terrain (chapitre 3).

### **1. La montée en puissance avérée du capital investissement dans les pays émergents**

#### **1.1. Une thèse d'investissement solide**

Les leviers de création de valeur du capital investissement dans les pays émergents ont été modélisés par IFC-World Bank sur la base de son portefeuille dans l'étude de 2011 « *The Case for Emerging Markets Private Equity*<sup>83</sup> ». Les résultats étayent l'idée de leviers différenciés entre pays émergents et développés.

Il ressort de cette étude que les leviers de création de valeur du capital investissement dans les pays émergents sont l'augmentation du chiffre d'affaires et l'accroissement de la marge opérationnelle des sociétés en portefeuille. L'étude met également en évidence l'importance des besoins en bonnes pratiques de gestion et en bonne gouvernance au sein des entreprises-cibles. Répondre à ces enjeux doit permettre à

---

<sup>83</sup> IFC, International Finance Corporation. *The Case for Emerging Markets Private Equity*. Washington DC, USA, Avril 2011

l'investisseur d'améliorer le fonctionnement des sociétés de son portefeuille sans avoir à déployer d'ingénierie complexe.

Au contraire, les PME des pays développés apparaissent plus efficientes en *process*, en gouvernance et en structure financière que leurs pairs des pays émergents. À ce stade de maturité des économies et avec un taux de croissance du PIB faible voire nul, la sophistication des montages tend à s'imposer pour permettre aux équipes de gestion d'atteindre les taux de rendement attendus par leur souscripteurs : ingénierie financière et fiscale, opérations de reprise à effet de levier et croissance externe. Il faut en effet trouver des gisements de valeur dans des sociétés qui apparaissent optimisées en structure et en gouvernance. En témoignent la pléthore d'opérations de LBO successifs, très populaires depuis 10 ans en Europe et aux Etats-Unis.

Nous retenons la supériorité d'une création de valeur fondée sur les fondamentaux économiques des PME, telle qu'elle s'impose dans les pays émergents, pour sa robustesse en comparaison de la création de valeur diffusée dans les sociétés des pays développés, d'une sophistication parfois exagérée. Nous estimons également que, dans le futur, le *private equity* devrait connaître un développement fort et rentable dans de nombreux pays émergents, pour des raisons de macroéconomie et de microéconomie que nous exposons ici.

Au plan macroéconomique, les pouvoirs publics locaux, incités par les organisations internationales telles que la Banque Mondiale, voudront favoriser le *private equity* pour assainir la structure financière des PME des pays émergents, lutter contre leur surendettement et favoriser la création d'emplois. Globalement, le climat des affaires et l'environnement réglementaire et fiscal s'améliore, suivant un rythme différencié selon les régions. Sont concernés les statuts juridiques et les réglementations spécifiques (SICAR, *Limited Partnership*), la fiscalité *on-shore/off-shore* sur l'exonération des dividendes et des plus-values, la protection des actionnaires minoritaires, la qualification de gestion de fait ou l'*exequatur* des jugements. Enfin la crise économique et financière de 2008 a montré que les économies des pays

émergents résistaient mieux aux chocs mondiaux que celles des pays développés, parce qu'elles y sont moins liées.

Au plan microéconomique, les PME des pays émergents les mieux gérées connaissent des taux de croissance souvent élevés : la qualité de leurs produits s'accroît et leurs charges d'exploitation demeurent compétitives, dans un contexte de consommation domestique en croissance. Les équipes de gestion spécialisées sont encore peu nombreuses, ce qui offre des valorisations attrayantes à l'entrée, grâce à une compétition limitée. Les investisseurs peuvent ainsi espérer des multiples de sortie élevés, même si cette situation évoluera dans l'avenir, au rythme du développement de la profession. Enfin, des perspectives de sortie existent : des bourses locales ont été créées et commencent à se développer, tout comme le marché mondial des fusions et acquisitions.

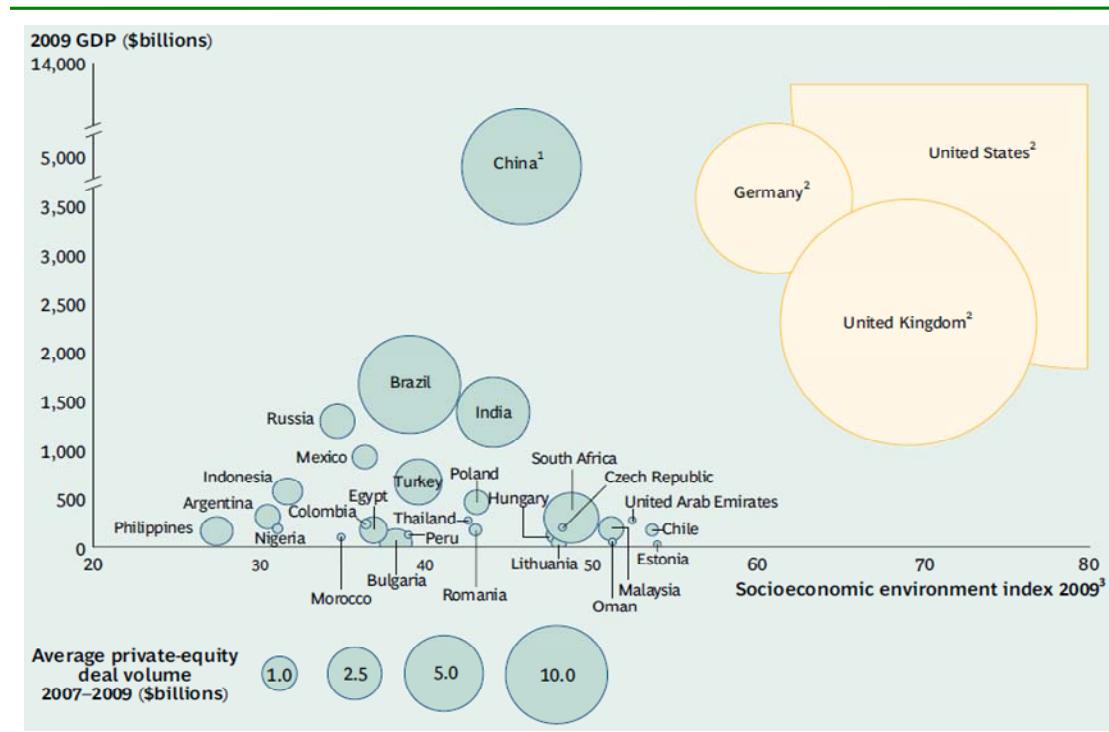
## 1.2. Une attractivité qui dépasse les seuls BRIC

La pratique du capital investissement dans les pays émergents est contrastée, à l'image des pays émergents eux-mêmes : on observe de fortes disparités selon les régions (BRIC *versus* Afrique) et au sein d'une même région (Maroc *versus* Libye). Pour mesurer l'attractivité que représentent ces pays pour le capital investissement, un indice spécifique a été calculé par le BCG, fondé sur les travaux de l'école de management IESE : l'*« IESE PE<sup>84</sup> attractiveness Index »*. Cet indice synthétise les critères suivants : la présence d'une place boursière, la taxation, la protection des investisseurs, l'environnement social et la culture entrepreneuriale. Plus l'indice est élevé, plus le marché est considéré comme attractif pour le capital investissement. Pondérée par la taille des économies et les volumes d'investissement, la cartographie apparaît comme suit :

---

<sup>84</sup> *Private Equity*

Figure 12. L'attractivité du capital investissement selon les pays



Source : Will Emerging Markets reshape Private Equity? – Rapport BCG, nov 2010

Il ressort de cette analyse que, si les BRIC continuent de dominer quantitativement le classement des pays émergents en taille d'économie (mesurée en PIB sur l'axe vertical) et en poids de l'industrie du capital investissement (figurée par la taille des ronds), l'indice d'attractivité de leur industrie du capital investissement (axe horizontal) est dépassé par 9 pays : l'Estonie, le Chili, les Emirats Arabes Unis, la Malaisie, Oman, l'Afrique du Sud, la République Tchèque, la Lituanie et la Hongrie. Ce changement de perspective est néanmoins à relativiser : ces 9 pays affichent une taille d'économie nationale et une activité du capital investissement souvent trop limitées pour représenter une alternative d'investissement. Ceci à l'exception notable de l'Afrique du Sud, dont les velléités d'être reconnue comme une « *grande puissance émergente* » apparaissent dans la promotion de l'acronyme BASIC, dans lequel l'Afrique du Sud (« AS ») évincé la Russie (« R »).

En revanche, nous pensons que des pays tels que la Turquie, la Pologne, l'Egypte et le Mexique, s'ils présentent un indice d'attractivité équivalent à ceux de l'Inde ou du Brésil (mais supérieur à celui de la Russie), offrent une taille de marché du capital

investissement suffisante pour constituer la deuxième génération du capital investissement dans les pays émergents.

### 1.3. Des perspectives d'investissement encourageantes

Une enquête sur les intentions de souscription dans les pays émergents a été conduite en avril 2011 par Coller Capital, un des principaux fonds de fonds dans le monde, en collaboration avec l'EMPEA. Sous le titre « *Investors' views of private equity in emerging markets* », l'enquête présente deux enseignements principaux : d'une part, les marchés émergents devraient recevoir entre 16% et 20% des allocations du capital investissement sur les deux prochaines années ; d'autre part, l'intérêt affiché par les investisseurs institutionnels pour cette classe d'actifs atteint son plus haut niveau historique. Selon les intentions d'investissement compilées par Coller Capital, le Brésil dépasserait la Chine, pour s'imposer comme le marché le plus attrayant sur 2012-2013.

L'enquête suggère aussi une convergence entre les attentes des souscripteurs des pays émergents et celles des souscripteurs des pays développés, ce qui est notable et marque un nivelingement par le haut des pratiques professionnelles. Ces attentes convergentes se mesurent à l'importance croissante des critères non-financiers pour les souscripteurs, et notamment des critères ESG – Environnement, Social et Gouvernance – que nous abordons au paragraphe suivant.

## 2. L’importance des critères ESG pour le capital investissement dans les pays émergents

### 2.1. Une volonté politique qui se heurte à l’inertie du capital investissement

Les critères ESG (Environnement, Social, Gouvernance) sont des indicateurs non-financiers permettant de qualifier les investissements socialement responsables. Ils sont susceptibles de créer une valeur sociétale et, de façon immédiate ou différée, une valeur pécuniaire. Malgré l’actualité du sujet, la définition d’un investissement socialement responsable – et partant, d’un investissement conforme aux critères ESG – demeure encore aujourd’hui sujette à discussions et interprétations. C’était *a fortiori* le cas en 2007, lorsque l’article « *Socially Responsible Institutional Investment in Private Equity* » est paru. Dans cette recherche, Douglas Cumming et Sofia Johan déclinent le concept d’investissement socialement responsable avec 3 gradations ‘negative screens’, ‘positive screens’ et ‘best in class’, ainsi décrites dans l’étude : « *There is no clear industry definition of socially responsible investment programs. Institutions, while provided with general guidelines by both regulators and stakeholders, are not as yet bound by any legislation, rules or regulations, and instead create their own internal policies. Alternative definitions we provided in our survey included “negative screens” (e.g., excluding investments in areas or industries where moral and/or legal rights are violated, or environmental standards are not met, or firms involved in the production of weapons), “positive screens” (e.g., including investments in alternative fuel industries, or educational industries), and “best in class” (an extension of positive screens for investments that demonstrate socially responsible leadership within specific areas or industries)*<sup>85</sup> ».

En 2009 cependant, une initiative des Nations Unis a permis d’obtenir une meilleure formalisation du sujet de l’investissement socialement responsable, à destination du

capital investissement. C'est ce que développe Georg Kell, *Executive Director* au United Nations Global Compact dans un article intitulé « *Responsible investment: why should private equity care?* » paru en 2009 pour le Forum du Commerce International. Il y décrit l'initiative dont l'Organisation internationale s'est dotée, et explique que l'adoption des critères ESG doit se faire tant au niveau du fonds d'investissement qu'à celui des sociétés en portefeuille : « *Private equity and the United Nations have some important common objectives that relate to the creation of a more sustainable and stable global economy (...). The good news for private equity is that these platforms now exist, and offer a range of immediate and longer-term benefits. In early 2009 the Private Equity Council - a network of some 550 institutional investors representing roughly US\$ 18 trillion in assets - officially adopted a set of guidelines resulting from collaborative discussions with the UN-backed Principles for Responsible Investment, (PRI). The guidelines represented a milestone in recognizing that the management of environmental, social and governance - or so-called ‘ESG’ - issues can be material to business and asset performance, and should therefore be incorporated into both investment analysis and the management of the underlying asset*<sup>86</sup> ». L'auteur admet qu'à ce jour, la diffusion des critères ESG en capital investissement demeure limitée, ce qui justifie à ses yeux la démarche que les Nations Unies ont engagée : « *Yet, up until now, ESG considerations, especially with respect to environmental and social issues, have not figured prominently in investment and management decisions. This is the prevailing view held by many limited partners in the PRI who feel that private equity managers give less regard to ESG risks and opportunities than public equity fund managers* ».

---

<sup>85</sup> CUMMING, D. JOHAN, S. Socially Responsible Institutional Investment in Private Equity. *Journal Of Business Ethics*. November 2007; 75(4):395-416.

<sup>86</sup> KELL, G. Responsible investment: why should private equity care? *International Trade Forum*. December 2009; (4):7-9.

## 2.2. Le cas particulier du capital investissement dans les pays émergents

Alors que les critères ESG ne pénètrent encore que timidement la pratique du capital investissement mondial, ils semblent désormais incontournables dans les fonds de capital investissement nouvellement levés et actifs dans les pays émergents. C'est ce qui apparaît dans le dossier annuel sur le capital investissement en Afrique du Nord, publié par Private Equity Magazine en avril 2012 : « *Un paradoxe apparent réside dans l'importance des critères ESG (environnement, social, gouvernance) pour les fonds nouvellement levés dans les pays émergents. Ne s'agit-il pas d'un luxe, quand l'atteinte du TRI-cible par les équipes d'investissement se heurte aux difficultés d'investissements ou de sorties, notamment au Maghreb ? feint de se demander Olivier Younès (Casa Invest). La raison tient à la présence systématique d'institutions financières bi- et multilatérales parmi les souscripteurs des fonds. Celles-ci affichent des objectifs de création de valeur financière autant que sociétale – que matérialisent les critères ESG : en souscrivant à des “first time team-first time funds” qui constituent leur cœur de cible, elles cherchent à structurer les bases d'une industrie locale du capital investissement porteuse de croissance et d'emploi inclusifs. Dès lors, le TRI n'est plus l'alpha et l'oméga.<sup>87</sup>* ».

Le cas clinique Beltone MidCap Egypt donnera une illustration de la prégnance des critères ESG pour les fonds actifs dans les pays émergents (Partie III). Plus généralement, c'est ce que rappelle une interview donnée en mai 2011 au magazine Finance News Hebdo à l'occasion de la journée du capital investissement marocain à Casablanca : « *Une tendance récente (...) est celle de la prise en compte, par les institutions financières bilatérales et multilatérales (IFC Banque Mondiale, BEI, FMO...), de critères non financiers pour sélectionner les fonds d'investissement dans les pays émergents. Ces critères, dits ESG (Environnement, Social et Gouvernance), tendent à s'imposer dans les fonds nouvellement levés. Dans ce contexte, les pays émergents ont probablement une carte à jouer, en prenant en compte ces nouvelles*

---

<sup>87</sup> YOUNES, O. Interview. L'Afrique du Nord tarde à émerger. *Private Equity Magazine*, Avril 2012, N°74

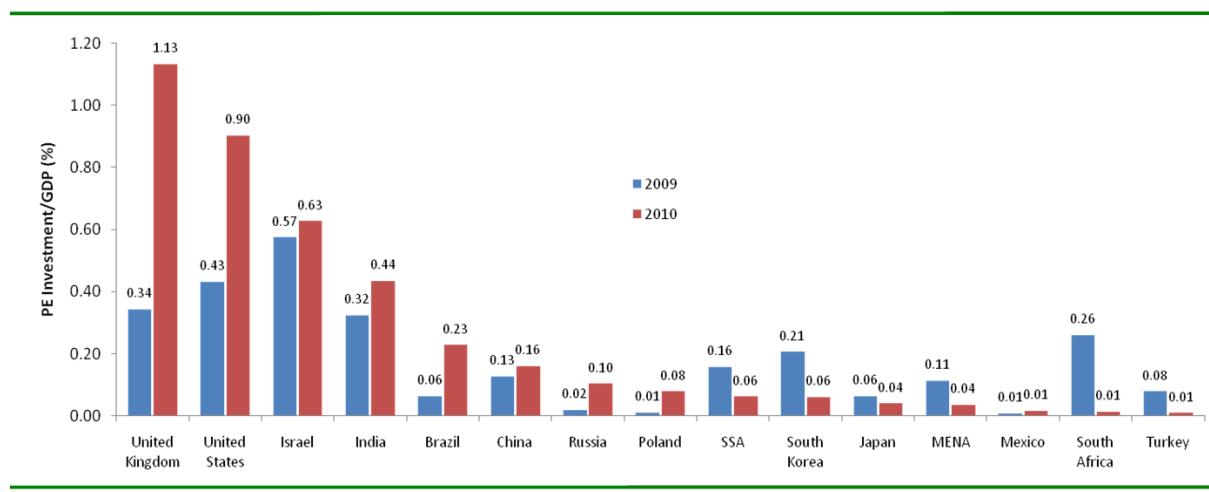
*exigences, et ainsi tordre le coup à l'idée qu'il faille choisir entre croissance et soutenabilité<sup>88</sup> ».*

### 3. Les limites du capital investissement dans les pays émergents

#### 3.1. Une réalité encore marginale

Le taux de pénétration du capital investissement reste limité dans les pays émergents, comparativement aux pays développés. Cela relativise la portée de son actuel fort développement, tout en suggérant un potentiel de rattrapage élevé dans ces pays :

Figure 13. Pénétration du capital investissement dans 15 pays en pourcentage du PIB



Source : EMPEA, 2011

Dans ce contexte, il convient de noter le taux de pénétration exceptionnellement élevé du capital investissement en Israël : en 2009, il s'élevait à 0,57% du PIB, devant celui des États-Unis et du Royaume-Uni. Il est vrai qu'en Israël, l'histoire du capital risque se confond avec celle du pays tout entier, comme l'écrivent Dan Senor et Saul Singer

<sup>88</sup> YOUNES, O. Les critères ESG (Environnement, Social et Gouvernance) tendent à s'imposer dans les fonds

dans l'ouvrage « *Start-up nation: The Story of Israel's Economic Miracle*<sup>89</sup> ». L'entrée d'Israël dans l'OCDE en 2010 conforte le positionnement particulier du pays, entre émergence et technologie de pointe.

### 3.2. Un modèle dévoyé par le portage

Pour le capital investissement, le portage consiste à réaliser une opération entre le fonds d'investissement et l'entreprise, qui relève formellement des fonds propres - et donc du capital investissement - mais dont la substance la rattache à une opération de crédit. En effet, dans sa forme la plus diffusée, le portage consiste à ce que le fonds d'investissement obtienne une partie des actions non cotées de la PME, en échange de liquidités qu'il y injecte. Deux biais viennent altérer l'opération pour qui voudrait la considérer comme du capital investissement : d'une part, il existe un accord entre le fonds d'investissement et la PME consistant à ce que cette dernière retourne (« *rembourse* ») les liquidités reçues selon un terme, et moyennant une rémunération prédefinie (formellement cette rémunération est un TRI ; fondamentalement, elle est un taux d'intérêt). D'autre part, l'opération est conditionnée à la prise d'une sûreté sur le patrimoine du promoteur du projet. Ces deux biais excluent le portage de l'industrie du capital investissement, cette dernière étant précisément structurée, d'une part sur l'aléa quant au terme et au niveau de retour sur investissement (le cas échéant), et d'autre part sur l'absence de sûreté réelle ou personnelle accessible à l'actionnaire financier.

Le cas de la Tunisie en matière de portage est révélateur, où l'essor de cette technique a représenté une réponse pragmatique aux réticences du capitalisme familial local, qui ne souhaitait pas s'ouvrir durablement à des investisseurs professionnels. Cette situation a perduré au cours des 10 dernières années, à telle enseigne que l'organisme français de développement AFD-Proparco (Agence Française de Développement) a organisé en 2007 une série de formations en Tunisie sur ce thème. Pour sensibiliser les

---

nouvellement levés. *Finance News Hebdo*, 26 Mai 2011

<sup>89</sup> SENOR, Dan. SINGER, Saul. *Start-up Nation: The Story of Israel's Economic Miracle*. USA : Twelve - HachetteBookGroup. Novembre 2009. 304 p.

SICAR tunisiennes à la dérive du portage, la plaquette d'une de ces formations précisait le contexte suivant : « *Constat est fait en Tunisie que la majorité des SICAR existantes sont des filiales de banques et ont adopté un comportement proche de la finance traditionnelle caractérisé par une politique timide d'engagement orientée vers une minimisation du risque. En effet, leurs liens étroits avec leurs maison-mères les rendent naturellement dépendantes et « semblables » dans leurs réactions. Ainsi, les équipes des SICAR (...) adoptent naturellement des comportements bancaires mettant en place plus facilement le fameux « portage » que de véritables investissements en fonds propres traduits en réels pactes d'actionnaires<sup>90</sup> ».*

Même si le portage a eu, un temps, la vertu d'acclimater les PME tunisiennes au capital investissement, cette pratique doit nécessairement laisser place au véritable métier d'investisseur de long terme, ce que développe une interview donnée à Private Equity Magazine en avril 2009 : « *Particularisme tunisien : la pratique assidue du portage d'actions par les SICAR, une forme hybride entre le financement bancaire et l'actionnariat. Pour pénétrer le marché du capital développement, les banques et les SICAR opèrent parfois par glissement, via la technique du portage. Une fois introduites dans l'intimité de la PME familiale en tant qu'actionnaires, les SICAR peuvent passer à un mode de financement plus sophistiqué par souscription d'actions nouvelles' décrypte Olivier Younès, directeur adjoint de Siparex. Revers de la médaille : le portage conduit à une sélection des dossiers basée sur les capacités de remboursement et non le potentiel de TRI à la sortie. Les entrepreneurs locaux en profitent puisqu'en cas de difficultés, ils retardent les remboursements et en cas de surperformance, ils rachètent leur part en dessous du prix du marché<sup>91</sup> ».*

En réponse à cette dérive, le gouvernement tunisien a promulgué en 2010 une loi qui interdit le portage en tant qu'opérations de capital investissement.

---

<sup>90</sup> YOUNES, O. *Le capital investissement*. Formation auprès de la banque ATB (Arab Tunisian Bank) et ATD SICAR. Proposée par l'AFD (Agence Française de Développement – Proparco), Tunis, Avril 2007.

### 3.3. La gestion de portefeuille altérée par le « *deal by deal* »

L'approche d'investissement « *deal by deal* » altère le principe de gestion de portefeuille par l'investisseur. Cette technique consiste à rassembler, autour de chaque PME à financer, un *consortium ad hoc* d'investisseurs. La coquille ainsi créée reçoit les fonds qui percolent au capital de la cible, à l'image d'un fonds nourricier. Chaque *holding* ne détient qu'une unique participation, ce qui revient à neutraliser une des caractéristiques structurantes du métier : une diversification de portefeuille commune à l'ensemble des souscripteurs. Les opérations de « *deal by deal* » sont employées dans de nombreux pays émergents, ainsi que dans des pays développés pour le financement des *start-ups* technologiques - dans ce cas, le « *deal by deal* » est aussi qualifié de « *pledge* », et réunit des *business angels* qui ont une connaissance particulière des sous-jacents.

Le colloque « *Super Return Middle East 2011* » qui s'est tenu à Dubaï en octobre 2011, consacrait une session spécifique au phénomène « *deal by deal* » dans les pays MENA. Comme l'annonce la description de ce forum : « *Super Return considère que les approches deal by deal (...) sont meilleures pour les investisseurs régionaux que l'investissement dans un fonds aveugle* ». L'expression « *fonds aveugle* », négativement connotée, signifie ici fonds d'investissement classique. Le choix des contradicteurs est révélateur de ce qui se joue autour de cette question : deux fonds de capital investissement actifs dans les pays du Golfe : Ithmar Capital (basé à Dubai, 650 millions de dollars US sous gestion) et Capital Dynamics (basé en Allemagne, fonds de fonds de 20 milliards de dollars US) défendent une approche favorable au « *deal by deal* » qui se veut pragmatique. Par opposition, le Professeur Josh Lerner de Harvard défend une approche orthodoxe favorable à l'utilisation des fonds de capital investissement classiques - y compris dans cette région du monde.

---

<sup>91</sup> YOUNES, O. Interview. Une place au soleil du Maghreb. *Private Equity Magazine*, 2009, N°44

A l'instar de la position endossée par Josh Lerner à ce Forum de Dubaï, nous valorisons une approche orthodoxe du métier, qui refuse les modèles connexes de type portage ou « *deal by deal* », singulièrement lorsqu'ils sont présentés comme des formes de capital investissement. Cependant, nous ne sommes pas hostiles au pragmatisme qu'ils offrent, dans la mesure où ces pratiques ne seraient que temporaires : on peut alors considérer que portage et « *deal by deal* » sont susceptibles de permettre une acclimatation des entrepreneurs locaux au capital investissement. A cette aune, le portage devient un facilitateur pour l'entrepreneur (opération en capital réversible) et le « *deal by deal* » un facilitateur pour le souscripteur (l'investissement est limité à une société identifiée).

La popularité des approches alternatives de portage et de « *deal by deal* » dans les pays émergents, et la confusion entretenue avec les métiers du capital investissement, illustrent notre question de recherche :

**« *Quel modèle de capital investissement pour les pays émergents ?* »**

La Partie I a défini les termes de la question de recherche et présenté des informations quantitatives, qualitatives, et critiques de l'économie du capital investissement dans les pays émergents. La Partie II nous permettra de cheminer dans nos réflexions : en réponse à la question de recherche, des hypothèses exploratoires seront proposées, notamment fondées sur une revue de la littérature. Cette Partie II se conclura sur la méthodologie que nous considérerons idoine pour traiter de la question de recherche.

## **PARTIE II – Question de recherche, littérature et méthodologie**

## Section II.1 - La question de recherche : *Quel modèle de capital investissement pour les pays émergents?*

Dans cette Section II.1, nous abordons la question de recherche qui se formule ainsi : « *Quel modèle de capital investissement pour les pays émergents ?* »

Cette question renvoie à la taxonomie actuelle du capital investissement, qui présente les quatre segments du métier selon une séquence temporelle : le capital risque, développement, transmission et retournement. Cette taxonomie a la vertu de synchroniser la sphère financière sur la sphère réelle, à travers les segments du métier qui accompagnent les différentes phases du cycle de vie de la PME. En revanche, cette vision nous apparaît conventionnelle : le capital transmission serait plutôt une opération de fusions et acquisitions ; le capital risque serait davantage une question d'équipes que de technologie ; et l'« *émergence* » offre une acception élargie dans ses dimensions géographique, sociétale et technologique. Cette vision critique de la taxonomie du métier renvoie à sa nécessaire évolution, faisant du capital investissement dans les pays émergents non pas une focalisation géographique du capital développement et du LBO, mais un cinquième segment à part entière, doté de caractéristiques spécifiques.

La formulation de l'hypothèse de recherche pose que tout actif est qualifié par son couple rentabilité/risque, et non par ses caractéristiques apparentes (secteur d'activité, étape de son cycle de vie), ce que semble pourtant retenir la pratique professionnelle. A partir de l'estimation de ce couple rentabilité/risque, nous proposons l'hypothèse suivante : le capital risque technologique et le capital investissement dans les pays émergents font apparaître un profil similaire, qui les éloignent du binôme constitué du capital développement et du LBO des économies avancées. En conséquence, le modèle de capital investissement destiné aux pays émergents devrait s'inspirer du capital risque.

La Section II.2 suivante présentera une revue de la littérature du capital investissement dans les pays émergents permettant d'éclairer nos premières hypothèses.

Dans cette section II.1, nous replaçons la question de recherche dans la taxonomie du capital investissement, ce qui fournit un référentiel à nos investigations : la pratique des pays développés a en effet défini quatre segments du métier, que nous décrivons dans le chapitre I. Puis, forts d'une meilleure connaissance de ces déclinaisons, nous formulons une hypothèse à la question de recherche : le modèle idoine de capital investissement destiné au pays émergents serait à rechercher dans la pratique du capital risque, destiné dans sa forme originelle aux seules *start-ups* technologiques (chapitre II).

## I. La question de recherche dans la taxonomie du capital investissement

### 1. Les vertus : la rencontre des sphères réelle et financière

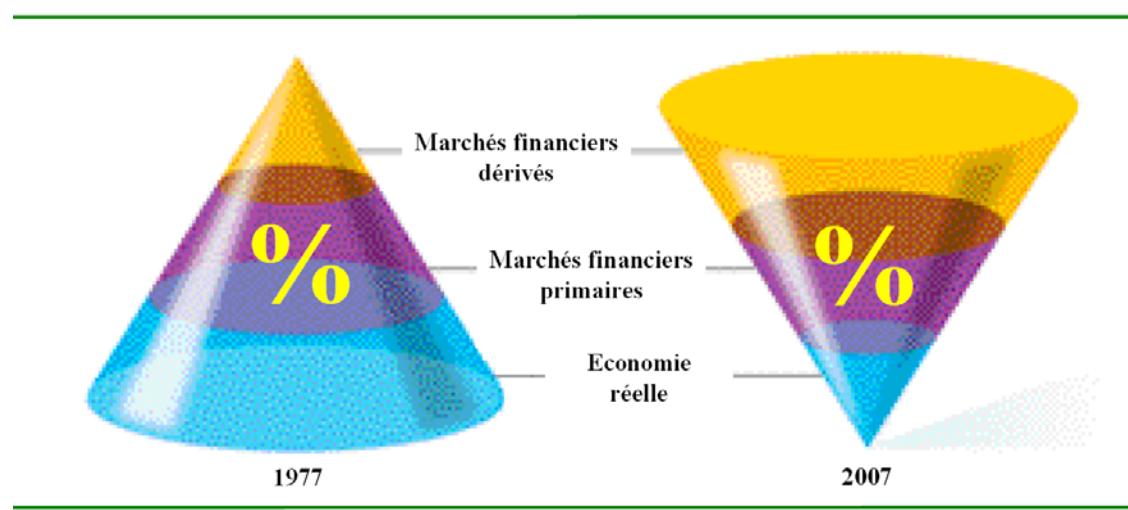
La finance est une activité de support : la sphère financière accompagne le développement des entreprises de la sphère réelle. Dans le domaine du financement long terme, il en résultera, selon les cas, un apport de dettes ou de fonds propres, calibré selon la conformation de l'entreprise et de son environnement : stade de développement, activité, rentabilité historique et prévisionnelle, dynamique et concurrence de ses marchés. La subordination de la finance à l'industrie, c'est-à-dire de la sphère financière à la sphère réelle, est affirmée par la théorie financière et constamment rappelée par sa fondation comptable : les ressources financières au passif du bilan s'organisent en support des emplois à l'actif. Les termes d'actif et de passif révèlent la fonction de chaque sphère et leur complémentarité dans l'effet miroir de la « *partie double* ».

Ignorer ces fondamentaux est une dérive risquée : lorsque la finance montre des velléités de croissance et d'indépendance, dans l'illusion qu'elle pourrait se développer

par elle-même et pour elle-même, elle ne manque pas d'entraîner récessions, pertes de repères et bulles spéculatives vouées à l'éclatement. Comme l'écrivait, avec prescience, l'économiste Philippe Lefournier en octobre 2007 : « *En 1980, le rapport des actifs financiers à la production de la planète était de 100 ; aujourd'hui, il dépasse largement 300 - plus qu'un triplement ! Quant aux produits dérivés, ils représentent maintenant 75 % des liquidités, contre 1 % pour la monnaie de banque centrale. Leur total atteindrait huit fois l'économie mondiale. L'overdose financière rend probable un accident. Il y a eu des crises sérieuses pendant toutes ces années. Elles ont été surmontées, mais les risques n'ont pas disparu : ils sont seulement redistribués ; en fait, le risque de crash du système grossit. (...) Ainsi la finance vit-elle sa vie. Mais ce triomphe du trader sur le producteur nous a fait entrer dans une zone de danger. Ce n'est plus l'économie réelle qui tire les prix d'actifs. Elle est au contraire mue par eux, comme ceux de l'immobilier pour l'expansion récente aux Etats-Unis. Quand vient le retournement, l'illiquidité se propage et la crise systémique menace<sup>92</sup>* ».

La financerisation de l'économie est ici schématisée par le renversement de la hiérarchie entre économie réelle, marchés financiers et produits dérivés.

Figure 14. La financerisation de l'économie



Source : D'après « La financerisation de l'économie », CEPS

<sup>92</sup> LEFOURNIER, Philippe. Nos trois révolutions silencieuses. *L'Expansion*, édition du 01/10/2007

L'histoire de la spéculation nous offre un panorama de ces crises, depuis les bulbes de tulipes dans la Hollande du XVIIème siècle, jusqu'aux *subprimes* de 2007. Elle nous enseigne aussi la nécessité pour la sphère financière de demeurer au service de la sphère réelle : une finance au service de l'industrie et non l'inverse.

Le capital investissement consiste dans la prise de participation au capital d'une entreprise pour financer (i) son démarrage : capital risque, (ii) sa croissance : capital développement, (iii) son changement de propriétaire : capital transmission / LBO, ou (iv) sa survie : capital retournement. Pour accéder au capital de sociétés non cotées, deux types d'intervention financière sont possibles : la souscription d'actions nouvelles ou l'acquisition d'actions préexistantes. Parfois combinées en pratique, la philosophie et les implications de ces deux approches sont dissemblables.

La souscription d'actions nouvelles est qualifiée d'opération de « *cash-in* » parce que les fonds apportés par l'investisseur sont destinés à l'entreprise. Le *cash-in* soutient le développement de l'entreprise et en finance la croissance au-delà de l'autofinancement et de la capacité d'endettement disponibles. Cette croissance peut être organique ou externe. Le *cash-in* permet en sus de sécuriser le développement de l'entreprise, en limitant son endettement financier à des niveaux compatibles avec ses *cash flows*, et en maintenant le ratio endettement financier/fonds propres à des niveaux raisonnables.

L'acquisition d'actions préexistantes est, quant à elle, qualifiée de « *cash-out* » : les fonds apportés par l'investisseur servent en effet à racheter les titres d'un ou de plusieurs actionnaires sortants, et non à financer l'entreprise. Les opérations de *cash-out* recomposent la géographie du capital d'une entreprise : elles servent par exemple à diversifier le patrimoine du dirigeant-actionnaire ou à préparer sa succession. Elles permettent aussi de remédier à des situations de blocage, tout en apportant un nouvel élan au développement de l'entreprise : par exemple, en substituant à un actionnaire dormant (« *sleeping partner* ») un fonds d'investissement actif.

L'exemple chiffré suivant illustre la différence entre « *cash-in* » et « *cash-out* » pour une entreprise et un montant d'investissement inchangés<sup>93</sup>. Un fonds de capital investissement évalue une société cible à 3M€ de valeur des fonds propres. Cette société n'a pas de dette et dispose d'une trésorerie de +0,5M€ Le fonds souhaite en devenir actionnaire à hauteur de 2M€ Dans une opération de *cash-in*, le fonds injecte 2M€ dans l'entreprise. Il détiendra à l'issue de l'opération 40% d'une cible qui disposera d'une trésorerie de +2,5M€<sup>94</sup>. En revanche, dans une opération de *cash-out*, le fonds rachètera à un ou plusieurs actionnaires sortants leurs actions pour un prix de 2M€ Dans ce cas, il détiendra à l'issue de l'opération les 2/3 d'une cible dont la trésorerie demeurera à +0,5M€<sup>95</sup>. Il ressort, à l'issue de l'opération de *cash out*, que la substance de la société sous-jacente est inchangée alors que le fonds a mobilisé 2 millions d'euros dans l'opération.

La taxonomie actuelle du capital investissement est fondée sur l'effet de miroir et de synchronisation des sphères réelle et financière, ce qu'illustre le schéma ci-après extrait de la plaquette publiée en novembre 2010 par l'AFIC, Association Française des Investisseurs en Capital, sous le titre : « *Associés pour construire – 27 ans auprès des entrepreneurs*<sup>96</sup> ».

---

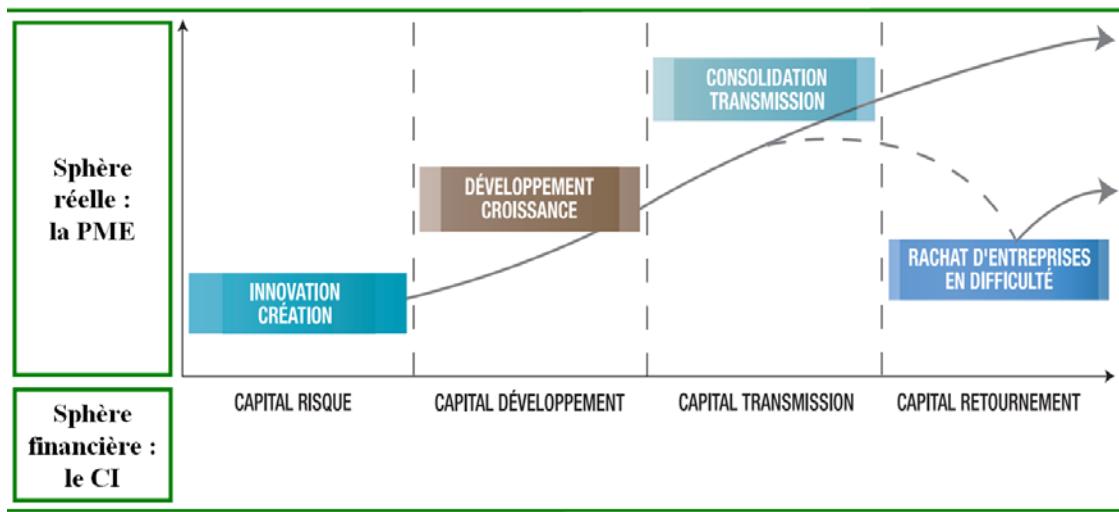
<sup>93</sup> YOUNES, O. *Finance pour les entrepreneurs*. Examen final, Master HEC Entrepreneurs. HEC Business School, Jouy-en-Josas, juin 2010.

<sup>94</sup> Cash-in : (i) part du fonds au capital : 40%, soit 2M€(3M€+2M€) et (ii) trésorerie post opération : +2,5M€ soit +0,5M€+2,0M€

<sup>95</sup> Cash-out : (i) part du fonds au capital : 2/3, soit 2M€3M€et (ii) trésorerie post opération : +0,5M€

<sup>96</sup> AFIC. *Associés pour construire – 27 ans auprès des entrepreneurs*. Paris : AFIC, nov 2010, 6 p.

Figure 15. Taxonomie actuelle du capital investissement et cycle de vie de l'entreprise



Source : d'après l'AFIC

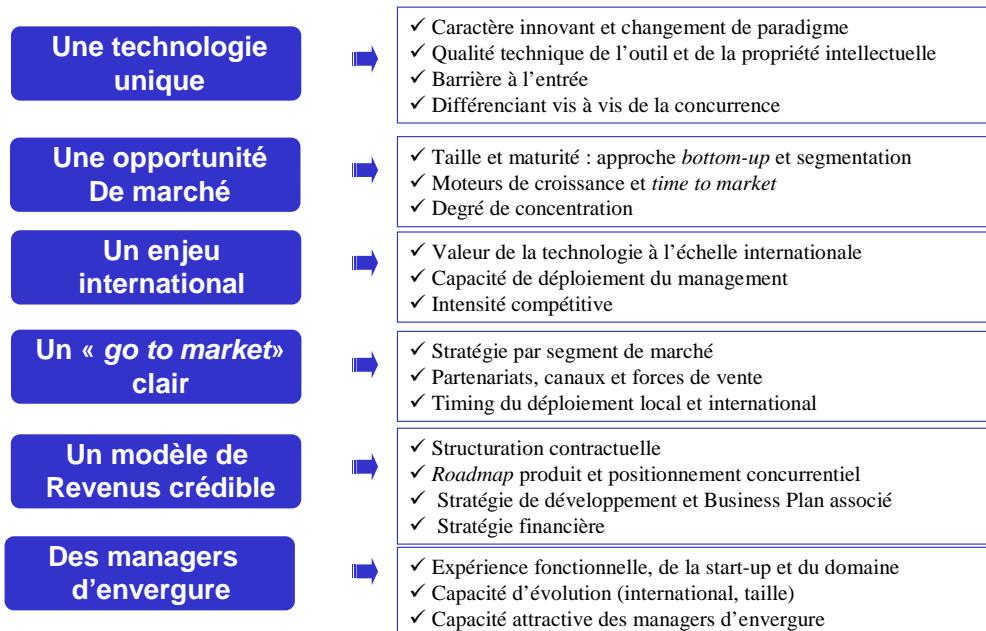
Nous présentons ici les quatre segments du métier et leur cible idéale.

Le premier segment du capital investissement est le capital risque, opération de « *cash-in* » ayant pour rôle de financer l'entreprise innovante en création. En accompagnant la PME en financement et en conseil, l'investisseur l'aide à « *franchir le gouffre* » qui sépare les ventes aux premiers clients passionnés de technologie des prémisses d'un marché de masse. L'expression de Geoffrey A. Moore « *Crossing the chasm*<sup>97</sup> », illustre la difficulté de cette étape, pour qui veut démocratiser les usages d'une technologie encore confidentielle.

La cible idéale du capital risque évolue dans un secteur innovant : les technologies de l'information et de la communication (logiciels, télécommunications, électronique) et les sciences de la vie (biotechnologies, instrumentation médicale, galénique). Au-delà de son secteur d'activité, la cible idéale du capital risque affiche des facteurs clés de succès spécifiques. Six de ces facteurs sont compilés ci-après, à partir de présentations professionnelles réalisées par plusieurs fonds de capital risque :

<sup>97</sup> MOORE, Geoffrey A. *Crossing the Chasm: Marketing and Selling Disruptive Products to Mainstream Customers*. USA : Collins Business Essentials, 2002 (révisé), 256 p.

Figure 16. Qualités clés d'une *start-up* technologique pour capital risque



Source : compilation de diverses présentations professionnelles de fonds de capital risque; Olivier Younès

Parmi la littérature sur le sujet, l'œuvre du Professeur Jeffrey Timmons retient toute notre attention. L'auteur (disparu en 2008), spécialiste en entrepreneuriat à l'université de Babson, a en effet travaillé sur les conditions du succès des entreprises nouvelles, notamment dans la technologie. Il a développé un modèle d'équilibre entre opportunité de marché, équipe entrepreneuriale et ressources financières<sup>98</sup>. Son approche, appliquée à une *start-up* technologique ou à une PME, permet de hiérarchiser les six facteurs proposés par la pratique, pour ne retenir que « *l'opportunité de marché* » et les « *managers d'envergure* » ; les ressources financières, troisième pôle du modèle de Timmons, représentent la conséquence de la décision d'investir, fondée sur les qualités de la PME cible. La suite de nos travaux nous amènera à appliquer ce modèle aux pays émergents (voir *infra*<sup>99</sup>), avant de l'utiliser plus spécifiquement pour l'étude du cas clinique longitudinal Beltone MidCap Egypt (Partie III).

<sup>98</sup> TIMMONS, Jeffrey A., ZACHARAKIS, Andrew. SPINELLI Stephen. *Business plans that work: A Guide for Small Business*. USA : McGraw-Hill, 2004, 193 p.

<sup>99</sup> Partie II / Section II.3 / I / 3

Le deuxième segment du capital investissement est le capital développement, qui finance la croissance de sociétés profitables déjà installées sur leur marché. A l'instar du capital risque, il s'agit d'opérations de « *cash-in* », qui sont souvent combinées en pratique avec des opérations de « *cash-out* », même si ces dernières se limitent généralement à une respiration du capital.

La cible idéale du capital développement est une société établie sur ses marchés, rentable et présentant des perspectives de croissance. Le contrôle de l'entreprise est généralement exercé par un actionnaire de référence, le dirigeant lui-même ou un des membres de sa famille.

Le troisième segment du capital investissement est le capital transmission, qui consiste dans le rachat d'entreprises non cotées. C'est une opération de « *cash-out* », ce qui la distingue des autres segments du capital investissement. Les rachats d'entreprises par les fonds d'investissement s'appuient, dans les pays développés, sur un emprunt qui renvoie à l'anglais LBO : *leveraged buyout*, littéralement « *rachat avec effet de levier* » (bancaire). Ces opérations consistent à acquérir la totalité du capital d'une société rentable, évoluant sur un marché mûr, par une combinaison de capitaux propres et de dette logée dans un *holding* de reprise, ce qui permet d'abaisser le coût moyen du financement de l'opération. Ce financement offre à un fondateur, associé à un fonds de capital investissement, la possibilité de transmettre son entreprise. La dette d'acquisition est remboursée grâce aux bénéfices dégagés par la cible elle-même ; de surcroît, le montage peut être optimisé grâce à l'intégration fiscale de la cible et de son *holding* de reprise. La cible idéale du capital transmission peut se définir à travers son activité, ses paramètres financiers et ses équipes. Certaines activités ressortent ainsi incompatibles avec le LBO, telles que : la haute technologie, qui nécessite des investissements lourds ; le négoce, par nature volatil ; et les activités agricoles, trop cycliques.

La cible idéale du LBO, de façon contre-intuitive, ne doit pas avoir de forte croissance de son activité : il faut en effet sécuriser le remboursement de la dette d'acquisition, en évitant les programmes d'investissement trop ambitieux ou un besoin en fonds de

roulement en forte expansion. La rentabilité doit être historiquement élevée et récurrente : c'est pourquoi les sociétés de type « *vache à lait* », selon l'appellation de la matrice du Boston Consulting Group<sup>100</sup>, sont particulièrement recherchées. Une situation de trésorerie nette positive ou un montant de réserves distribuables est un atout pour la gestion de trésorerie. Enfin, la situation sociale doit être calme et le management financièrement impliqué dans le projet.

Le quatrième et dernier segment du capital investissement est le capital retournement, qui accompagne les entreprises en difficulté offrant un potentiel de rebond – c'est-à-dire littéralement de « *retournement* ». Ce métier concerne des sociétés matures qui disposent d'actifs tangibles (tels que bâtiments, usines ou terrains) dont la valeur pourra servir de sûreté réelle à l'incontournable restructuration de la dette. Ce segment de métier nécessite une implication particulière de l'investisseur, qui va parfois jusqu'à assumer lui-même des fonctions opérationnelles dans l'entreprise, de type management de transition ou gestion de crise. Les difficultés de la cible raccourcissent l'échelle de temps et intensifient les risques sur la continuité d'exploitation : c'est pourquoi les fonds de capital retournement agissent à la fois sur le très court terme qui pèse sur la survie de la cible, et sur le moyen terme pour reconstruire la croissance rentable et la valeur.

La cible idéale du capital retournement est une société ayant un potentiel de croissance et de rentabilité, et dont le profil de flux de trésorerie permet d'envisager un rebond à l'issue de l'intervention. Au-delà de la gestion fine de trésorerie qui conditionne l'ensemble du montage, trois sujets focalisent les efforts du fonds d'investissement : les équipes à remotiver, la rentabilité à reconstruire et les équilibres bilanciers à recouvrer. Dans ce contexte, l'injection de fonds propres par une opération de « *cash in* » est souvent indispensable.

---

<sup>100</sup> BOSTON CONSULTING GROUP. *The Product portfolio*. USA, Janvier 1970. 1 p.  
<http://www.bcg.com/documents/file13255.pdf>

## 2. Les limites : une vision conventionnelle et contextuelle du métier

L'ambition des présents travaux est d'imaginer un modèle de capital investissement spécifiquement destiné aux pays émergents. Pour ce faire, l'état de l'art contenu dans la nomenclature des quatre segments du capital investissement éclaire nos réflexions. Nous nous livrons ici à une revue critique de cette nomenclature, et concluons à ses dimensions conventionnelle et contextuelle. Cette remise en question facilitera ultérieurement un raisonnement par analogie, dont l'objectif est de fertiliser le capital investissement dans les pays émergents par le capital risque des économies développées.

### 2.1. Le capital transmission : une opération de «*fusions et acquisitions* »

Le capital transmission est une opération d'acquisition initiée par un fonds de capital investissement. À ce titre, nous considérons que cette activité devrait être incluse dans le champ des fusions et acquisitions, par nature contigu à celui du capital investissement. Le rattachement du LBO au métier du capital investissement nous apparaît dès lors conventionnel, fondé sur la nature de l'initiateur (le fonds d'investissement) plutôt que sur sa fonction (l'acquisition d'entreprises-cibles). Notre position se fonde à la fois sur la théorie et la pratique financières.

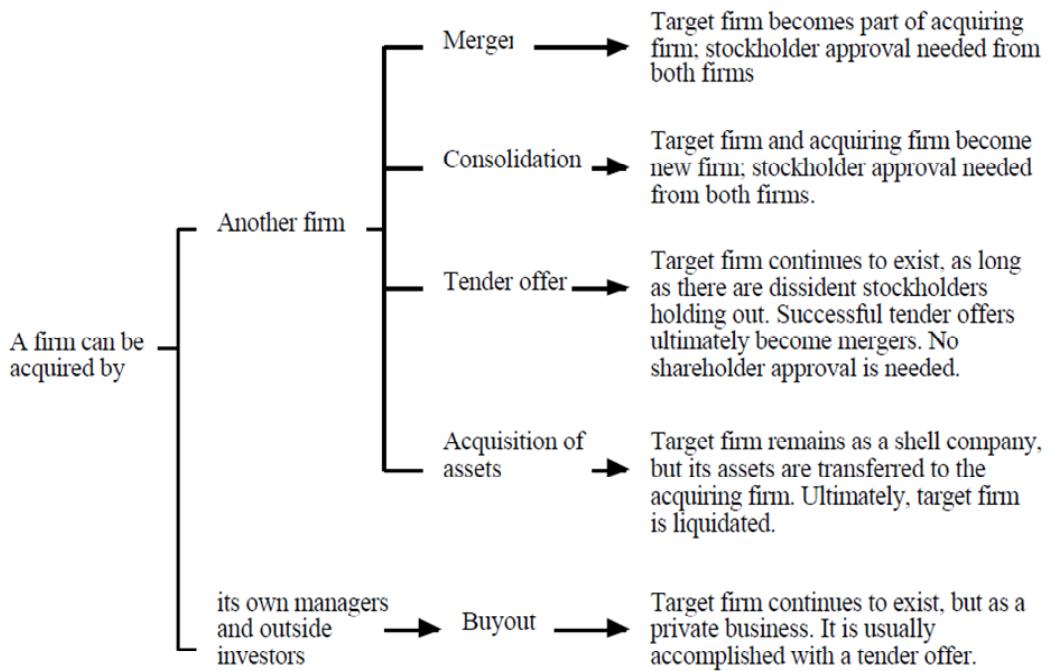
Nous retenons la classification des acquisitions d'entreprises proposée par Aswath Damodaran, professeur de la Stern Business School de New York et auteur de nombreux ouvrages sur le *corporate finance*, l'évaluation d'entreprises et les fusions et acquisitions. C'est dans son manuel « *Corporate Finance: Theory and Practice*<sup>101</sup> »,

---

<sup>101</sup> DAMODARAN, A. *Corporate Finance: Theory and Practice, Second Edition*. John Wiley & Sons, USA. Inc. 2001

qu'il développe sa nomenclature, qui ne laisse aucun doute sur la place des fonds de capital transmission/LBO :

Figure 17. Classification des opérations d'acquisition d'entreprises



Source : Damodaran, A. *Corporate Finance: Theory and Practice*

Cette classification académique est confortée par les statistiques professionnelles : ainsi, le fonds français de capital transmission Argos-Soditic publie-t-il depuis 2004 un indice des prix de transaction des fusions et acquisitions en Europe. L'indice recense l'ensemble des acquisitions menées sur des cibles de *mid-market* (fonds propres compris entre 15 et 150 M€). La médiane des prix sur 12 mois glissants, exprimée en multiple Valeur d'entreprise/EBITDA, constitue l'Indice Argos Mid-Market. Ces statistiques du marché des fusions et acquisitions confrontent « *prix stratégiques* » offerts par des industriels et « *prix financiers* » offerts par les fonds de LBO, plaçant de fait les deux populations concurrentes au même niveau :

Figure 18. Évolution des multiples d'acquisition en Europe depuis 2004



Indice mid market de la zone euro

Source : Argos Soditic & Epsilon Research, 2011

Cette statistique professionnelle consacre ainsi une assimilation des fonds de LBO aux entreprises industrielles, au sein des initiateurs de fusions et acquisitions. Au-delà, l'évolution comparée des prix industriels et des prix financiers suggère deux remarques.

La première remarque est que, au plan théorique, le prix industriel devrait systématiquement être supérieur au prix financier, dans la mesure où ce dernier ne peut pas bénéficier de synergies entre le fonds et la société en portefeuille – au contraire d'une démarche initiée par un industriel. Cette hiérarchie des prix semble respectée, sauf en 2010 où ce sont les fonds d'investissement qui sont les mieux-disant dans la compétition qui les oppose aux initiateurs industriels. Ainsi, pour la 1ère fois depuis décembre 2005, les « *prix financiers* » de 6,7x l'EBITDA ont dépassé les « *prix industriels* » de 6,6x l'EBITDA. Selon Argos-Soditic, cette situation trouverait son origine dans la reprise des opérations de prêts conjuguée à un effet de rareté des cibles éligibles.

La deuxième remarque sur cette évolution des multiples d'acquisition est qu'au cours du second semestre 2006 et du premier semestre 2007, l'écart de prix entre les deux populations d'initiateurs apparaît particulièrement élevé. Argos-Sodic, analyse de la façon suivante ce phénomène dans sa lettre de 2007 : « *Les acquéreurs industriels bénéficient de conditions favorables (valorisation des synergies, trésorerie disponible, multiples boursiers élevés) tandis que l'exigence de rentabilité supérieure des fonds limite leur capacité à suivre la hausse des prix<sup>102</sup>* ».

## 2.2. Le capital risque : l'équipe entrepreneuriale avant la technologie

La dimension conventionnelle de la nomenclature du capital investissement nous apparaît aussi à travers la prévalence donnée à la technologie comme caractéristique du capital risque. Certes, l'environnement technologique implique un financement en fonds propres, du fait de perspectives d'autofinancement plus lointaines que dans les activités traditionnelles (nouveau marché, produit en cours de développement). Mais nous considérons que le sujet est davantage une question d'équipe que de technologie. Les capacités de l'équipe dirigeante sont d'une importance capitale pour une jeune entreprise, du fait de son stade précoce de structuration sociétale. La dichotomie entre l'équipe et l'entreprise renvoie à l'image du *jockey* (l'équipe dirigeante) et de son cheval (l'entreprise), souvent utilisée par les professionnels du capital risque. La mythologie de la *Silicon Valley* nourrit cette importance centrale de l'équipe fondatrice. Ainsi, la décision de financer certaines *start-ups* devenues en quelques années des géants mondiaux de l'Internet à l'image de Yahoo et de Google aurait été prise sur la base des qualités d'étudiants-fondateurs et de leur vision. Le mythe rapporte une documentation réduite à quelques chiffres couchés sur une nappe en papier, à l'opposé des épais *mémorandums* de placement et des rapports de *due diligence* qui jalonnent l'investissement dans des sociétés matures.

---

<sup>102</sup> ARGOS SODITIC. *Mid-Market Index*. Editions 2007. <http://www.argos-sodic.com/fr/actualites/index.html>

Cette idée n'est pas nouvelle. Déjà en 1947, le Général Georges Doriot, considéré comme le fondateur du capital risque moderne, écrit dans le premier rapport annuel de son fonds d'investissement l'ARD : « *Notre société n'a pas l'avantage de mener ses affaires sur la base d'actifs physiques mesurables. L'analyse statistique, l'analyse des ratios sont de peu de valeur dans ce métier. Les hommes et les idées sont nos actifs. Leur mesure et leur évaluation sont notre problème*<sup>103</sup> ».

Sur cette même ligne, le professeur Jeffrey A. Timmons, dont le modèle d'équilibre permettra de tester nos hypothèses dans la suite des travaux, ne fait pas directement référence à la technologie dans son approche, pourtant destinée aux *start-ups* technologiques. Son modèle dépend en premier lieu de la force de traction d'une opportunité de marché, dont la technologie n'est qu'un des éléments constitutifs, de nature à en accélérer la croissance et la volatilité. Plus précisément, le Professeur Jeffrey Timmons cite Georges Doriot pour illustrer la prévalence de l'équipe en capital risque : « *I prefer a grade A entrepreneur and team with a grade B idea to a grade B team with a grade A idea*<sup>104</sup> ».

Cette prévalence de l'équipe sur l'idée s'est depuis largement diffusée. En témoigne une interview donnée en mai 2007 sur le thème du Web 2.0 (Internet collaboratif et réseaux sociaux), qui rappelle le rôle-clé de l'équipe entrepreneuriale dans la réussite d'une *start-up*, au-delà du secteur technologique auquel elle appartient. Cette inversion des priorités entre la technologie (le thème de l'événement) et l'équipe entrepreneuriale vaudra à l'interview d'être mise en ligne sous le titre « *Nous préférerons une équipe de choc à une technologie de rupture*<sup>105</sup> ».

La littérature suggère des pistes d'explication au phénomène de forte incarnation des entreprises par l'équipe dirigeante au cours de leur stade précoce de développement (« *confiance* »), qui se diffuse et s'estompe ultérieurement au profit d'une relation plus

---

<sup>103</sup> GUPTA, U. *The First Venture Capitalist: Georges Doriot on Leadership, Capital, & Business Organization.* Bayeux Arts Inc., Canada. 2004, 240 p.

<sup>104</sup> TIMMONS, Jeffrey. ZACHARAKIS, Andrew. SPINELLI Stephen. *Business plans that work: A Guide for Small Business.* USA : McGraw-Hill, 2004, 193 p.

vaste (« *allégeance* »). C'est ce qu'expliquent Elen Riot, Bernard Ramanantsoa et Etienne Krieger dans leur article de recherche « *La reprise d'entreprise à l'aune de l'analyse du récit* » publié en 2007 : « *Le mécanisme à double détente, en vertu duquel la confiance initiale cède progressivement la place à une adhésion au projet d'entreprise (l'allégeance), permet une stabilisation des relations et une continuité dans la gestion des problèmes. Une fois l'organisation fondée et douée d'une identité grâce à son histoire, la confiance interpersonnelle n'intervient plus qu'en supplément d'âme ou en cas de crise, notamment lorsque les routines ne suffisent plus à résoudre les problèmes ou conduisent à l'inertie. Le fait d'économiser le recours à la confiance relâche la pression pesant sur les individus<sup>106</sup>* ».

---

<sup>105</sup> YOUNES, O. Nous préférerons une équipe de choc à une technologie de rupture, *Clubic*, 10 mai 2007.

<sup>106</sup> RIOT, E. RAMANTSOA, B. KRIEGER, E. La reprise d'entreprise à l'aune de l'analyse du récit. *Gestion 2000*. Mai 2007; 24(3):125-140

### 2.3. L'émergence : une notion géographique, sociétale et technologique

Les « *pays émergents* » suggèrent une revue des économies susceptibles de tracter la croissance mondiale : aux incontournables BRIC s'ajoute désormais l'Afrique, souvent qualifiée de « *dernière frontière* ». Pourtant, au-delà de la géographie, une acceptation élargie de l'émergence ouvre les perspectives. En effet, d'autres univers émergent : des industries (les biotechnologies, Internet), des technologies (l'encre électronique, les émulsions cationiques) et des entreprises (*start-ups*). Ces trois dimensions dilatent opportunément le champ de nos travaux : elles nous permettront d'appliquer de façon inédite le modèle de Timmons, construit pour des *start-ups*, à un fonds de capital investissement destiné aux PME des pays émergents (Partie III). Dans le même esprit, la préface du livre de Luis E. Pereiro « *Valuation of companies in emerging markets*<sup>107</sup> », rédigée par le professeur Roberts F. Bruner, expose les différentes dimensions de la dynamique d'émergence. Le Pr. Bruner y estime que l'émergence renvoie à une *terra incognita*, dont les conditions de fonctionnement sont éloignées de ce qu'offrent les marchés développés en visibilité et en accumulation d'expérience. Un trait commun rapproche pourtant les émergences géographique et technologique : la proximité d'une frontière, d'un « *entre-deux-mondes* », qui valorise l'agilité des professionnels qui y évoluent. C'est dans cette dimension élargie de l'émergence que s'inscrivent nos travaux.

L'évaluation d'entreprise, discipline majeure des métiers de la finance, propose un traitement spécifique de l'émergence – ce qui corrobore notre cheminement. Deux raisons expliquent la place centrale de l'évaluation d'entreprise en finance. La première est son ambition, qui cherche à cristalliser dans une valeur unique – en pratique, une fourchette de valeurs - l'ensemble d'une société à un moment et dans un contexte donnés : son histoire et son futur, sa réalité et son potentiel, ses marchés, sa stratégie, et le talent de ses équipes dirigeantes. La deuxième raison de l'importance de

---

<sup>107</sup> PEREIRO, LUIS. *Valuation of companies in emerging markets – A practical approach*, New York : John Wiley & sons, 2002, 507 p.

l'évaluation d'entreprise tient à sa récurrence, qui en fait le point de passage obligé pour toute opération de haut de bilan : fusions et acquisitions, augmentation de capital ou émission de *stock-options*.

L'édition 2010 de l'ouvrage « *Valuation – Measuring and Managing the value of companies* » de Mc Kinsey confirme la singularité des dynamiques d'émergence : en complément de sa méthodologie standardisée, un dernier chapitre intitulé « *Special Situation* » présente les cas de figure où une démarche *ad hoc* s'impose. Il s'agit notamment des pays émergents et des sociétés à croissance rapide (dans le sens de *start-ups* technologiques), déclinaisons de ce que nous qualifions de dynamique d'émergence. L'approche de Mc Kinsey en la matière se concentre sur la méthode des *cash flows* actualisés, méthode robuste jugée la plus analytique, tout en lui apportant certains ajustements que les auteurs Tim Koller, Marc Goedhart et David Wessels résument en ces termes : « *To value companies in emerging markets, we use concepts similar to the ones applied to developed markets. However, the application of these concepts can be somewhat different. Inflation, which is often high in emerging markets, should be factored into the cash flow projections, using a combination of insights from both real and nominal financial analyses. Emerging-market risks such as macroeconomic or political crises can be incorporated by following the scenario DCF approach. This develops alternative scenarios for future cash flows, discounts the cash flows at the cost of capital without a country risk premium, and then weights the DCF values by the scenario probabilities<sup>108</sup>* ».

Le manuel du Professeur Luis Pereiro, « *Valuation of companies in emerging markets – A practical approach*<sup>109</sup> », est quant à lui tout entier focalisé sur les spécificités de l'évaluation d'entreprises dans les pays émergents. Le schéma du sommaire analytique de son ouvrage (reproduit ci-après) annonce les principaux thèmes qui doivent, selon

---

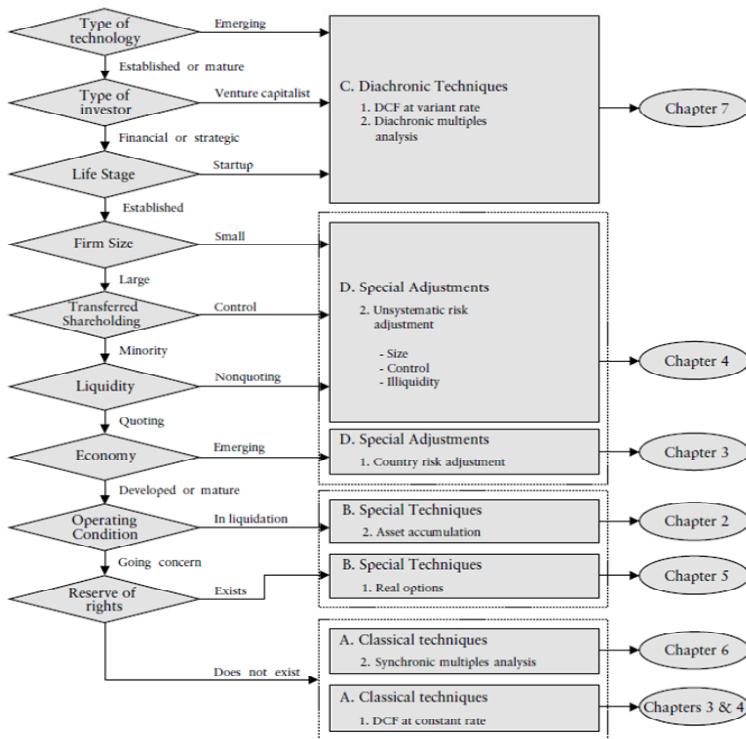
<sup>108</sup> KOLLER, T. GOEDHART, M. WESSELS, D. (MC KINSEY & COMPANY). *Valuation – Measuring and managing the value of companies*, 5th Edition, USA : John Wiley & sons, 2010, 868 p.

<sup>109</sup> PEREIRO, Luis. *Valuation of companies in emerging markets – A practical approach*, New York: John Wiley & Sons, 2002, 507 p.

## Partie II – Question de recherche, littérature et méthodologie

l'auteur, différencier l'approche d'évaluation dans les environnements émergents de celle à appliquer dans les environnements stabilisés :

Figure 19. Revue des méthodes d'évaluation et de leurs ajustements selon Luis Pereiro



Source : Luis Pereiro. *Valuation of companies in emerging markets - A practical approach*

En conclusion, nous estimons que l'actuelle taxonomie du métier est structurée de façon conventionnelle : LBO classés selon la nature de l'initiateur (le fonds) et non la sienne propre (acquisition) ; dimension relative de la technologie scientifique face aux enjeux humains ; enfin, approche holistique de l'émergence qui invite aux mises en parallèle. Nous pensons à ce titre que la place des pays émergents dans la taxonomie du capital investissement mériterait d'évoluer dans le futur, pour considérer le capital investissement dans les pays émergents comme un segment différencié et non comme une simple focalisation géographique des quatre métiers actuellement segmentés du capital investissement. À l'inverse, les institutions et les praticiens continuent de se référer à la nomenclature historique du capital investissement qui décline les métiers dans le temps. Nous pensons que la nomenclature devrait s'enrichir de la dimension

## **Partie II – Question de recherche, littérature et méthodologie**

géographique : placé entre les axes temporel et spatial, le capital investissement dans les pays émergents formerait le cinquième segment du métier du capital investissement, affirmant ainsi ses spécificités structurantes.

À présent que la question de recherche a été replacée dans la taxonomie actuelle du métier, nous allons tenter de formuler une hypothèse.

## **II.** Appliquer la théorie financière au capital investissement

### **1.** Rappels sur le couple rentabilité/risque

#### **1.1.** L'hypothèse structurante des marchés efficients

Notre analyse se fonde sur la théorie moderne du portefeuille, développée par Harry Markowitz, et qui reçut le Prix Nobel d'Economie en 1990. Dans son article fondateur « *Portfolio selection*<sup>110</sup> » publié en 1952, l'auteur aborde les relations entre risque et rentabilité des actifs, explicitant la manière dont chaque investisseur peut choisir le portefeuille le plus proche de ses objectifs (en minimisant le risque pour une rentabilité donnée ou en maximisant la rentabilité pour un risque donné). La construction du risque, selon la théorie financière, relève de l'accumulation d'un risque macroéconomique (systématique) et d'un risque microéconomique (spécifique). La théorie moderne du portefeuille est fondée sur le principe d'efficience des marchés financiers. Selon le lexique financier figurant dans l'édition électronique de l'ouvrage de référence « *Finance d'entreprise – Vernimmen* », un marché est efficient lorsque « *le prix des titres financiers y reflète à tout moment toute l'information pertinente disponible. Dans un tel marché, il est impossible de prévoir les rentabilités futures, et un titre financier est à tout moment à son prix. Un tel marché est également appelé marché à l'équilibre ou marché parfait*<sup>111</sup> ». Cette théorie établit plus particulièrement que seul le risque systématique (ou non-diversifiable) doit être rémunéré, dans la mesure où le risque spécifique (ou diversifiable) à chaque actif peut être réduit jusqu'à disparaître, à mesure de l'accumulation d'actifs décorrélés au sein d'un portefeuille.

---

<sup>110</sup> MARKOWITZ, H. Portfolio selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. (Mars 1952), pp. 77-9

Cette approche a considérablement transformé les pratiques de gestion de portefeuille : à partir de ces travaux, il est devenu possible de déterminer le prix d'un actif en évaluant son risque par rapport au risque moyen du marché. La popularité de cette approche, à travers son modèle de CAPM (Capital Asset Pricing Model), n'a cessé de croître depuis sa formulation, malgré l'annonce régulière de sa disparition dans des articles de recherche tels que « *Is Beta Dead Again?*<sup>112</sup> » en 1993 ou « *Is Beta Dead or Alive?*<sup>113</sup> » en 2000.

## 1.2. Le risque : un élément clivant des *start-ups* et des pays émergents

Nous présentons ici les risques particuliers qui frappent (i) les *start-ups* technologiques comparées aux sociétés matures d'activités traditionnelles et (ii) les pays émergents comparés aux économies avancées.

Le risque spécifique de la *start-up* technologique est plus élevé que celui d'une société mature évoluant dans des activités traditionnelles.

Cette première assertion, conforme à l'approche intuitive, est fondée sur les travaux de Tian Luo et Amar Mann, économistes à l'*U.S. Bureau of Labor Statistics*. Dans leur article de recherche de 2011 intitulé « *High-Tech Business Survivorship: An Analysis By Organization* », les auteurs recensent 10 contributions de recherche, qui étayent leur analyse en ces termes : « *Previous studies have found, in general, that survival rates over a finite period tend to increase with the age of a firm. Furthermore, a vast pool of literature shows that survival rates are sensitive to a variety of firm and environmental characteristics. Many have found that larger start-up size tends to*

---

<sup>111</sup> Site Internet Vernimenn.net. Lien :

[http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition\\_marche\\_efficient.html](http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_marche_efficient.html)

<sup>112</sup> GRINOLD, R. Is Beta Dead Again? (cover story). *Financial Analysts Journal*, Juillet 1993, 49(4),28.

<sup>113</sup> CHI-CHENG, H. FULLER, B. CHEN, B. Is Beta Dead or Alive? *Journal of Business Finance & Accounting*, Avril 2000, 27(3/4):283-311

*increase the survival rates of firms. However, Agarwal and Audretsch show that this relationship deteriorates for technologically intensive industries (Agarwal & Audretsch, 2001)<sup>114</sup> ».*

Le risque systématique des pays émergents est plus élevé que celui des économies développées.

Cette seconde assertion, elle aussi conforme à l'approche intuitive, est développée par Joao Neiva de Figueiredo dans sa recherche « *Unique characteristics of Cross-Boarder Emerging Market Private Equity: implications for investors and managers* », parue en 2008. L'auteur y distingue deux raisons majeures d'un risque systématique supérieur dans les pays émergents comparés aux pays développés. La première raison est la forte volatilité des cycles économiques : « *Emerging markets are characterized by a higher level of macroeconomic volatility, raising the levels of uncertainty and perceived risk in any investment (historically, as a general rule and for various reasons, economic cycles have been more pronounced and changes in trends have occurred more often and more abruptly in emerging markets than in developed economies)* ». La seconde raison exposée par l'auteur est la faible maturité des institutions : « *In general, emerging markets are characterized by lower levels of institutional maturity (...). The existence of less mature institutions in emerging markets frequently leads to lower levels of investor protection, to uncertain contract enforceability, and to vulnerability due to vague or ever-changing ‘rules of the game’*<sup>115</sup> ».

---

<sup>114</sup> TIAN, L. MANN, A. High-Tech Business Survivorship: An Analysis By Organization Type. *Journal Of Business & Economics Research*. October 2011; 9(10):1-15

<sup>115</sup> FIGUEIREDO (DE), Joao Neiva. Unique characteristics of Cross-Boarder Emerging Market Private Equity: implications for investors and managers. *Journal of International Finance and Economics*, 2008, Volume 8, Numéro 3, 42-55

## 2. L'hypothèse du risque spécifique non-diversifiable en capital risque

La littérature retient l'hypothèse d'une inefficience du capital investissement, à travers les mécanismes singuliers de fixation du prix des transactions. Ces mécanismes s'avèrent largement influencés par des éléments exogènes, c'est-à-dire indépendants de la séquence des *cash flows* actualisés par le consensus de marché à l'endroit de l'actif concerné.

Dans les études présentées ici, le capital risque est conçu comme un cas particulier du capital investissement, plus durement frappé d'inefficience que ne le sont les autres segments du métier, et notamment les LBO.

### 2.1. L'inefficience du capital investissement dans la littérature

L'hypothèse du « *Money chasing deals* » : le prix de l'entreprise non cotée matériellement influencé par le montant des fonds levés par le fonds d'investissement.

En 2000, Paul Gompers et Josh Lerner ouvrent la voie à une application partielle de la théorie moderne du portefeuille au capital investissement, à cause de l'inefficience qui frappe cette industrie – bien supérieure à celle des marchés de capitaux auxquels elle est originellement destinée. Leur article de recherche « *Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations* » marque une étape dans la littérature sur le sujet, si bien que la « ‘*money chasing deals*’ hypothesis » se trouve relayée dans des contributions ultérieures qui y font désormais référence (voir paragraphes suivants).

Gompers et Lerner présentent ainsi leur hypothèse de travail : « *We explore the empirical implications of the view that financial markets are perfect. We then consider the alternative suggestion, that exogenous increases in inflows into venture funds*

*affect valuations due to the segmentation of this market from other financial sectors. Finance theory teaches that the value of a firm should equal the discounted value of its expected future cash flows (...). If markets are perfect, inflows of money into venture capital funds should be unrelated to the valuations of private companies (...). The alternative view is motivated by the possibility that the venture capital market is segmented from other asset classes. In this case, exogenous increases in venture capital commitments may have a dramatic effect on prices. Because partnership agreements typically require that venture funds invest almost exclusively in private companies, increases in the supply of venture capital may result in greater competition to finance companies and rising valuations ». Et de conclure : « (First), the analysis shows that inflows to venture capital funds have had a substantial impact on the pricing of private equity investments<sup>116</sup> ».*

Au delà de cette conclusion, il est notable que le cas du capital risque – que nous retenons comme référent dans nos travaux – soit présenté par les auteurs comme une situation où l'inefficience est exacerbée au sein du *private equity*, dont traite majoritairement l'article cité.

L'hypothèse complémentaire au « Money chasing deals » : le prix de l'entreprise non cotée matériellement influencé par la qualité de la gestion et le risque propres au fonds d'investissement.

En 2008, une recherche intitulée « *What Drives Private Equity Returns? – Fund Inflows, Skilled GPs, and/or Risk?* » est menée par Christian Diller et Christoph Kaserer. Elle se propose de compléter les travaux réalisés 8 ans plus tôt par Gompers et Lerner sur l'inefficience du capital investissement – qui s'en trouve confirmée, en pointant à nouveau plus spécifiquement le segment du capital risque. Selon les auteurs, la rentabilité de cette classe d'actifs ne saurait être uniquement expliquée par le risque systématique : le risque spécifique serait partiellement diversifiable en capital

---

<sup>116</sup> GOMPERS, P. LERNER, J. Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations. *Journal Of Financial Economics*. February 2000; 55(2):281-325.

investissement, et ne le serait pas en capital risque, ce que la recherche exprime en ces termes : « *In frictionless and perfectly competitive capital markets, returns on investments in private equity funds should be determined by systematic risk only. Neither the personal skills of the management team, nor the inflow of money into private equity funds, nor the funds' characteristics (insofar as they are not related to systematic risk) should have an impact on the performance of these funds. Due to the specific characteristics of the private equity asset class, e.g. the illiquidity of the investment, the stickiness of fund flows, the restricted number of target companies and the segmentation from other asset classes, the market may be far from being frictionless and perfectly competitive, at least in the short run*It was the aim of this paper to document that the ‘money chasing deals’ hypothesis also explains a significant part of variation in private equity funds’ returns. This is especially true for venture funds, because they are more affected by illiquidity and segmentation than buy-out funds(...); we corroborated the importance of fund flows for explaining the funds’ returns. Moreover, we were also able to show that GPs’ skills, as well as the stand-alone investment risk of a fund, have a significant impact on its returns<sup>117</sup> ».

Christian Diller et Christoph Kaserer, reprenant l’argument de l’article de Gompers et Lerner de 2000 auxquel ils font explicitement référence, insistent sur la situation particulière du capital risque au sein du *private equity* : « *This seems to suggest that segmentation and stickiness is present to a greater extent in the venture industry than in the buy-out industry* ».

---

<sup>117</sup> DILLER, C. KASERER, C. What Drives Private Equity Returns? – Fund Inflows, Skilled GPs, and/or Risk? *European Financial Management*. June 2009; 15(3):643-675.

## 2.2. L'inefficience du capital risque dans la littérature

D'autres contributions de la littérature confortent cette singularité du capital risque en se focalisant sur les spécificités de son modèle. Par des approches différentes des articles présentés *supra*, mais dont les conclusions convergent, elles démontrent l'inefficience du capital risque, qui rend inopérantes les vertus de la diversification.

### L'hypothèse d'une neutralisation des bénéfices entre diversification et spécialisation en capital risque.

La littérature analyse que la diversification est inopérante dans les portefeuilles de capital risque. En effet, une telle diversification se ferait au détriment de la spécialisation nécessaire à l'accompagnement interventionniste (« *hands-on* ») des jeunes sociétés technologiques, érodant ainsi les bénéfices attendus d'une sélection et d'un accompagnement spécialisés (A. Knill, 2009 ; S. Matusik, M. Fitza, 2012 ; H Jo, 2008). Les investisseurs en capital risque financent de jeunes sociétés technologiques dont les besoins en gouvernance et en accompagnement stratégique sont en effet très élevés (voir une revue de la littérature en Partie III, *infra*). Ainsi, les fonds de capital risque doivent-ils arbitrer entre : d'une part, la spécialisation industrielle qui permet de maximiser leur espérance de retour par l'accompagnement et les conseils qu'ils apportent aux sociétés en portefeuille (démarche entrepreneuriale) ; d'autre part, la diversification inter-industrie qui permet de maximiser leur espérance de retour par la baisse du risque du portefeuille ainsi diversifié.

A. Knill, dans son article de septembre 2009 intitulé « *Should Venture Capitalists Put All Their Eggs in One Basket? Diversification versus Pure-Play Strategies in Venture Capital* », conclut à l'inefficacité de la diversification en capital risque : « *Managing the different companies in which they invest while at the same time performing*

*portfolio optimization for themselves, venture capitalists position themselves as a pure-play or diversified conglomerate through their cumulative portfolios (...). I find that neither strategy optimizes both venture capital growth and time to entrepreneurial exit, which highlights a need for institutional investors to clarify fund objectives at the time a fund is established<sup>118</sup> ».*

S. Matusik S et M. Fitza, dans leur recherche publiée en avril 2012 sous le titre « *Diversification in the venture capital industry: leveraging knowledge under uncertainty* », concluent également à l'absence d'effet de la diversification sur les portefeuilles de capital risque - à cause de son effet d'évitement sur la création de valeur attendue de la spécialisation des équipes de gestion. Ce que les auteurs résument en ces termes : « *We examine diversification in the context of venture capital firms. Drawing on the knowledge and organizational learning literature, we hypothesize that firms benefit from either low levels of diversification because of efficiencies in processing knowledge or high levels of diversification because of access to broad information that facilitates solving complex problems and the ability to direct a portfolio company down different trajectories. Consistent with our hypotheses, we find a U-shaped relationship. Firms benefit from either low or high levels of diversification; moderate levels yield the poorest results. When uncertainty is highest (i.e., early stage investing, no coinvestors), the effects are most pronounced*<sup>119</sup> ».

H. Jo répond de façon identique à la question de l'effet de la diversification en capital risque, dans un article publié en octobre 2008 sous le titre « *Why do private equity funds of funds grow?* ». Il y écrit : « *The evidence presented in this paper suggests that the diversification dimensions that could undermine the expertise role in the VC/PC*<sup>120</sup>

---

<sup>118</sup> KNILL A. Should Venture Capitalists Put All Their Eggs in One Basket? Diversification versus Pure-Play Strategies in Venture Capital. *Financial Management (Blackwell Publishing Limited)*. September 2009; 38(3):441-486.

<sup>119</sup> MATUSIK, S. FITZA, M. Diversification in the venture capital industry: leveraging knowledge under uncertainty. *Strategic Management Journal*. April 2012; 33(4):407-426.

<sup>120</sup> Venture Capital/Portfolio Companies

*relationship are the most harmful to these young companies. This supports extant literature that finds that venture capital investment has value in the hand holding that it provides its investment companies<sup>121</sup> ».*

### La surperformance des investisseurs interventionnistes sur les investisseurs financiers.

Les contributions citées *supra* convergent, pour le capital risque, à une équivalence d'efficacité économique entre spécialisation et diversification des portefeuilles. Mais d'autres recherches vont plus loin, qui montrent, sur l'étude d'un panel de fonds américains entre 1996 et 2006, que les fonds de capital investissement dits « *Interventionnistes* » (non-diversifiés et « *hands-on* ») affichent des performances doubles comparées au fonds dits « *Investisseurs financiers* » (diversifiés et agissant sur les leviers de la finance et de la gouvernance). Pour les auteurs, les « *Interventionist Investors* » refusent la diversification du portefeuille, et la spécialisation industrielle qui en découle leur permet un *management* stratégique de leur portefeuille au-delà de la seule gestion financière (D. Klier, M. Welge, K. Harrigan, 2009).

Dans leur article de 2009 « *The Changing Face of Private Equity: How Modern Private Equity Firms Manage Investment Portfolios* », D. Klier, M. Welge et K. Harrigan définissent une taxonomie des acteurs du capital investissement : « *Today's private equity landscape is characterized by two very different management models: one, the 'Financial Investor', represents the traditional form of private equity, maintaining a strong focus on financial engineering and selective changes in the governance model of portfolio companies; the other, the 'Interventionist', represents a modern form of private equity with active involvement in decision making and a focus on value creation through active ownership* ». Les points communs et les différences de modèle entre les deux groupes sont précisés par les auteurs, qui valorisent l'absence

---

<sup>121</sup> JO, H. Why do private equity funds of funds grow? *Journal Of The Academy Of Business & Economics*. October 20, 2008, 8(3):8-18.

de diversification des fonds « *Interventionnistes* » : « *Both private equity management models share a strong common basis and apply financial engineering, governance engineering, and active portfolio management. However, only Interventionists engage in active ownership to improve performance. At the same time, they require more talent and risk flexibility, accountability, and tradability of their investment portfolios by establishing rigid links between their assets. On the positive side, Interventionists take advantage of the effects of related diversification and experience. By focusing the overall private equity firm to a larger extent on related businesses and by implementing a stronger industry orientation in the professional team, Interventionist firms are able to exploit the benefits of industry relatedness<sup>122</sup>* ».

### 2.3. Un retour d'expérience personnelle sur la pratique du capital risque

Notre propre expérience pratique du capital risque vient corroborer la revue de la littérature présentée : en effet, ce métier consacre la grande spécialisation des fonds de capital risque par industrie (technologies de l'information, biotechnologie), et le plus souvent sur certains segments. C'est ainsi le cas du fonds d'investissement Banexi Ventures qui affiche une spécialisation – et donc une expertise – dans le financement de *start-ups* Internet positionnées sur des modèles B2C (vente à des particuliers).

Les bonnes pratiques professionnelles du capital risque écartent largement l'idée d'une gestion « *statistique* » du portefeuille, considérée comme incompatible avec la nature-même des entreprises sous-jacentes en demande d'un accompagnement particulièrement attentif, du fait de leurs caractéristiques : jeunesse, technologie, vulnérabilité et équipes lacunaires.

---

<sup>122</sup> KLIER, D. WELGE, M. HARRIGAN, K. The Changing Face of Private Equity: How Modern Private Equity Firms Manage Investment Portfolios. *The Journal of Private Equity*, Automne 2009, 12(4), 7-13.

**3.** Notre approche sous l'hypothèse du risque spécifique non-diversifiable en capital risque

Nous retenons l'hypothèse d'un risque spécifique non-diversifiable en capital risque.

En conséquence, ce risque devrait être rémunéré au même titre que le risque systématique. Nous estimons ainsi que l'équivalence de profil de rentabilité/risque entre capital investissement dans les pays émergents et capital risque dans les pays développés, peut fonder notre raisonnement analogique.

Notre approche pose l'équivalence des risques micro et macroéconomiques du capital investissement dans les pays émergents et du capital risque dans les pays développés.

Notre hypothèse d'un « *risque spécifique non-diversifiable* » en capital risque, hétérodoxe par rapport à la théorie financière qui pose que le risque spécifique est toujours diversifiable (dans un marché efficient), nous encourage à adapter l'application du couple rentabilité/risque au cas du capital risque.

Nous considérons que le couple rentabilité/risque ressort élevé à la fois pour une PME rentable des pays émergents et pour une *start-up* technologique des pays développés. A l'inverse, le couple rentabilité/risque apparaît faible pour une PME rentable dans les pays développés. Dans la suite de nos développements, nous utiliserons les notions plus larges de « *systémique* » (*et non « systématique »*) et de « *spécifique* », pour marquer une application *ad hoc* de la grille de lecture rentabilité/risque au capital investissement. La mise en parallèle de la *start-up* technologique en pays développé avec la PME rentable des pays émergents, que nous recommandons, résulte alors d'un système de vases communicant, jouant à la fois pour la rentabilité et pour le risque : pour la *start-up* technologique des pays développés, l'élément spécifique est élevé et l'élément systémique est faible ; tandis que pour la PME rentable des pays émergents, l'élément spécifique est faible et l'élément systémique est élevé.

### **III. Formulation d'une hypothèse**

En suivant une approche analogique, nous formulons une hypothèse à la question de recherche « *Quel modèle de capital investissement pour les pays émergents ?* »

#### **1. Un raisonnement issu de la sphère réelle**

A présent que nous avons développé l'idée de la présence d'un risque spécifique non-diversifiable en capital risque, nous sommes en mesure de progresser dans notre raisonnement qui pondère également le risque où qu'il se trouve : au niveau macroéconomique « *systémique* » ou microéconomique « *spécifique* ». Nous pensons que celui des métiers du capital investissement le plus adapté aux pays émergents est le capital risque et non le capital développement, contrairement à ce que l'intuition et la pratique locale semblent indiquer. Notre raisonnement s'articule en deux étapes : la première consiste à qualifier les PME des pays émergents par leur couple rentabilité/risque, et la seconde à créer une analogie à partir de ce couple rentabilité/risque. Ce qui permettra *in fine* de proposer une hypothèse en réponse à la question de recherche.

##### Première étape : qualifier les PME des pays émergents par le couple rentabilité/risque

Tout actif peut être qualifié par sa rentabilité et son risque. La théorie financière nous apprend que le couple rentabilité/risque est homogène, c'est-à-dire que ses deux composantes varient en symbiose : à espoir de rendement croissant, risque croissant.

Or, la pratique du capital investissement s'attache prioritairement aux attributs immédiats de l'entreprise tels que son industrie, son stade de développement, ces performances historiques et ses perspectives financières. Cette approche offre l'avantage de la simplicité, puisque l'entreprise se retrouve positionnée selon son cycle de vie, quel que soit le pays où elle évolue. La pratique observée sur le terrain consiste

ainsi à recourir au segment du capital investissement qui correspond à la nature des cibles considérées. Or, les PME cibles des pays émergents apparaissent rentables, matures, présentes sur des marchés traditionnels, et dotées d'une croissance modérée relativement à celle du PIB national. Retenant une forte similarité entre ces entreprises et celles accompagnées par le capital développement/transmission dans les économies développées, les praticiens abordent les pays émergents en y exportant ces méthodologies pratiquées dans les économies avancées, et qu'ils estiment adaptées. Au mieux, la prise en compte des risques propres aux pays émergents se cantonne-t-elle au choix de paramètres techniques, tels que la révision à la baisse des prévisions d'activité de la cible, ou le rehaussement du coût des fonds propres par l'ajout d'une prime de risque pays.

Au contraire, nous considérons que cette approche s'affaiblit lorsque la dimension spatiale s'invite dans l'analyse : positionnée sur son cycle de vie, la PME des pays émergents présente un couple rentabilité/risque très différent de ce qu'il serait dans un pays développé, à attributs inchangés (industrie, stade de développement,...).

Nous retenons donc, à l'issue de cette première étape, qu'à l'image de tout actif économique, la PME des pays émergents se qualifie par son couple homogène rentabilité/risque, et que ce couple apparaît élevé.

### Deuxième étape : créer une analogie fondée sur le couple rentabilité/risque

Dans une matrice carrée organisée sur le critère du couple rentabilité/risque, une correspondance apparaît entre *start-ups* technologiques des pays développés et sociétés matures des pays émergents. Elles partagent en effet le même niveau de risque évalué « +- » ou « -+ », à la différence d'autres actifs évalués « -- » pour un niveau très faible, ou « ++ » pour un niveau très élevé.

Tableau 14. Matrice rentabilité/risque de la sphère réelle

Entreprise (Micro)	Émergente	Stable
Pays (Macro)		
Émergent	<i>Start-up technologique dans un pays émergent</i> <b>++</b>	<i>PME mature dans un pays émergent</i> <b>- +</b>
Stable	<i>Start-up technologique dans un pays développé</i> <b>+ -</b>	<i>PME mature dans un pays développé</i> <b>--</b>

Source : Olivier Younès

À travers cette grille de lecture, les caractéristiques des PME des deux cadrans « + - » ressortent identiques : la PME profitable dans les pays émergents offre un profil similaire à la *start-up technologique* des pays développés. Parmi les caractéristiques communes à ces deux populations, on peut citer : la forte croissance (comparée à l'évolution du PIB des pays développés), le fort potentiel de valeur, les fortes turbulences, les risques élevés, la difficulté extrême à produire un *business plan*, la faible bancarisation et la régulière (permanente ?) gestion de crises.

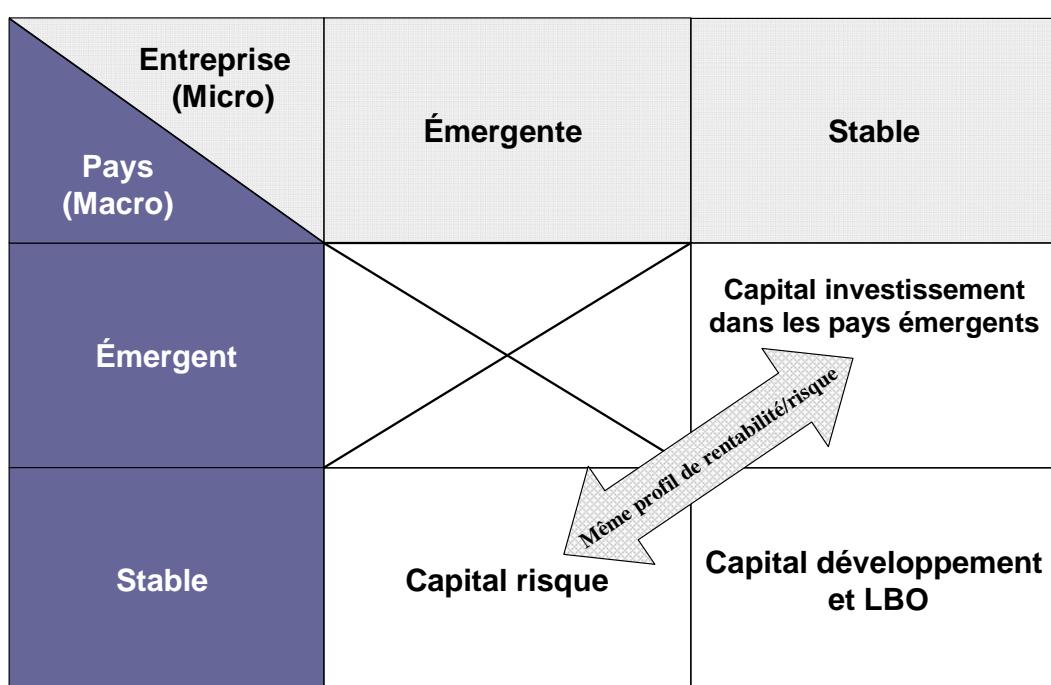
## 2. Une hypothèse formulée dans la sphère financière

La construction en miroir entre sphère réelle et sphère financière, qui trouve son origine dans la partie double comptable, permet de projeter les conclusions de la sphère réelle vers la sphère financière, et de proposer l'hypothèse ainsi reformulée :

**« Financer les sociétés émergentes des pays stables et financer les sociétés stables des pays émergents procède d'une démarche similaire ».**

Ce que conclut la matrice ci-après :

Tableau 15. Matrice rentabilité/risque de la sphère financière



Source : Olivier Younès

A la question de recherche : « **Quel modèle de capital investissement pour les pays émergents ?** », nous formulons ainsi l'hypothèse suivante : une pratique du financement à long terme inspirée du capital risque dans les pays développés.

La suite de nos travaux sera orientée vers la validation de cette hypothèse.

Ainsi, l'inefficience qui caractérise le capital risque et le capital investissement dans les pays émergents permet de révéler une création de valeur particulière : les équipes de gestion de ces fonds d'investissement, habituées à gérer une asymétrie d'information plus élevée qu'ailleurs, déploient des qualités particulières pour en tirer partie : flexibilité, agilité, persévérance - qui sont autant de savoir-faire entrepreneuriaux renvoyant aux PME qu'elles accompagnent.

Au-delà de cette hypothèse nouvellement formulée, la matrice soulève deux questions : pourquoi la vacuité du cadran nord-ouest ? Pourquoi l'absence de référence au capital retournement ?

La première question porte sur la vacuité du cadran nord-ouest dont le couple rentabilité/risque est qualifié de « ++ ». Nous considérons que la haute technologie est peu présente dans les pays émergents, probablement pour des questions de cycle de vie des économies nationales et parce que, de notre point de vue, le cumul des risques micro et macro-économiques rendrait insupportable aux bailleurs de fonds une exposition élargie à ce type d'actifs. Cette hypothèse se trouve confortée par les retours terrain, marqués par la très faible pénétration de la technologie et de son financement dans les pays émergents, notamment au sud de la Méditerranée. C'est ce que décrit l'observatoire Medibtikar « *EuroMed Innovation and Technology Programme* », pour ce qui concerne la zone euro-méditerranéenne, même si une évolution pourrait se dessiner dans le futur : « *jusqu'en 2008 et en dehors d'Israël, les activités en early stage ou en second stage représentaient une activité marginale de fonds qui s'étaient majoritairement consacrés à des modes d'investissement plus sécurisés (transmission, infrastructure etc.). Plusieurs fonds se sont davantage tournés vers l'amont depuis lors, pour différentes raisons : assistance publique sur l'innovation et les start-ups, présence d'investisseurs MED souhaitant se focaliser sur leur pays, développement*

*d'incubateurs spécialisés et de réseaux (business angels etc.), enfin création de fonds mono-pays<sup>123</sup> ».*

La deuxième question porte sur l'exhaustivité du champ des possibles. Parmi les quatre segments matures du capital investissement, nous n'avons pas fait figurer le capital retournement (ou « capital recovery ») dans les référents organisés en matrice. En effet, même si le couple rentabilité/risque du capital retournement pourrait permettre de le qualifier de « + + », sa pratique ressort très hétérogène dans les modes opératoires qu'il pratique (*deal by deal*, injection de trésorerie limitée,...). En outre, ce segment offre une faible représentativité statistique en nombre de sociétés de gestion : 6% dans le monde et 10% en France, ce que montre le tableau ci-après :

Tableau 16. Représentativité des segments matures du capital investissement

Création de l'échantillon : segments matures du capital investissement					
Champ de l'étude	Réprésentativité du retour d'expérience	Inclusion dans l'échantillon			Non retenu dans l'échantillon
		Capital risque	Capital développement	LBO	
Critères quantitatifs	Nombre de sociétés de gestion recensées dans le monde (1)	+++	+++	+++	-
	Nombre de sociétés de gestion recensées en France (2)	1161 58%	722 36%	121 6% 20 10%	2004 100% 205
(1) Source : 2011 Prequin Global Private Equity Report					
(2) Source : Présentation institutionnelle de l'AFIC					

Même si nous excluons de la matrice le segment du capital retournement, nous sommes conscients que sa pratique du management « *hands-on* » dans des conditions

<sup>123</sup> TABET, Manal. De SAINT-LAURENT, Bénédict. ABDELKRIM, Samir. *Med Funds 2011 : Panorama du*

de difficultés extrêmes peut inspirer opportunément la gestion de crise de sociétés déjà présentes en portefeuille.

La question de recherche bénéficie désormais d'une hypothèse de réponse. La suite de nos travaux sera tournée vers la validation ou l'invalidation de cette hypothèse de réponse. Pour ce faire, nous procéderons dans un premier temps à une revue de la littérature sur le capital investissement dans les pays émergents (Section II.2). Dans un second temps, nous définirons la méthodologie qui nous semble adaptée pour tenter de répondre à la question de recherche (Section II.3).

## Section II.2 – Revue de la littérature du capital investissement dans les pays émergents

**Dans cette Section II.2, nous étudions la revue de la littérature sur notre sujet.**

**La littérature sur le capital investissement dans les pays émergents, à l'instar de son sujet d'étude, est encore très jeune : parmi la quinzaine de contributions de recherche référencées, la majorité a été produite au cours des 5 dernières années. Nous mesurons ainsi les limites quantitatives de cette recherche, ce qui nous amènera à privilégier une démarche inductive fondée sur un cas réel, vécu, et considéré comme exemplaire.**

**La littérature traite principalement des fondamentaux du capital investissement dans les pays émergents, en présentant ses avantages pour la sphère réelle, dans un raisonnement qui s'inspire de l'expérience des économies développées : amélioration des fonds propres des PME, de leur gouvernance, de leur développement international, et de leur création d'emplois. En contrepoint, certains auteurs y voient une forme moderne de colonialisme, ce qui n'est pas notre opinion. Nous sommes certes sensibilisés aux interactions multiples de la finance et de la géopolitique dans les pays émergents ; mais nous considérons aussi que l'inefficience qui y règne décourage les formes classiques de financement ; et que le capital investissement est en mesure de faire reculer les financements informels et la médiocre gouvernance qui fragilisent les PME de ces pays.**

**La littérature traite également des difficultés d'introduction du capital investissement dans les pays émergents, conséquences des risques macroéconomiques (politique, change), de la corruption réelle ou perçue, de la force exécutoire limitée des contrats, et du manque de culture entrepreneuriale. Les principales recommandations formulées proposent un rôle accru de la sphère publique en financement et en gouvernance, et la nécessité de disposer de marchés boursiers localement attractifs.**

**La Section II.3 suivante abordera la méthodologie retenue.**

Dans la présente section II.2, nous effectuons la revue des recherches ayant trait au capital investissement dans les pays émergents. Après avoir constaté que la jeunesse de cette pratique a entraîné une recherche encore limitée (chapitre I), nous définirons ce que sont les fondamentaux du capital investissement dans les pays émergents selon la littérature existante (chapitre II), avant de conclure cette revue par la problématique d'un capital investissement adapté aux pays émergents (chapitre III).

## I. Un champ de recherche récent nourri par des modèles connexes

### 1. Un champ de recherche encore jeune

Le champ de recherche « *capital investissement dans les pays émergents* » apparaît récent et encore peu profond. On peut y voir la conséquence du difficile accès à l'information pour le chercheur, le sujet combinant une triple opacité : celle des pays émergents, celle des PME, et *in fine* celle du capital investissement lui-même.

Dans l'article de recherche « *Unique characteristics of Cross-Border Emerging Market Private Equity: implications for investors and managers*<sup>124</sup> » publié en 2008, le professeur Joao Neiva de Figueiredo juge « *récente* » l'apparition du capital investissement dans les pays émergents, malgré la croissance de ces pays et les besoins en fonds propres de leurs entreprises. La littérature s'en trouve limitée, comme l'écrit l'auteur : « *the literature specializing in emerging markets private equity was virtually non-existent until recently (nota : 2008), but has developed significantly in the past several years* ».

Dans un article publié la même année sous le titre générique « *Private Equity in Developing Nations*<sup>125</sup> », Arindam Banerjee annonce la montée en puissance du capital investissement dans les pays émergents au-delà des BRIC : citant l'exemple de l'Europe Centrale et de l'Afrique, l'auteur note que l'investissement n'y est plus seulement considéré comme purement opportuniste, mais s'organise désormais autour de fonds d'investissement affichant une ligne stratégique spécifique. Malgré ce développement récent, l'auteur constate que les informations disponibles sur les transactions non cotées demeurent limitées, *a fortiori* lorsque les pays concernés sont émergents.

Enfin, en mars 2011, une sélection de neuf recherches en cours sur le capital investissement a été présentée à la conférence « *The Private Equity Forum in Paris* », organisée par Sciences-Po et HEC, à laquelle participaient plusieurs grandes figures du métier parmi lesquelles Henry Kravis, fondateur de KKR. Le fonds d'investissement KKR (Kohlberg Kravis Roberts) a levé près de 48 Milliards d'USD au cours des 10 dernières années, ce qui en fait le 5<sup>ème</sup> plus grand fonds de capital investissement dans le monde selon ce critère<sup>126</sup>. Le *Private Equity Forum* accueillait également le Professeur Josh Lerner, figure que nous avons évoquée précédemment, et dont l'autorité académique en la matière a rehaussé la visibilité de l'événement. Ce qui ressort de ce Forum est que, parmi les neuf contributions qui y ont été présentées, une seule traitait du capital investissement dans les pays émergents : « *The first move disadvantage: the case of emerging market private equity*<sup>127</sup> » (Groh et Phalippou,

---

<sup>124</sup> FIGUEIREDO (DE), Joao Neiva. Unique characteristics of Cross-Boarder Emerging Market Private Equity: implications for investors and managers. *Journal of International Finance and Economics*, 2008, Volume 8, Numéro 3, 42-55

<sup>125</sup> BANERJEE, Arindam. Private Equity in Developing Nations. *Journal of Asset Management*, 2008, Volume 9, Numéro 2, 158-170

<sup>126</sup> PREQIN, ouvrage collectif. Prequin Global Private Equity Report. Londres, UK : Prequin Ltd, 2011, 120 p.

<sup>127</sup> GROH, P. PHALIPPOU, L. The first move disadvantage: the case of emerging market private equity. In : *The private equity Forum in Paris*, France, 3 et 4 mars 2011. Abstract p. 9-10

2011). Cette sous-représentativité dans le flux des recherches actuelles semble ainsi corroborer l'étendue encore réduite de la littérature.

Au final, notre revue de la littérature a permis de recenser une quinzaine d'articles sur le sujet, dont nous présentons ici les enseignements saillants. Nous mesurons ainsi les limites quantitatives de la recherche sur le capital investissement dans les pays émergents.

## **2. Deux modèles connexes : micro-finance et tontines**

L'approche que nous retenons dans nos travaux consiste à définir un modèle de capital investissement capable de réconcilier des exigences possiblement contradictoires : d'une part une proximité avec les bailleurs de fonds actifs en capital investissement, attentifs au respect des standards internationaux les plus exigeants - parmi lesquels les fonds de pension représentent une part significative ; d'autre part une proximité avec les entrepreneurs locaux, évoluant dans les économies inefficientes et parfois imprévisibles des pays émergents. Nous abordons ici deux types de financement de proximité : la micro-finance (chapitre 2.1) et les tontines (chapitre 2.2). L'inspiration et la complémentarité que suscitent ces formes de financement pour le capital investissement y sont présentées. De plus, nous verrons que ces deux formes singulières de financement, très présentes dans les pays émergents, existent également dans les économies avancées, spécialement pour le financement de *start-ups* technologiques. Cette inspiration croisée confortera l'approche retenue dans nos travaux.

## 2.1. La micro-finance : un financement local et formel

La micro-finance permet l'accès des populations les plus pauvres à un financement formel destiné à l'acquisition d'un logement ou d'un outil de travail. Au-delà d'une telle fonction première, cette forme locale de financement représente une source d'inspiration pour nos réflexions. En effet, elle permet aux formes les plus dures du capitalisme (les charges financières du microcrédit sont proches de l'usure) de s'intégrer harmonieusement au cœur du tissu économique et social des pays émergents, y compris dans des villages lointains et des localités enclavées – tout en promouvant l'entrepreneuriat. La micro-finance s'avère aussi être un écosystème complémentaire du capital investissement, en ce qu'elle rend possible la naissance de nombreux projets locaux, dont certains seront, le moment venu, éligibles au capital investissement. Ces projets peuvent certes paraître modestes au moment où la micro-finance s'y intéresse (financement d'une machine à coudre, ou d'un cheptel de quelques chèvres), mais l'impact local de ce mode de financement est majeur : en rendant possible l'indépendance de familles entières - le cas des femmes évoquant parfois un « *affranchissement* » - la micro-finance valorise sans ambiguïté l'entrepreneuriat et ses vertus comme une voie possible auprès de communautés entières. Et prépare ainsi localement les populations à l'arrivée d'un capital investissement dont les risques de perception négative, voire de « *rejet de greffe* », se trouvent réduits. Poursuivant cette analogie avec le monde de la médecine, nous comparons la fonction locale de la micro-finance à une galénique, capable de *vectoriser* le *business model* du capital investissement au cœur des économies émergentes – ou, à tout le moins, de préparer les agents économiques à sa venue.

Dans leur étude « *Role of Micro Finance in Reducing Poverty: A Look at Social and Economic Factors* » publiée en novembre 2011, Muhammad Durrani, Abid Usman, Muhammad Malik et Shafiq Ahmad confirment les effets positifs de la micro-finance sur la réduction de la pauvreté, notamment à partir d'une logique d'auto-

entrepreneuriat : « *In this study it is analyzed that microfinance is an important element for an effective poverty reduction strategy. The role of Micro-Finance on poverty alleviation is checked both in social and economic aspects (...). It reveals that access and efficient provision of micro credit can enable the poor to smooth their consumption, better manage their risks, gradually build their assets, develop their micro enterprises, enhance their income earning capacity, and enjoy an improved quality of life<sup>128</sup>* ».

En amont de la chaîne, les bailleurs de fonds plébiscitent aussi ces modèles de financement locaux. Comme l'explique en mai 2008 le rapport du *think tank* Capafrique intitulé « *L'Afrique, terre d'investissement – le private equity en Afrique, réussites et nouveaux défis* », les services financiers représentent un secteur d'intérêt grandissant pour le capital investissement en Afrique : « *Le succès du microcrédit, consacrant la solvabilité de segments jusque là considérés comme non bancables, a attiré bon nombre d'investisseurs. Les prises de participations dans ce secteur vont des institutions de microfinance (acquisition d'Uganda Microfinance par Auréos Capital) aux réseaux bancaires les plus sophistiqués<sup>129</sup>* ».

## 2.2. La tontine : un financement local et informel

Raphael Nklakleu définit les tontines comme étant « *des associations rotatives d'épargne et de crédit et plus généralement des associations de personnes qui font des versements réguliers, en nature ou en argent, et dont le total est distribué à tour de*

---

<sup>128</sup> DURRANI, M. USMAN, A. MALIK, M. AHMAD, S. Role of Micro Finance in Reducing Poverty: A Look at Social and Economic Factors. *International Journal Of Business & Social Science*. November 15, 2011; 2(21):138-144.

<sup>129</sup> GEISS, R. HAJDENBERG, J. RENCHON, M. *L'Afrique, terre d'investissement – le private equity en Afrique, réussites et nouveaux défis*. Rapport Capafrique. 2008. 30 p.

*rôle aux membres de l'association<sup>130</sup>* ». Cette définition est issue d'un article de recherche qu'il publie en 2009 sous le titre « *Quand la tontine d'entreprise crée le capital social intra-organisationnel en Afrique : Une étude de cas* ».

Le principe des tontines a été inventé au XVIIème siècle par le banquier italien Tonti. Comme la micro-finance, les tontines sont une source d'inspiration pour le capital investissement dans les pays émergents : ce système de mise en commun et de mutualisation offre en effet un ciment communautaire qui évoque les vertus des *clusters* (ou grappes d'entreprises) théorisés par Michael Porter dans son ouvrage « *Competitive Advantage of Nations*<sup>131</sup> ». Ces solutions révèlent l'imbrication du financement et des relations personnelles, familiales et communautaires au sein des pays émergents. Les tontines sont aussi une galénique possible pour le capital investissement, qui pourrait à des stades d'intervention précoce, co-investir aux côtés de ces financement mutualisés dans le but de réduire son propre risque opérationnel.

Dans l'article de recherche cité *supra*, Raphaël Nkakleu décrit la dimension sociale de ces organisations, au-delà du seul financement de projets : « *La proximité, l'équité, la confiance mutuelle entre les membres de la tontine, la réciprocité de l'action, encadrées par des mesures coercitives à l'égard des comportements opportunistes, fondent les échanges entre tontiniers. Dès lors, les tontines africaines jouent un rôle très subtil et très global dans de nombreuses sociétés africaines : à la fois comme moyen d'épargne et de financement de projets, pour pallier les insuffisances des banques, mais aussi et peut-être surtout, en tant que lieu privilégié de création de lien social et de solidarité*

Les tontines bénéficient d'une grande popularité dans de nombreux pays émergents, notamment en Afrique subsaharienne, où elles sont très représentées dans certains

---

<sup>130</sup> NKAKLEU, Raphaël. Quand la tontine d'entreprise crée le capital social intra-organisationnel en Afrique : Une étude de cas. *Revue Management et Avenir*. Septembre 2009; (27):119-134.

<sup>131</sup> PORTER, Michael. *Competitive Advantage of Nations*, USA: Free Press, 1998 (1ère édition : 1990), 896 p.

villages. En revanche, il ne pourrait s'agir, selon nous, d'un système alternatif au capital investissement dans les pays émergents, en ce qu'il est informel et oppose des difficultés fortes aux tentatives de formalisation. C'est ce qu'illustrent les deux articles de recherche cités aux paragraphes suivants. La force particulière de la tontine passe ainsi par sa dimension sociale. Ce qui soulève le problème de la « *scalabilité* » du modèle (son changement d'échelle), à la différence du capital investissement qui a prouvé sa robustesse en invariance d'échelle : fonds d'essaimage, de capital risque, de PPP<sup>132</sup>, de pension, et jusqu'aux fonds souverains, qui valident ainsi un fonctionnement identique dans ses principes à des échelles diverses.

Le passage de l'informel au formel des tontines est traité dans l'article de recherche « *Repenser la Dialectique Individuel versus Collectif en Management* » rédigé par Bernard Paranque et Bernard Cova, professeurs à l'école Euromed Marseille : « *En Afrique, la ‘tontine’ (c'est-à-dire le financement de projets individuels par la communauté) a un tel succès qu'il est devenu nécessaire de modifier l'organisation. Il s'agit de passer de la cour dans laquelle se rassemblent les membres de la tontine, à une coopérative financière. Le terme de ‘coopérative’ montre bien la volonté de rester ancré sur et dans la communauté, le problème est que la relation sociale change. Elle est intermédiaire tant sur le plan de la fonction financière que sociale. Le bénéficiaire part avec un chèque ce qui change son rapport aux autres et à la crédibilité de l'engagement collectif : quel rapport entre le fait de recevoir d'une personne identifiée des billets de banques, connue, insérée dans un réseau de liens sociaux et culturels, et le fait d'aller à un guichet ‘toucher’ un chèque? Faut-il vouloir modifier le liant (le lien) social pour utiliser les outils dits modernes ? Là encore, l'épaisseur sociale devient déterminante dans le processus de socialisation<sup>133</sup> ».*

---

<sup>132</sup> Partenariat Public-Privé

<sup>133</sup> COVA, B. PARANQUE, B. Repenser la dialectique individuel versus collectif en management. *Papiers de recherche de l'Ecole Euromed Marseille*. France. 2007. 24 p.

De même, l'article de recherche « *Tontine et banque en contexte camerounais* » rédigé par Louis Roger Kemayou, François Guebou Tadjuidje et Marie Sophie Madiba explique : « *De l'informel, l'association rotative d'épargne traditionnelle peut passer au formel et avoir des incidences conflictuelles, comparativement à l'organisation ou le fonctionnement de ces banques traditionnelles. Ceci est souvent inhérent à la culture et, par ricochet, à la perception d'entités ou de personnes par rapport à leur mode d'organisation sur la durée. En effet, deux identités s'affrontent aujourd'hui : les banques et les tontines. Se pose alors la question de la comparaison entre ces deux entités. Au regard de la vitalité des tontines face aux banques (ces dernières ne manquant pas de récupérer les caractéristiques des tontines en vue de précipiter leur déclin), la mort des tontines n'est pas envisagée pour si tôt<sup>134</sup>* ». On mesure ainsi les liens sociaux et locaux de ces organisations, qui semblent devoir demeurer dans la sphère informelle pour conserver leur puissance.

### 2.3. Fertilisations croisées

Au-delà de cette revue de la littérature, nous pouvons mesurer la fertilisation croisée que représentent micro-crédit et tontines entre les pays émergents et les économies développées.

La micro-finance n'est pas un phénomène exclusif aux pays émergents, et en prenant des formes spécifiques, elle complète la chaîne de financement amont des économies avancées - généralement délaissée par les acteurs de référence. Dans un mouvement de fertilisation croisée, la micro-finance, incarnée par le microcrédit que Muhammad Yunus a popularisé il y a près de 20 ans au Bangladesh, a désormais sa place dans le financement des *start-ups* technologiques des économies avancées, en aval des

---

<sup>134</sup> KEMAYOU, L. TADJUIDJE, F. MADIBA, M. Tontine et banque en contexte camerounais. Revue Des

*business angels*. Il en va ainsi de la France, où coexistent le microcrédit social (ou solidaire) pour les ménages à faibles revenus et le microcrédit professionnel, destiné à financer la création ou le rachat d'une petite entreprise.

A l'image du micro-crédit, le fonctionnement des tontines a aussi inspiré des formes de financement originales qui essaient dans les économies développées. Ces financements sont, ici encore, essentiellement fléchés vers les projets innovants et les *start-ups* technologiques. En France, on peut citer le club d'affaires Aggregator<sup>135</sup> qui regroupe environ 300 entrepreneurs de sociétés technologiques, associés les uns à tous les autres, au travers d'un fonds mutualisé dans lequel chacun a abondé une quote-part du capital qu'il détient personnellement dans son entreprise, en contrepartie de la souscription au fonds pour le montant apporté. La liquidité est rotative (lors des cessions des sociétés détenues), et la dimension sociale de la tontine se retrouve dans l'effet de communauté, de réseau et de mise en relation. Un autre exemple de financement de *start-ups* est le système de *crowdfunding* - littéralement, « *financement par la foule* » - qui permet de mutualiser le financement de projets jugés fédérateurs auprès d'une communauté (ici, reliée via Internet). Récemment, ce type de financement distribué a évolué : après s'être exclusivement intéressé à des projets (tels que Mymajorcompany<sup>136</sup> qui finance la production d'albums musicaux), la technique s'élargit désormais au financement d'entreprises à part entière (à l'image de Wiseed<sup>137</sup> qui finance les *start-ups*).

---

Sciences De Gestion. Mai 2011; (249/250):163-170

<sup>135</sup> [www.aggregator.net](http://www.aggregator.net)

<sup>136</sup> [www.mymajorcompany.com](http://www.mymajorcompany.com)

<sup>137</sup> [www.wiseed.fr](http://www.wiseed.fr)

## **II. Les fondamentaux du capital investissement dans les pays émergents**

### **1. Les vertus**

Aux États-Unis et en Europe, des recherches convergentes montrent une forte corrélation entre le capital investissement, le développement macro-économique, la diffusion de l'innovation, l'amélioration des performances économiques des entreprises et la création d'emplois. En la matière, l'étude du Professeur Stromberg de la Stockholm School of Economics menée en 2009 sous le titre « *The economic and social impact of private equity in Europe: summary of research findings*<sup>138</sup> » offre un double avantage : une large base académique de près de 200 articles de recherche, et un ancrage professionnel conféré par l'édition de l'étude en partenariat avec l'EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association).

Appliqué aux pays émergents, le capital investissement retient l'attention et le soutien des grands organismes multilatéraux, par analogie avec la dynamique observée dans les économies avancées. IFC-World Bank énumère ainsi, dès 2003, les apports attendus du capital investissement à destination des pays émergents, en se fondant sur les retours d'expérience d'Europe et des États-Unis. Sa présentation intitulée « *Sustainable Growth and Development through Private Equity Funds*<sup>139</sup> » présente ainsi une série d'arguments, parmi lesquels : un impact positif sur la création d'emplois, une amélioration de la gouvernance des entreprises non-cotées, une accélération de leur croissance et un accroissement de leur productivité.

---

<sup>138</sup> STROMBERG, Per. *The economic and social impact of private equity in Europe: summary of research findings*. Stockholm : SIFR (Stockholm Institute for Financial Research) en partenariat avec l'EVCA, Juin 2009, 24 p.

Dans l'article de recherche « *Private Equity Finance as a Growth Engine: What It Means for Emerging Markets*<sup>140</sup> » publié en 2006, Florence Eid, Senior Economist chez JP Morgan pour la région MENA (Middle East North Africa), confirme par les faits l'impact positif du capital investissement dans les pays émergents. Elle se fonde sur le cas du fonds d'investissement Tuninvest, actif au Maghreb : ses sociétés en portefeuille ont vu leur effectif croître de +17% par an en moyenne sur la période 1995 à 2002. En comparaison, l'auteur cite une étude de Keller et Nanli<sup>141</sup>, qui chiffre à +3,7% par an le rythme de création d'emplois en Tunisie sur la période 1989 à 1997. Florence Eid précise que le portefeuille de Tuninvest est constitué de sociétés matures dont les évolutions sont comparables aux statistiques nationales : en effet, un portefeuille de *start-ups* aurait donné l'illusion d'une forte croissance des effectifs par un effet de base réduite. Dans cette même étude, un questionnaire a été administré auprès d'une population de 10 fonds d'investissement actifs dans la région MENA. A la question « *pourquoi pensez-vous qu'il est important de développer une industrie du capital investissement ?* », les réponses les plus fréquemment données ont été « *la croissance économique* » et « *l'institutionnalisation de l'entrepreneuriat* » (scores de 7 sur 10). Ces conclusions d'enquête confortent la perception d'un effet positif du capital investissement sur les économies émergentes. Elles placent également le capital investissement au service de l'économie réelle, ce qui correspond à l'approche suivie dans nos travaux. L'article « *Private equity in developing nations*<sup>142</sup> », publié en 2008 par Arindam Banerjee, propose une idée similaire : l'auteur y affirme la primauté de la sphère réelle et le rôle de support de la sphère financière, en considérant que la diffusion du capital investissement dans les pays émergents s'accomplice dans le but d'accompagner le progrès économique.

---

<sup>139</sup> BARGER, T. (IFC) *Sustainable Growth and Development through Private Equity Funds*. USA, Janvier 2003, 25 p.

<sup>140</sup> EID, F. *Private Equity Finance as a Growth Engine: What It Means for Emerging Markets*. *Business Economics*. Juillet 2006, 41(3), 7-22.

<sup>141</sup> KELLER, J. NANLI, M.K. The macroeconomics of labor market outcomes in MENA over the 1990s: how growth has failed to keep pace with a burgeoning labor market, *The Egyptian Center for Economics Studies*. Working Paper 71.

<sup>142</sup> BANERJEE, Arindam. *Private Equity in Developing Nations*. *Journal of Asset Management*, 2008, Volume 9, Numéro 2, 158-170

## 2. Les limites

En contrepoint d'une vision positive et porteuse de croissance pour les pays émergents, certaines recherches présentent une face sombre du métier dans la faible contribution du capital investissement à la sphère réelle. Ce qui surprend dans cette situation est qu'elle peut survenir dans des pays émergents majeurs, où les volumétries du capital investissement sont pourtant significatives. Ainsi en est-il de la Chine, comme l'explique Isabelle Bouillot dans un article de recherche publié en 2011 et sobrement titré « *Le private equity en Chine* ». L'auteur explique que la profession chinoise est très peu diversifiée, si bien qu'elle comble mal le déficit de financement bancaire auquel font face les PME locales : « *Le modèle dominant reste celui d'un investissement minoritaire, souvent passif, pour une sortie en Bourse à un terme rapproché, beaucoup d'opérations qualifiées de pré-IPO (initial public offering) étant conclues alors que le processus de mise en Bourse est déjà initié ou sur le point de l'être. En cas de succès, ces opérations affichent une rentabilité remarquable. Mais outre le fait qu'il comporte des risques non négligeables pour les investisseurs et les entreprises en cas de retournement des marchés financiers, faute de solution alternative, ce modèle limite les avantages que l'économie pourrait tirer d'une activité dotée d'une plus grande profondeur*<sup>143</sup> ».

Au-delà de ces limites économiques, c'est parfois la philosophie-même du capital investissement destiné au pays émergents qui fait l'objet de critiques. Dans son cahier de recherche de 2008 intitulé « *Le Capital Investissement : Source de développement économique ou nouvelle forme de colonialisme ? L'exemple du Maghreb*<sup>144</sup> », Gaëtan Irrmann estime que le capital investissement représente au Maghreb « *un exemple des nouvelles modalités de diffusion d'un capitalisme global et totalisant. Le capital*

---

<sup>143</sup> BOUILLOT I. Le private equity en Chine. *Revue d'Économie Financière*. Juin 2011; 102:117-132.

*investissement ne se contente pas d'injecter des capitaux dans les économies du Maghreb, il y transfuse une bonne dose de capitalisme, facilitant ainsi la polymérisation du système capitaliste* ». Développant un argumentaire à charge, l'auteur ajoute : « *le positionnement géographique et géopolitique du Maghreb dans le système-monde, à l'intersection des sphères d'influence des anciennes puissances coloniales arabes et européennes, en fait un lieu d'affrontement (plus ou moins pacifié et commercial) entre Européens et arabes (du Golfe). Dans ce cas, le capital investissement est une réminiscence des anciennes formes de (néo) colonialisme et d'impérialisme, puisqu'il permet à des pays souverains d'asseoir leur domination et de déplacer dans le monde de la finance des problématiques diplomatiques et géopolitiques* ».

Nous sommes sensibilisés aux interactions riches et multiples de la finance et de la géopolitique dans les pays émergents. Nous sommes également conscients que le capital investissement est d'essence capitaliste, et que sa diffusion au cœur des économies émergentes en transforme la substance. C'est ce que rappelle Arindam Banerjee dans son article « *Private Equity in Developing Nations*<sup>145</sup> » : « *It is not very easy to forget that only two decades back, only one billion of the world's citizens were in capitalist economies. In 2007, only a handful of countries can be described as having centrally planned economies* ». Cependant, nous valorisons plus volontiers les bienfaits qu'un capital investissement responsable et de long terme est susceptible d'offrir localement à l'économie réelle, et *in fine* à ses populations. Nous considérons aussi que l'inefficience propre aux environnements émergents décourage les formes classiques de financement, ce qui est illustré, selon nous, par le faible taux de bancarisation des pays émergents. Une étude publiée par la Banque Européenne d'Investissement en 2010 évalue ainsi à moins de 20% la part des PME des pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée disposant de ressources financières

---

<sup>144</sup> IRRMANN, Gaëtan. *Le Capital-Investissement : Source de développement économique ou nouvelle forme de colonialisme ? L'exemple du Maghreb*. Cahier de recherche, Observatoire du management alternatif, HEC Paris, Septembre 2008, 117 p.

professionnelles<sup>146</sup>, ce qui signifie que 80% de ces PME auraient recours à des ressources issues de la sphère informelle. Cette situation limite la vitesse de déploiement des PME, et encourage la diffusion de certaines mauvaises pratiques de management, telles que le recours exagéré aux comptes courants d'associés au détriment de fonds propres pérennes ; certes, cela protège l'actionnaire familial des risques de dilution capitalistique, mais au détriment de l'entreprise qui en ressort fragilisée.

Parce qu'il améliore les fonds propres des PME, réduit les ressources informelles et diffuse les bonnes pratiques de gouvernance, le capital investissement représente, selon nous, un outil particulièrement adapté à la topographie des pays émergents.

### **3. Les performances**

Le débat qui anime praticiens et chercheurs sur les bienfaits sociétaux du capital investissement dans les pays émergents, semble globalement favorable au métier. Mais la pérennité et le développement du capital investissement dans les pays émergents, à l'instar de toute classe d'actifs, passe par l'engagement croissant de ses souscripteurs : ces derniers, tant publics (organismes bi et multilatéraux) que privés (fonds de fonds ou fonds de pension internationaux, entrepreneurs locaux, banques et assurances), fondant, pour tout ou partie, leurs décisions sur la performance de leur investissement. Les statistiques de performance, bien que lacunaires, représentent dès lors un enjeu incontournable pour l'attractivité du métier.

---

<sup>145</sup> BANERJEE, Arindam. Private Equity in Developing Nations. *Journal of Asset Management*, 2008, Volume 9, Numéro 2, 158-170

<sup>146</sup> CORDET-DUPOUY, Annie. NETTER, Jean-Michel. *Study in Support of the Implementation of the Mediterranean Business Development Initiative (MBDI)*. Luxembourg, Mars 2010, 68 p.

C'est le constat que font, dans leur article de 2008 « *Private Equity Returns in Emerging Markets: The South African Case*<sup>147</sup> », Missankov, Van Dyk, Van Biljon, Hayes et Van Der Veen : les auteurs notent que, malgré l'attrait du capital investissement en Afrique du Sud depuis 2007, seuls de grands investisseurs internationaux ont choisi de s'y exposer. La faible représentation d'institutions locales relève, selon les auteurs, d'une carence dans l'analyse et dans la diffusion des performances réelles, et c'est cette carence que l'article cherche à combler ; pour ce faire, les auteurs ont conduit une analyse comparative de la performance du capital investissement en Afrique du Sud par rapport à la performance d'autres actifs, notamment boursiers. Ils ont analysé un échantillon de 11 fonds d'investissement sur une période de 13 ans qui représentent 87% de l'univers du capital investissement sud-africain accessible aux souscripteurs. La conclusion de leurs travaux apparaît sans appel : sur la période étudiée, la performance brute du capital investissement local a généré un rendement 6 fois supérieur à celui des actifs boursiers locaux. De plus, l'échantillon de référence présente une corrélation très faible avec les autres classes d'actifs qui lui sont comparées, suggérant un gain complémentaire issu de la diversification. Et les auteurs de conclure que les coûts d'accès aux fonds de capital investissement locaux, même significatifs, se trouvent largement compensés par leur surperformance.

Après avoir abordé les vertus, les limites et les performances du capital investissement dans les pays émergents telles que les décrit la littérature, nous traitons dans le chapitre III des problématiques soulevées par une forme de capital investissement qui serait adaptée aux pays émergents.

---

<sup>147</sup> MISSANKOV, Ivan. VAN DYK, Riaan. VAN BILJON, Andrew. HAYES, Mark. VAN DER VEEN, Werner. Private Equity Returns in Emerging Markets: The South African Case. *The Journal of Private Equity*, Automne 2008, 11(4), 42-52

### **III. La problématique d'un capital investissement adapté aux pays émergents**

#### **1. Difficultés d'introduction du capital investissement dans les pays émergents**

Comme nous l'avons évoqué *supra*, Joao Neiva de Figueiredo identifie deux différences principales entre pays développés et émergents du point de vue de l'investisseur en capital dans son article « *Unique characteristics of Cross-Boarder Emerging Market Private Equity: implications for investors and managers*<sup>148</sup> ». La première différence tient à la volatilité des cycles macro-économiques : les pays émergents connaissent des changements de tendance plus fréquents et plus abrupts, combinés à de fortes variations de taux de change. Cette volatilité se concrétise dans la prime de risque qui augmente le coût du capital exigé par les bailleurs de fonds, ce que l'auteur considère comme le principal facteur inhibant de diffusion des opérations à effet de levier (LBO). Elle dégrade également les conditions d'identification des opportunités d'investissements sur la base de leur *business plan*, dont la solidité sera largement éprouvée par le contexte. La seconde différence entre pays développés et émergents réside, selon l'auteur, dans la faible gouvernance des institutions. Ce que Joao Neiva de Figueiredo qualifie de « *faible maturité institutionnelle dans les pays émergents* » entraîne une protection limitée des investisseurs et des incertitudes quant à la force exécutoire des contrats. La gouvernance des entreprises participe de cet environnement inefficient, pour des raisons culturelles : une tradition d'autonomie et de secret au sein des entreprises familiales, le manque d'écoute à l'endroit des investisseurs minoritaires, voire le refus d'ouvrir son capital en dehors d'un cercle resserré. Il en résulte une communication relativement opaque entre dirigeants et

---

<sup>148</sup> FIGUEIREDO (DE), Joao Neiva. Unique characteristics of Cross-Boarder Emerging Market Private Equity: implications for investors and managers. *Journal of International Finance and Economics*, 2008, Volume 8, Numéro 3, 42-55

actionnaires, fondée sur des états financiers dont l'image fidèle peut s'avérer discutable.

Cette inefficience creuse l'asymétrie d'information entre le promoteur du projet et l'investisseur (voir Partie I). Le capital investissement peut être considéré comme une réponse à cette asymétrie d'information, en ce qu'il cherche à la réduire par le recours à des outils multiples : *due diligences* préalables à l'investissement, mise en place d'un alignement d'intérêt et d'un *reporting* au cours de la période de détention.

Le capital investissement, encouragé par le succès qu'il a rencontré dans les pays développés, cherche sa voie dans les pays émergents. Malgré une diffusion dynamique, son acclimatation aux environnements émergents n'est pas chose aisée. C'est ce que rappellent Roger Leeds et Julie Sunderland dans un article de recherche fondateur publié en 2003 sous le titre « *Private equity in emerging markets*<sup>149</sup> ». Les auteurs y analysent les raisons des faibles performances du capital investissement dans les pays émergents des années 90, alors que le métier était balbutiant. Selon eux, cette contre-performance tiendrait à une application trop rapide des méthodes, et à une mise en pratique du capital investissement dans les pays émergents ne prenant pas en compte les spécificités locales.

L'héritage du capital investissement issu des pays développés se diffuse de façons multiples dans les pays émergents, facilitant la pénétration et l'ancrage de pratiques ensuite adaptées localement : c'est ce que pense déceler Abeer Hassan dans son article « *An Explanatory Study of Private Equity and Venture Capital in an Emerging Economy: Evidence from Egypt*<sup>150</sup> », publié en 2010. Pour l'auteur, l'introduction du capital investissement en Egypte aurait été facilitée par la grande proportion de praticiens égyptiens formés aux Etats-Unis, ou ayant eu une expérience professionnelle initiale dans des pays développés.

---

<sup>149</sup> LEEDS, R. SUNDERLAND, J. Private equity in emerging markets. *Journal of applied corporate finance*. Printemps 2003, 15(4), 8-16

<sup>150</sup> HASSAN, Abeer. An Explanatory Study of Private Equity and Venture Capital in an Emerging Economy: Evidence from Egypt. *The Journal of Private Equity*. Printemps 2010, 13(2), 55-66

La maturité de la gouvernance des pays émergents peut au contraire altérer la diffusion locale du capital investissement. C'est le cas du Brésil, étudié par Leonardo Lima de Ribeiro, Antonio Gledson de Carvalho et Claudio Vilar Furtado dans leur article de recherche « *Private Equity and Venture Capital in an emerging economy: evidence from Brazil*<sup>151</sup> ». Les auteurs développent que le capital investissement au Brésil est dérivé du modèle américain, tout en étant caractérisé par certaines particularités locales : les investissements se font dans des sociétés d'âge et d'industrie hétérogènes, la concentration géographique est forte et les opérations de LBO inexistantes. Une autre particularité brésilienne est le recours généralisé aux procédures d'arbitrage, pour trancher les différends qui peuvent opposer les équipes de gestion aux promoteurs.

Parfois, les spécificités spatiales ouvrent des perspectives inédites au métier, en comparaison des pays développés. C'est le cas du Moyen-Orient, analysé dans l'article de recherche « *The Anatomy of Private Equity investments in the MENA region*<sup>152</sup> » par Jean Abillama, Arya Bolurfrushan et Zaur Mammadov. Les auteurs, supervisés par le Professeur Josh Lerner, y estiment que les opportunités de capital investissement au Moyen-Orient continueront de se développer pour trois raisons. La première tient aux besoins d'accompagnement des transmissions intergénérationnelles d'entreprises : les auteurs estiment que 75% des sociétés de la région sont détenues et gérées par des familles ; et seules 30% des entreprises familiales survivent à la deuxième génération, ce taux passant à 5% à la troisième génération. La deuxième raison est le niveau élevé de fonds régionaux disponibles à l'investissement dans le non-coté, évalué à plus de 35 milliards de dollars US. Enfin, la troisième raison est une montée en puissance des fonds souverains, qui pourraient compenser un futur désengagement de certains investisseurs internationaux, le cas échéant.

---

<sup>151</sup> LIMA RIBEIRO (DE), Leonardo. GLEDSON DE CARVALHO, Antonio. VILAR FURTADO, Claudio. *Private Equity and Venture Capital in an emerging economy: evidence from Brazil*. FGV Business School et Université de São Paulo, 2006, 14 p.

<sup>152</sup> ABILLAMA, Jean. BOLURFRUSHAN Arya. MAMMADOV Zaur. *The Anatomy of Private Equity investments in the MENA region*. Harvard Business School MBA, Class of 2010, Juin 2010, 18 p.

Dans un article intitulé « *International Allocation Determinants of Institutional Investments in Venture Capital and Private Equity Limited Partnerships*<sup>153</sup> » Alexander Peter Groh, Heinrich Liechtenstein et Miguel Canela présentent les conclusions d'une enquête menée auprès d'investisseurs institutionnels actifs en capital investissement : il ressort que la protection des droits de propriété et la gouvernance d'entreprise sont des critères décisifs pour le choix des pays d'investissement. Parmi les critères les plus fréquemment cités figurent le professionnalisme des équipes de gestion et des entrepreneurs locaux, les prévisions de flux d'affaires (*deal flow*) et l'absence de corruption. Si ces résultats sont intuitivement confortés par la pratique, un autre enseignement de l'étude peut surprendre : les auteurs analysent en effet que « *l'argent public n'attire pas l'argent privé* » ce qui signifie que les programmes gouvernementaux de financement n'auraient pas d'effet sur la décision d'investir des souscripteurs privés. A l'occasion de l'étude du cas clinique Beltone MidCap Egypt (Partie III), nous apporterons un témoignage discordant sur ce dernier point de l'étude de Peter Groh : en effet, la décision des institutions publiques (BEI, IFC-World Bank) d'investir dans le fonds égyptien, lorsqu'elle a été rendue publique, a convaincu certains investisseurs privés de rejoindre le projet, malgré leurs réticences d'origine.

Les trois auteurs P. Groh, H. Liechtenstein et M. Canela ont aussi mené en 2008 une recherche spécifique à l'Europe de l'Est, sur la perception du capital investissement par les souscripteurs : « *Limited partners' perceptions of the Central Eastern European Venture Capital and Private Equity Market*<sup>154</sup> ». Les principaux critères de choix des marchés sous-jacents cités par l'enquête ressortent comme étant : la protection des droits de propriété, la qualité des équipes de gestion et le degré de développement des places boursières locales.

---

<sup>153</sup> GROH, Alexander Peter. LIECHTENSTEIN, Heinrich. CANELA, Miguel A. *International Allocation Determinants of Institutional Investments in Venture Capital and Private Equity Limited Partnerships*. IESE Business School – Université de Navarra, Espagne, Working Paper 726. 2009, 41p.

<sup>154</sup> GROH, Alexander Peter. LIECHTENSTEIN, Heinrich. CANELA, Miguel A. *Limited partners' perceptions of the Central Eastern European Venture Capital and Private Equity Market*. IESE Business School – Université de Navarra, Espagne, Janvier 2008, 33 p.

Dans son article de recherche « *Private Equity Finance as a Growth Engine : What It Means for Emerging Markets*<sup>155</sup> » publié en 2006, Florence Eid analyse les résultats d'une enquête réalisée auprès de 10 fonds de capital investissement actifs en région MENA. Elle y pointe certaines des difficultés récurrentes pour l'introduction du capital investissement dans les pays émergents. À la question : « *Quels sont les principaux obstacles que rencontre le capital investissement dans la région MENA ?* », les réponses les plus fréquentes donnent l'absence de marché pour les sorties et une réglementation inadaptée.

Les conséquences de la jeunesse du capital investissement dans les pays émergents sont illustrées par la recherche « *An Explanatory Study of Private Equity and Venture Capital in an Emerging Economy: Evidence from Egypt* » (Hassan, 2010). On y apprend qu'en 2005, seuls 14 fonds d'investissement étaient enregistrés en Egypte auprès de la *Capital Market Authority*. L'auteur rappelle que, lorsque les pays émergents ont commencé à déployer une industrie du capital investissement dans la perspective d'améliorer leur croissance économique, ils ont dû faire face à de nombreux défis tels que la rareté d'entrepreneurs qualifiés et une réglementation inadaptée. En Égypte, une des difficultés révélées par l'enquête est l'incapacité des investisseurs à convaincre l'entreprise de l'alignement de leurs intérêts actionnariaux.

Enfin, à l'occasion de la conférence « *The Private Equity Forum in Paris* » organisée les 3 et 4 mars 2011 par Sciences-Po et HEC, Peter Groh a présenté sa recherche en cours « *The first move disadvantage: the case of emerging market private equity*<sup>156</sup> ». Il y livre des conclusions d'étape négatives sur la classe d'actif : considérant l'inefficience opérationnelle et informationnelle des pays émergents, Peter Groh conclut qu'il serait préférable pour les souscripteurs de différer leurs investissements dans les pays émergents jusqu'à ce que ces derniers atteignent une maturité suffisante. Nous partageons l'analyse de Peter Groh sur les particularités des pays émergents, et

---

<sup>155</sup> EID, F. Private Equity Finance as a Growth Engine: What It Means for Emerging Markets. *Business Economics*, Juillet 2006, 41(3), 7-22

<sup>156</sup> GROH P, PHALIPPOU L. The first move disadvantage: the case of emerging market private equity. In : *The private equity Forum in Paris*, France, 3 et 4 mars 2011. Abstract p. 9-10

les difficultés spécifiques qu'elles impliquent pour le déploiement local du capital investissement. En revanche, nous ne souscrivons pas à ses conclusions : nous pensons qu'un modèle de capital investissement particulier, inspiré du capital risque actif, pourrait permettre un déploiement professionnel et efficace du métier, particulièrement dans des environnements inefficients et turbulents.

À présent que les difficultés d'introduction du capital investissement dans les pays émergents ont été étudiées, nous synthétisons dans le chapitre suivant les recommandations en la matière, telles que formulées par la littérature.

## 2. Recommandations pour un capital investissement adapté aux pays émergents

Ce qui sépare pays émergents et développés est la longueur du chemin des réformes nécessaires à l'éclosion et au déploiement d'une industrie vivace du capital investissement. C'est l'argument que défendent Roger Leeds et Julie Sunderland dans leur article de recherche « *Private equity in emerging markets*<sup>157</sup> ». Les auteurs y considèrent que l'ensemble de la chaîne de financement du capital investissement doit repenser son approche : le fonds de capital investissement, le législateur des pays émergents et les organismes multilatéraux. Nous reprenons ici leurs principales recommandations.

Le premier agent concerné est le fonds de capital investissement : selon les auteurs, il doit être présent localement, rompant avec la pratique d'acteurs basés aux États-Unis ou en Europe et multipliant les déplacements sur le terrain : l'absence de proximité continue avec les entreprises et les écosystèmes financiers locaux représente, selon les auteurs, un dangereux écueil. Ils estiment que les fonds d'investissement doivent

intégrer des équipes d'investisseurs locaux, engagées dans les communautés et familières des usages du monde des affaires. Ces équipes doivent s'impliquer dans le processus de suivi et de création de valeur du portefeuille, étant donnés les besoins élevés en gouvernance et les difficultés d'implémentation d'une stratégie de sortie. Les auteurs considèrent aussi que les équipes de gestion issues de banques d'affaires ne sont pas les mieux adaptées aux enjeux, trop focalisées qu'elles sont sur la réalisation de l'investissement au détriment du suivi à valeur ajoutée des portefeuilles.

Le deuxième agent concerné est le législateur local : ce dernier a, selon les auteurs, un rôle décisif à jouer dans la diffusion efficace et pénétrante du métier : il doit valoriser le rôle de l'investissement comme ferment du secteur privé, en faisant évoluer la réglementation locale. Parmi les grandes thématiques relevées par Roger Leeds et Julie Sunderland figurent la protection du droit des actionnaires, la promotion des standards et des bonnes pratiques comptables, la diffusion des audits financiers indépendants, la responsabilité des conseils d'administration et la taxation allégée des plus-values.

Le troisième agent enfin est le souscripteur public (organisme bi- ou multilatéral) : toujours selon les auteurs de l'étude, il doit assumer pleinement son rôle de catalyseur économique, par la mutualisation du risque auprès des souscripteurs privés, l'accompagnement des gouvernements dans les évolutions réglementaires et le recours aux partenariats public-privé. L'étude considère en effet qu'il revient aux organismes multilatéraux de former les gestionnaires de fonds locaux, pour que les meilleures pratiques percolent à travers les portefeuilles, jusqu'à atteindre le cœur du tissu industriel du pays.

Florence Eid recommande quant à elle la mise en place d'infrastructures appropriées au développement de l'entrepreneuriat et la création de programmes de formation à l'entrepreneuriat (Eid, 2010). Elle estime que le financement n'est pas la difficulté majeure des pays émergents : l'enjeu serait plutôt l'existence et l'efficience des canaux

---

<sup>157</sup> LEEDS, R. SUNDERLAND, J. Private equity in emerging markets. *Journal of applied corporate finance*. Printemps 2003, 15(4), 8-16

de transmission permettant de flécher les fonds disponibles jusqu'aux projets à fort potentiel.

Dans l'article « *Private equity in developing nations* » (Banerjee, 2008), plusieurs réformes économiques sont proposées afin d'augmenter la pénétration du capital investissement dans les pays émergents : la baisse de l'impôt sur les plus-values ; l'allègement des restrictions sur les investissements directs étrangers ; et la protection des droits des actionnaires. L'existence d'une place financière locale liquide ressort aussi comme un enjeu essentiel selon l'auteur : elle permettrait aux fonds d'investissement de déboucler leurs positions et d'animer les bourses de valeurs, à proximité des entreprises qui y sont cotées. Or, dans de nombreux pays émergents où les marchés financiers offrent de faibles volumes, les cotations sont dépayées, ce qui représente un coût d'opportunité pour les économies locales.

Dans l'article « *The Role of Corruption, Culture, and Law in Investment Fund Manager Fees<sup>158</sup>* », S. Johan et D. Najar estiment que l'environnement légal et réglementaire influence les paramètres des fonds de capital investissement, notamment pour ce qui est de la rémunération des équipes de gestion : ainsi, dans un environnement perçu comme protecteur, les honoraires fixes sont abaissés au profit des honoraires liés à la performance. Cela renforce l'alignement d'intérêt entre souscripteurs et gestionnaires, conformément à la théorie des mandats de Michael Jensen (voir *supra<sup>159</sup>*). Cette influence du contexte sur le fonctionnement des fonds d'investissement est également relevée dans l'article de recherche « *An Explanatory Study of Private Equity and Venture Capital in an Emerging Economy: Evidence from Egypt* » (Hassan, 2010) : les relations interpersonnelles seraient d'autant plus fortes

---

<sup>158</sup> JOHAN, S. NAJAR, D. The Role of Corruption, Culture, and Law in Investment Fund Manager Fees. *Journal of Business Ethics*, 2 Septembre 2010, N°95, 147-172

<sup>159</sup> Partie I / Section I.1 / II / 1

que les institutions légales sont jugées inefficientes, dans une dynamique de compensation entre micro et macroéconomie.

Dans l'article de recherche « *Emerging Markets: Net Importers or Exporters of Private Equity Capital?*<sup>160</sup> », Peter Cornelius met en exergue le rôle que peuvent jouer les fonds souverains, qui représentaient 2 000 milliards de dollars US en 2007 selon une étude de Morgan Stanley citée par l'auteur. L'auteur y rappelle que, sur le plan technique, les fonds souverains ont été créés par les gouvernements de nombreux pays émergents pour investir leurs réserves de change avec plus de flexibilité qu'au travers de banques centrales. Et de citer l'investissement de 3 milliards de dollars US par le gouvernement chinois dans le fonds d'investissement Blackstone en 2007, qui donne la mesure des ressources disponibles, capables, selon l'auteur, de soutenir une industrie locale du capital investissement.

Abeer Hassan (Hassan, 2010) relève deux particularités du capital investissement en Égypte, qui pourraient être suivies comme autant de recommandations pour les gestionnaires de fonds des pays émergents : une forte concentration géographique et une approche proactive suivie par les équipes de gestion. La première particularité du capital investissement en Égypte est la concentration géographique, qui concerne les principales villes du pays (le Caire, Alexandrie, et Port-Saïd). Les raisons de ce phénomène sont le besoin d'un relationnel de proximité entre équipes de gestion et entreprises locales, permettant une connaissance mutuelle préalable à tout projet d'investissement. L'optimisation des coûts de recherche de cibles et de suivi de portefeuille passent aussi par la réduction des frais logistiques, et donc par une proximité géographique. La seconde particularité du métier en Égypte est une posture proactive des sociétés de gestion pour identifier les opportunités d'investissement. Ainsi, l'auteur note que les entreprises candidates au financement sont généralement

---

<sup>160</sup> CORNELIUS, Peter. Emerging Markets: Net Importers or Exporters of Private Equity Capital? *The Journal of Private Equity*, Automne 2007, 10 (4), 18-27

passives vis-à-vis du capital investissement, à cause du peu informations disponibles sur les investisseurs et à cause de la mauvaise compréhension du métier par le grand public. Enfin, l'auteur relève l'absence d'une association nationale du capital investissement égyptienne, situation révolue depuis la publication de l'article en 2010, puisque cette association professionnelle a été constituée en 2011, notamment à l'initiative du fonds Beltone MidCap Egypt, objet de notre cas clinique longitudinal.

La présente revue de la littérature sur le capital investissement dans les pays émergents nous a permis de circonscrire les principaux enjeux de la recherche. Mais la jeunesse de la recherche en la matière, directement liée à celle de la profession elle-même, réduit le patrimoine des connaissances accumulées, limité en comparaison d'autres champs de la finance ou de l'entrepreneuriat. C'est pourquoi, nous aborderons dans la suite de nos travaux une approche fondée sur le retour d'expérience de terrain : suivant une approche abductive, nous analyserons un cas clinique réel grâce à la grille de lecture théorique de Timmons, que nous considérons pertinente. La perspective de ces travaux étant d'obtenir des enseignements de portée plus générale, qui nous éclaireront sur la construction d'un modèle de capital investissement adapté aux pays émergents. Cette approche méthodologique est décrite dans la section II.3 qui suit.

## Section II.3 - Méthodologie

Dans cette Section II.3, nous présentons la méthodologie retenue.

Nous retenons une méthodologie fondée sur l'abduction et l'analogie. La méthode abductive appartient à la logique inductive, qui étudie un phénomène singulier pour en induire des règles de portée plus générale. Nous retenons cette approche, car nous considérons qu'une démarche hypothético-déductive est ici inapplicable, du fait de la jeunesse du métier, de la limitation du *corpus* de recherche, et de la difficulté à obtenir des informations fiables à cause de l'opacité de notre objet de recherche (PME, pays émergents, et capital investissement). La méthode analogique, quant à elle, se fonde sur des rapports de similitudes entre des objets différents, révélant des correspondances inédites entre capital risque technologique et capital investissement dans les pays émergents, ce qui permet d'étayer notre hypothèse de recherche.

Le modèle de Timmons, qui a été préféré aux modèles alternatifs de Moore et de Porter, est ensuite présenté. Il décrit l'entreprise comme un ensemble de 3 pôles d'ancrage : l'opportunité de marché, l'équipe et les ressources financières. Le *business plan* constitue la plateforme d'équilibrage des 3 pôles, dont l'harmonie est un indicateur avancé du succès de l'entreprise. Ce modèle théorique, initialement conçu pour des *start-ups* technologiques, sera ici appliqué aux fonds d'investissement finançant des PME des pays émergents. Cette transposition illustre la porosité des deux univers - haute technologie et pays en voie de développement - que tout semble opposer. Pratiquement, l'étude menée bénéficiera de l'intermédiation de la grille de lecture de Timmons entre l'*acteur-observateur* et la chose observée, ce qui améliorera l'impartialité des observations.

Cette Section II.3 clôt la Partie II. La prochaine Partie III traitera du cas clinique.

La Section III.1 suivante présentera le cas clinique du fonds Beltone MidCap Egypt, ainsi que le modèle de Timmons que nous retenons pour en faire l'étude.

Dans la présente section II.3, nous abordons la méthode suivie et le modèle utilisé. La méthode (chapitre I) recouvre l'abduction et l'analogie ; quant au modèle théorique, nous retenons celui de Timmons (chapitre II).

## I. La méthode et le choix du modèle théorique

### 1. Méthode abductive

Nos travaux se fondent sur l'analyse d'une expérience vécue, sous la forme d'un cas clinique longitudinal exemplaire. Cette étude clinique a consisté à s'immerger dans l'organisation étudiée pendant une durée longue (quatre ans) pour en tirer des observations approfondies sur son fonctionnement susceptibles de forger des enseignements de portée plus générale. En conséquence, nous avons choisi une approche qualifiée d'abductive, pour répondre aux contraintes du sujet telles qu'une littérature encore jeune et un accès difficile aux informations publiques pertinentes.

Les difficultés de collecte des données en *private equity* ont été explicitées dans l'introduction à l'ouvrage collectif du Cercle des Economistes « *Hedge funds, Private Equity, marchés financiers : les frères ennemis ?<sup>161</sup>* » : « *Il est de notoriété publique que les volumes d'investissement dans le Private Equity ont explosé avant la crise. Pourtant, lorsque l'on cherche à mesurer ce phénomène, on est confronté à des données incomplètes, éparses et hétérogènes. Il faut souligner que la médiocre qualité de ces données n'est pas imputable aux statisticiens qui effectuent un travail de grande qualité eu égard aux données dont ils disposent. Si certaines corrections permettent d'améliorer la comparabilité dans le temps et dans l'espace de ces données, il n'en*

---

<sup>161</sup> JACQUILLAT, B. (ouvrage collectif sous la direction de). Les cahiers du Cercle des Economistes. *Hedge Funds, Private Equity et marchés financiers, les frères ennemis ?* France : PUF, 2007, réédité en 2009, 149 p.

*demeure pas moins qu'il faut accepter d'utiliser des données dont on sait pertinemment qu'elles sont de qualité médiocre. Autrement dit, il faut chercher moins à en tirer des conclusions trop pointues qu'à dégager quelques grandes tendances qui sont suffisamment robustes pour s'accommoder d'intervalles de confiance relativement larges* ». Ces difficultés sont ici exacerbées, parce que nous étudions un capital investissement destiné aux PME des pays émergents où domine l'informel : c'est ce que rappelle IFC-World Bank dans son étude publiée en 2010 « *The SME Banking Knowledge Guide*<sup>162</sup> ». Pour ces raisons, nous retenons une démarche fondée sur l'étude d'un cas réel considéré comme exemplaire en capital investissement dans les pays émergents.

Dans son article de recherche « *Des rapports entre généralisation et actionnabilité : le statut des connaissances dans les études de cas*<sup>163</sup> », Albert David distingue quatre types de cas pouvant être utilisés en recherche. Le premier type de cas est le « *cas illustratif* », qui permet de vérifier qu'une théorie s'applique, sans valeur démonstrative : cette démarche ne produit que rarement des résultats scientifiques. Le deuxième est le « *cas typique* », considéré comme particulièrement représentatif du cas général. Le troisième est le « *cas test* », qui est sélectionné parce qu'il permet d'éprouver des théories préalablement formulées. Enfin, le quatrième type de cas est le « *cas inédit ou exemplaire* », qui permet d'étudier des phénomènes rares, inconnus jusqu'alors ou des situations particulièrement innovantes. Nous considérons notre approche comme relevant de ce quatrième type de cas. La place de la découverte et de l'invention y est plus importante que pour les cas typique et test, qui correspondent quant à eux à des phases de validation de modèles et d'hypothèses.

Dans son ouvrage « *Qu'est-ce que la science?*<sup>164</sup> », Alan Chalmers décrit les trois approches offertes au chercheur : déductive, inductive et abductive. Le raisonnement déductif (ou hypothético-déductif) consiste à élaborer des codes issus de la littérature

---

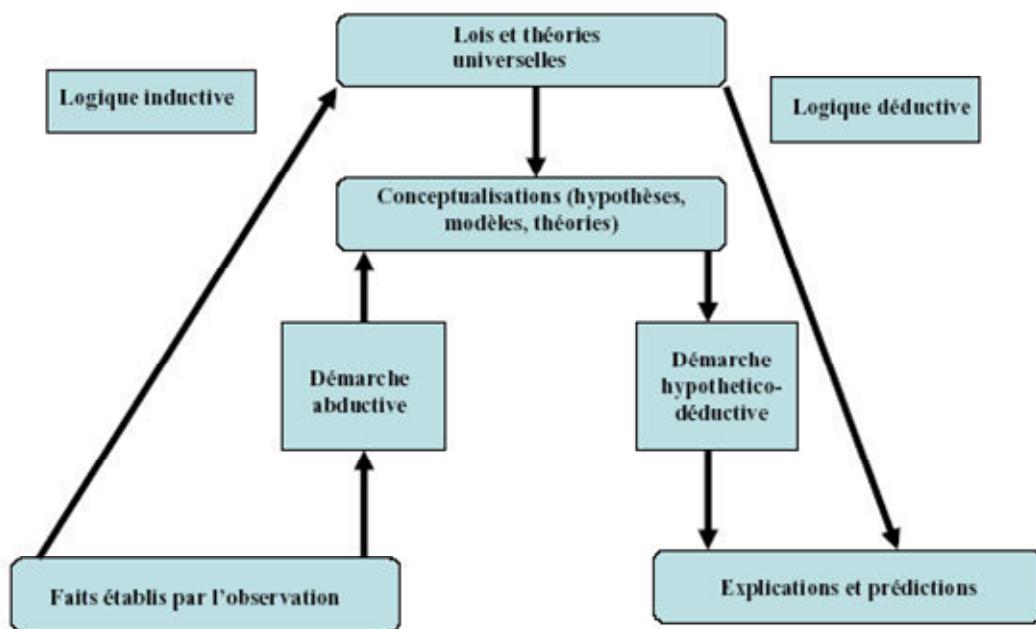
<sup>162</sup> IFC-World Bank. *The SME Banking Knowledge Guide*. USA, 2010.

<sup>163</sup> DAVID, A. Des rapports entre généralisation et actionnabilité : le statut des connaissances dans les études de cas. *Revue Sciences de Gestion*, 2005 (numéro 39) : 139-166

<sup>164</sup> CHALMERS, A. *Qu'est-ce que la science ?* Paris : La Découverte, 1998, 286 p.

et d'un cadre conceptuel donné, pour ensuite y confronter une réalité observée. Le chercheur confirmera ou infirmera par l'étude du réel son hypothèse théorique. Au contraire, l'approche inductive cherchera, à partir de l'observation d'une situation réelle, à reconstituer les lois qui la gouvernent : elle fait émerger de l'observation-terrain, les concepts théoriques qui deviendront des lois. Enfin, l'approche abductive consiste à élaborer une structure sur un système d'observations complexe. Le chercheur ne construit pas de loi universelle, mais suggère des concepts nouveaux valides et robustes, élaborés selon une méthodologie rigoureuse : c'est cette approche abductive que nous retenons ici.

Figure 20. Modes de raisonnement et connaissance scientifique



Source : Chalmers, A. *Qu'est ce que la science?*

Nous ne cherchons pas à découvrir une loi constante, mais plutôt à expliquer un phénomène pouvant tendre ultérieurement vers une règle ou une loi. Les résultats proposés seront donc démonstratifs et pourront être opportunément complétés sur la base d'observations ultérieures. Le Professeur Koenig, dans un article de recherche

intitulé « *Production de la connaissance et constitution des pratiques organisationnelles* », propose la définition suivante de l’abduction : « *L’abduction est l’opération qui, n’appartenant pas à la logique, permet d’échapper à la perception chaotique que l’on a du monde réel par un essai de conjecture sur les relations qu’entretiennent effectivement les choses (...). L’abduction consiste à tirer de l’observation des conjectures qu’il convient ensuite de tester et de discuter*<sup>165</sup> ».

Dans sa démarche, l’approche abductive est proche de la « *théorie enracinée* » développée dans les années 1960 par Barney Glaser et Anselm Strauss, dans leur ouvrage « *Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*<sup>166</sup> ». Mais elle en diffère dans la mesure où elle vise, à travers un modèle théorique, à proposer une lecture structurée d’un phénomène observé dans le temps, contrairement à l’ambition de la « *Grounded theory* » qui est de formuler une théorie nouvelle.

L’approche abductive a été développée avec succès dans une thèse présentée en 2009 par Philippe Silberzahn pour l’obtention du grade de Docteur de l’Ecole Polytechnique : le sujet, « *la détermination par la firme entrepreneuriale de ses produits et marchés : un modèle socio-cognitif*<sup>167</sup> » a été traité sur la base d’un cas clinique longitudinale d’entreprise, vécu par l’auteur en tant qu’« *acteur-observateur* ». Le Professeur Christophe Midler, directeur de cette thèse et le Professeur Alain Bloch, membre de son jury, se sont également impliqués dans les présents travaux avec des fonctions inversées, permettant à nos recherches de bénéficier d’un retour d’expérience valorisant sur ces thèmes.

Dans l’article de recherche « *Creating Products in the Absence of Markets: A Robust Design Approach* » publié en 2008 par Philippe Silberzahn et Christophe Midler, la

---

<sup>165</sup> KOENIG, G. Production de la connaissance et constitution des pratiques organisationnelles. *Revue de l’AGRH*, n° 9, novembre 1993.

<sup>166</sup> GLASER, B.G. STAUSS, A.L. *Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*, Chicago:Adlin, 1967, 267 p.

méthode de recherche est détaillée, qui a permis l’analyse d’un cas clinique longitudinal dans l’environnement technologique. L’approche que nous retenons est similaire. La porosité entre émergence technologique et pays émergents trouve ici une illustration supplémentaire, à travers cette méthodologie, que les auteurs présentent ainsi : « *This study contributes to the integration of concepts and theories by using the extended case method, which aims to integrate and synthesize existing bodies of work. In contrast to the Grounded Theory approach (Glaser and Strauss, 1967), the primary focus of the extended case study is not to build new theory. Rather, its method is to integrate and extend existing theories through an iterative process of traveling back and forth between the data, pertinent literature and emerging theory<sup>168</sup>* ».

En conclusion, l’approche abductive, sur la base d’un cas clinique, est désormais largement diffusée en sciences de gestion, en médecine, et en sciences humaines. Dans ce dernier cas, la masse des données qualitatives étudiée par le chercheur lui impose le recours à des monographies<sup>169</sup>, dont le format s’éloigne du traitement de données quantitatives. Dans le champ des sciences sociales, et notamment celui de la sociologie, le professeur Pierre Bourdieu éclaire l’intérêt scientifique de l’approche par les cas cliniques dans son ouvrage « *Réponses - Pour une anthropologie réflexive* ». Selon le sociologue, il convient d’« *aborder un cas empirique avec l'intention de construire un modèle – qui n'a pas besoin de revêtir une forme mathématique ou formalisée pour être rigoureux – de lier les données pertinentes de telle manière qu'elles fonctionnent comme un programme de recherches posant des questions systématiques, propres à recevoir des réponses systématiques, bref de construire un système cohérent de relations qui doit être mis à l'épreuve en tant que tel*<sup>170</sup> ».

---

<sup>167</sup> SILBERZAHN, Philippe. *La détermination par la firme entrepreneuriale de ses produits et marchés : un modèle socio-cognitif*. Thèse présentée pour obtenir le grade de Docteur, Ecole Polytechnique, Mars 2009, 212 p.

<sup>168</sup> SILBERZAHN, Philippe. MIDLER, Christophe. Creating Products in the Absence of Markets: A Robust Design Approach. *Journal of Manufacturing Technology Management*. 2008, Vol. 19, N° 3, pp. 407-420.

<sup>169</sup> Monographie : Etude complète et détaillée qui se propose d'épuiser un sujet précis et relativement restreint (définition du Petit Robert).

<sup>170</sup> BOURDIEU P. *Réponses: pour une anthropologie réflexive*, Paris : Seuil, 1992, 267 p.

## 2. Méthode analogique

Le raisonnement analogique se fonde sur des « *rappports de similitudes entre des objets différents* » selon la définition du Petit Robert. Cette démarche est parfois utilisée pour fertiliser les connaissances acquises dans deux domaines distincts. S'il faut rester vigilant sur cette « *comparaison qui n'est pas raison* », la démarche permet de révéler des correspondances et des motifs inédits, ce qui condense la courbe d'expérience. Une illustration en est la perméabilité de la théorie financière moderne aux apports issus de champs parfois éloignés, tels que la physique, la mécanique des fluides, la sociologie des masses, l'intelligence collective et la théorie du chaos.

Ainsi, dans le champ des sciences sociales, le sociologue Pierre Bourdieu encourage le recours aux méthodes analogiques, dans son ouvrage « *Réponses : pour une anthropologie réflexive* ». Il y écrit : « *Le mode de pensée relationnel et analogique permet de saisir la particularité à l'intérieur de la généralité et la généralité à l'intérieur de la particularité, en permettant de considérer le cas en tant que cas particulier du possible*<sup>171</sup> ».

En ce qui concerne plus précisément notre sujet de recherche, une analogie est proposée dans l'étude du gestionnaire de fonds Vanguard d'avril 2010 (citée *supra*) et intitulée : « *Investir dans les pays émergents : Quelle importance donner à la croissance économique rapide ?* ». Cette étude met en parallèle les indices boursiers des pays émergents avec des valeurs technologiques de croissance dans les pays développés ; comme l'indique le rapport : « *La comparaison entre les fondamentaux caractérisant les rendements d'un portefeuille de valeurs de croissance et de valeurs de rendement américaines fournit une analogie utile*<sup>172</sup> » (nota : à l'investissement dans les pays émergents).

---

<sup>171</sup> BOURDIEU P. *Réponses: pour une anthropologie réflexive*, Paris : Seuil, 1992, 267 p.

<sup>172</sup> DAVIS, J. H. ALIAGA-DIAZ, R. COLE, W. SHANAHAN, J. (Recherche Vanguard). *Investir dans les pays émergents : Quelle importance donner à la croissance économique rapide ?* USA, Avril 2010.

Une revue de la littérature permet de mesurer l'étendue du recours à l'analogie dans la sphère financière, qui s'exprime à trois niveaux. Le premier niveau est l'analogie entre le capital investissement et la bourse (Jensen, M. 1989 ; Hass, W. Pryor IV, S. 2009 ; Zong, 2005). Le deuxième niveau se trouve concentré à l'intérieur du capital investissement avec une analogie entre segments : les fonds de fonds par rapport aux fonds d'investissement directs (Greenberger, J. 2007) et le capital retourneur par rapport aux autres segments du capital investissement (Midanek, D. 2008). Enfin, un troisième niveau d'analogie aborde la mise en parallèle des segments du capital risque avec le capital investissement dans les pays émergents, ce qui fonde nos propres travaux (Lerner, J. 2006 ; Klonowski, D. Golebiowska-Tataj, D. 2008). Les analyses et conclusions saillantes de ces 3 niveaux d'analogies, issues d'articles de recherche, sont résumées dans les paragraphes qui suivent.

### 2.1. Premier niveau d'analogie : capital investissement *versus* bourse

Le premier niveau est l'analogie entre le capital investissement et la bourse. Il est marqué par l'article de recherche « *Eclipse of the Public Corporation*<sup>173</sup> » où Michael Jensen recommande la diffusion des techniques du capital transmission (LBO majoritaire) aux grands groupes cotés en bourse. Selon lui, la vertu du modèle de LBO est de sensibiliser le *management* des filiales de conglomérats cotés au coût du capital, dimension généralement ignorée dans la prise de décisions stratégiques et opérationnelles. Michael Jensen retient les caractéristiques suivantes comme discriminantes entre fonds de LBO et conglomérat coté : la direction générale des fonds d'investissement est structurée sous la forme d'un *partnership* (structure juridique anglo-saxonne de partenariat), ce qui crée un alignement d'intérêt entre les associés ; la durée de vie de ce *partnership* est limitée dans le temps, ce qui met sous tension les *managers* du fonds et les dirigeants des sociétés en portefeuille, pour

---

<sup>173</sup> JENSEN, M. Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, Septembre 1989, 67(5), 61-74

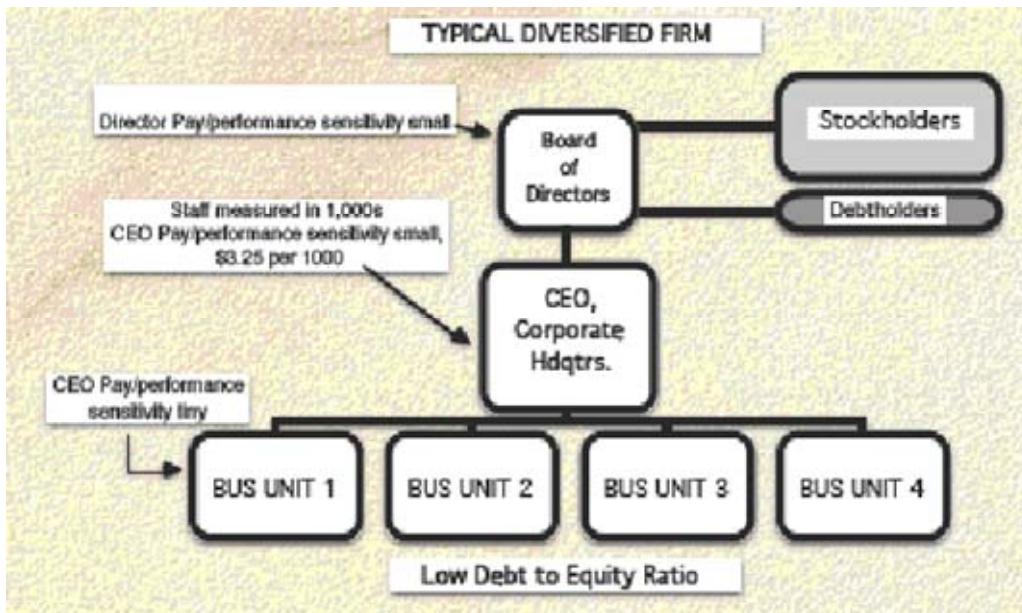
réaliser les meilleures performances sur la durée impartie ; la (bonne) réputation des gestionnaires de fonds est un facteur clé de succès pour la levée des fonds, ce qui les encourage à réaliser des performances élevées dans le temps ; les dirigeants des sociétés sous LBO doivent rendre des comptes réguliers à leur actionnaire majoritaire, qui se comporte comme une autorité supérieure, ce qui n'est pas le cas dans les sociétés cotées en bourse ; la stratégie financière est optimisée par le rattachement granulaire des ressources (dette et fonds propres) aux emplois (société en portefeuille), ce qui permet d'atteindre des ratios de dettes sur fonds propres supérieurs à ceux des conglomérats cotés ; enfin, le contrôle et le suivi de l'endettement jouent un rôle majeur dans la performance du dirigeant de sociétés sous LBO : une mauvaise gestion entraîne potentiellement la mise en défaut de la société, ce qui n'est pas le cas pour les conglomérats cotés, qui bénéficient le plus souvent d'une gestion de trésorerie centralisée, au niveau du *holding* de contrôle.

Les deux schémas ci-après présentent les différences de structures entre conglomérat coté en bourse et société détenue par un fonds de LBO, selon une présentation faite par Michael Jensen près de vingt ans après la publication de son article originel<sup>174</sup>, ce qui en illustre l'actualité.

---

<sup>174</sup> JENSEN, M. The Economic Case For Private Equity, *Harvard Research Paper*. No. 07-02 2007

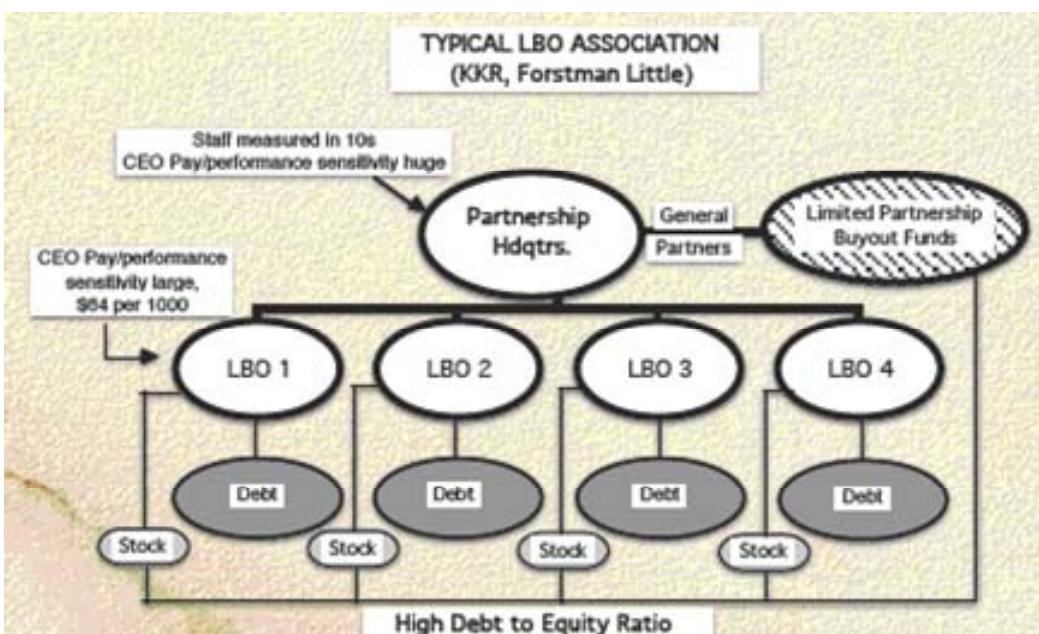
Figure 21. Schéma d'un conglomérat selon Michael Jensen



L'engagement des souscripteurs est considéré par Jensen comme perpétuel

Source : *The Economic Case For Private Equity*, M. Jensen, Harvard Research Paper No. 07-02 2007

Figure 22. Schéma d'un fonds de LBO selon Michael Jensen



L'engagement des souscripteurs est de 7 à 10 ans

Source : *The Economic Case For Private Equity*, M. Jensen, Harvard Research Paper No. 07-02 2007

Dans la lignée de l'article fondateur de Michael Jensen, William Hass et Shepherd Pryor posent très directement la question de la fertilisation des sociétés cotées par le capital investissement dans leur étude « *What Public Companies Can Learn from Private Equity: Pursue the Value Journey*<sup>175</sup> ». Selon les auteurs, l'amélioration de la valeur boursière des sociétés cotées passerait par une appropriation de la posture et des techniques des professionnels du capital investissement : communiquer et travailler sur le thème de la valeur ; mettre en place des mesures de performance et de motivation fondées sur les flux de trésorerie (ce qui permet de dépasser l'indicateur de bénéfice par action, d'intérêt limité car trop faiblement corrélé à la création de valeur) ; publier régulièrement la performance de l'entreprise et de son portefeuille d'activités à destination des marchés, que les résultats soient positifs ou négatifs ; enfin, fixer des objectifs de rendement ambitieux de l'ordre de +20% par an, pour mettre sous tension le *management* de la société cotée.

Enfin, Linda Zong, dans son article de recherche « *Governance Lessons from the Private Equity Industry*<sup>176</sup> », s'inquiète de l'impact de la multiplication des règles de conformité qui touchent les grandes sociétés cotées. Citant les règles Sarbanes-Oxley introduites aux Etats-Unis en 2002, l'auteur met en garde les entreprises cotées contre les réflexes de prudence excessive qui en découleraient. Le risque est de limiter l'agilité, la proactivité et la résilience des sociétés cotées, qualités que Linda Zong associe aux sociétés non cotées.

---

<sup>175</sup> HASS, W. PRYOR IV, S. What Public Companies Can Learn from Private Equity: Pursue the Value Journey. *The Journal of Private Equity*, Eté 2009, 12(3), 20-28

<sup>176</sup> ZONG, L. Governance Lessons from the Private Equity Industry. *The Journal of Private Equity*, Hiver 2005, 9(1), 63-66

## 2.2. Deuxième niveau d'analogie : intra-capital investissement

Le deuxième niveau d'analogie se concentre au sein-même du capital investissement. Ainsi, dans un article de recherche intitulé « *Private Equity Co-Investment Strategies: Issues and Concerns in Structuring Co-Investment Transactions*<sup>177</sup> », James Greenberger invite les gestionnaires de fonds de fonds à s'inspirer des méthodes de gestion des équipes de fonds d'investissement direct. En pratique, l'auteur recommande aux fonds de fonds d'investir aux côtés des fonds d'investissement direct dont ils sont souscripteurs, une telle approche permettant, selon l'auteur, d'acquérir une connaissance plus fine du terrain et de démultiplier la valeur des investissements du fonds de fonds.

La pratique du capital retournement peut aussi être une source d'inspiration pour les autres segments du capital investissement. C'est ce qu'encourage Deborah Hicks Midanek dans son article de recherche « *Cultivating Companies: Growing Value Using Turnaround Management Techniques*<sup>178</sup> », qui propose aux gestionnaires de capital investissement d'occuper eux-mêmes le rôle de *manager* de crise, lorsque leur participation connaît des difficultés. Dans ce cas, et à la différence des consultants extérieurs qui se focalisent sur les écueils, le professionnel du capital investissement pourra améliorer la création de valeur pendant les périodes difficiles, sans être déstabilisé par l'occurrence de crises dans son portefeuille.

---

<sup>177</sup> GREENBERGER, J. Private Equity Co-Investment Strategies: Issues and Concerns in Structuring Co-Investment Transactions. *The Journal of Private Equity*, Automne 2007, 10(4), 54-59

<sup>178</sup> MIDANEK, D. Cultivating Companies : Growing Value Using Turnaround Management Techniques. *The Journal of Private Equity*, Printemps 2008, 11(2), 19-23

2.3. Troisième niveau d'analogie : capital risque dans les pays développés  
*versus* capital développement dans les pays émergents

Le troisième et dernier niveau d'analogie retient tout particulièrement notre attention : il s'agit de rapprocher le capital risque dans les pays développés du capital développement dans les pays émergents. Une telle mise en parallèle, qui fonde nos travaux, est rare en littérature : nous n'avons ainsi identifié que deux contributions en la matière. La première contribution est celle du Professeur Josh Lerner, qui esquisse cette mise en parallèle dans son recueil « *Venture Capital & Private Equity – A casebook* » (3<sup>ème</sup> édition), qui compile les cas pratiques de *private equity* qu'il donne à Harvard. Dans cet ouvrage, cité en introduction de nos travaux, figure une note sur les spécificités du capital investissement dans les pays émergents, qui conclut : « *In the developing world, a venture capital-like style of investment should consequently yield attractive returns*<sup>179</sup> ».

Une seconde contribution, qui rapproche le financement des *start-ups* technologiques et celui des sociétés des pays émergents, situe son champ d'étude en Russie. Dans leur article de recherche « *Using Performance-Based Share-Adjustment Mechanisms or 'Ratchets' in Economies in Transition: Evidence from Russia*<sup>180</sup> », Darek Klonowski et Daria Golebiowska-Tataj proposent de recourir à certains outils du capital risque dans les opérations de capital développement en Russie. Ainsi, en est-il de la technique du « *ratchet* », une clause incontournable dans les pactes d'actionnaires des opérations de capital risque technologique. Cette mécanique consiste à protéger l'investisseur professionnel des effets d'une baisse de valorisation du tour de financement subséquent : en cas de baisse, son prix de revient est minoré *ex-post* pour s'aligner sur

---

<sup>179</sup> LERNER, J. FELDA, H. ANN, L. *Venture Capital and Private Equity – A casebook (3rd edition)*, New Jersey, USA : John Wiley and Sons, 2005, 570 p.

<sup>180</sup> KLONOWSKI, D. GOLEBIOWSKA-TATAJ, D. Using Performance-Based Share-Adjustment Mechanisms or "Ratchets" in Economies in Transition: Evidence from Russia. *The Journal of Private Equity*, Automne 2008, 11(4), 53-62

les conditions du nouveau tour (par transfert d'actions gratuites) ; à l'inverse, en cas de hausse de la valorisation au tour suivant, la clause est inopérante.

Cette clause, créée par le capital risque pour minimiser l'effet de la volatilité des évaluations, se voit offrir ici un champ d'application inédit au sein des sociétés matures d'un grand pays émergent. L'article étudie la société Bridgetown Foods, présentée comme l'un des principaux fabricants de crème glacée en Russie. Son chiffre d'affaires est supérieur à 50 millions de dollars US et son résultat d'exploitation s'élève à +17 millions de dollars US en 2000, ce qui positionne cette entreprise très loin des cibles habituelles du capital risque. Conscients de ce décalage, les auteurs justifient leur rapprochement par l'existence de caractéristiques communes aux sociétés matures en Russie et aux *start-ups* des pays développés : l'absence de *business plan*, des équipes de direction incomplètes en marketing et en finance, et les difficultés à créer un alignement d'intérêt entre la direction de l'entreprise et son actionnaire financier. Sur ce dernier sujet, les auteurs estiment que, si le capital investisseur russe recherche avant tout l'augmentation du chiffre d'affaires et de la profitabilité des sociétés qu'il finance, de nombreux entrepreneurs locaux considèrent au contraire le monde des affaires comme un style de vie, ne nécessitant pas de porter une attention particulière aux indicateurs de performance - et *a fortiori* d'avoir à en gérer la montée en puissance en termes de création de valeur.

### **3. Le choix du modèle théorique de Timmons**

Dans notre démarche abductive, l'objectif est de sélectionner un modèle théorique permettant d'analyser notre cas clinique longitudinal tout en s'interposant entre l'*acteur-chercheur* et la chose étudiée. En première approche, nous retenons 3 modèles théoriques éligibles : le modèle de Geoffrey Moore sur le cycle de vie de l'adoption technologique ; le modèle de Michael Porter sur les 5 forces concurrentielles ; et enfin le modèle de Timmons sur les équilibres entrepreneuriaux.

La sélection parmi ces 3 modèles éligibles s'opère par l'application de 3 critères. Critère 1 : le modèle doit être agnostique, applicable à la fois au monde des *start-ups* technologiques et à celui des pays émergents. Critère 2 : le modèle doit être « *scalable* », applicable en invariance d'échelle tant à l'entreprise sous-jacente qu'au fonds d'investissement qui la détient - ce dernier étant considéré comme une entreprise en soi, et non comme une entité transparente abritant une collection d'entreprises en portefeuille. Critère 3 : le modèle doit être focalisé sur la micro-économie, expliquant de façon immersive les décisions et les arbitrages menés par les équipes dirigeantes (notre expérience ayant été vécue « *de l'intérieur* », le modèle choisi doit en rendre compte de façon précise).

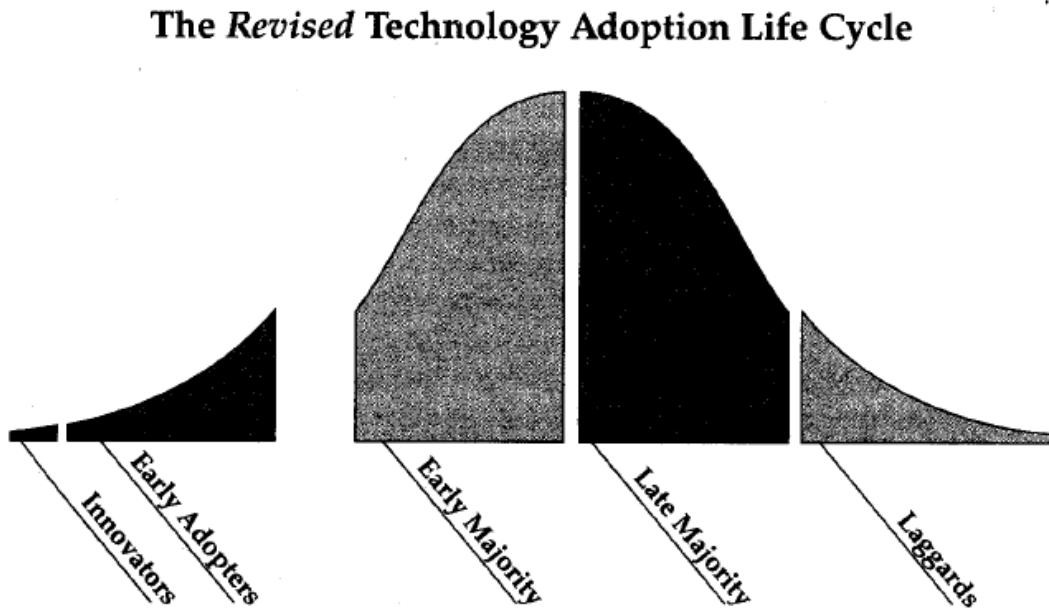
Nous décrivons ici brièvement ces 3 modèles et expliquons le rationnel de notre arbitrage en faveur du modèle de Timmons.

Le premier modèle considéré est le modèle de Geoffrey A. Moore sur le cycle de vie de l'adoption technologique. Geoffrey A. Moore est Directeur Général de la société de conseil *The Chasm Group* basée en Californie et *Venture Partner* du fonds de capital risque Mohr Davidow Ventures. Ses écrits sur la stratégie des *start-ups* de haute technologie font partie des bibliographies obligatoires dans de nombreuses *business schools* dont Stanford, Harvard, et le MIT où il intervient régulièrement. Dans son ouvrage « *Crossing the chasm*<sup>181</sup> » paru en 1991, Moore illustre la difficulté de la conversion et de la massification des « *early adopters* » vers une « *early majority* », qui ouvre la voie aux séries industrielles et à l'autofinancement des *start-ups* technologiques. Cette difficulté est illustrée par le schéma ci-dessous, qui en matérialise le modèle :

---

<sup>181</sup> MOORE, Geoffrey A. *Crossing the Chasm: Marketing and Selling Disruptive Products to Mainstream Customers*. USA : Collins Business Essentials, 2002 (révisé, 1ère édition en 1991), 256 p.

Figure 23. Cycle de vie de l'adoption technologique



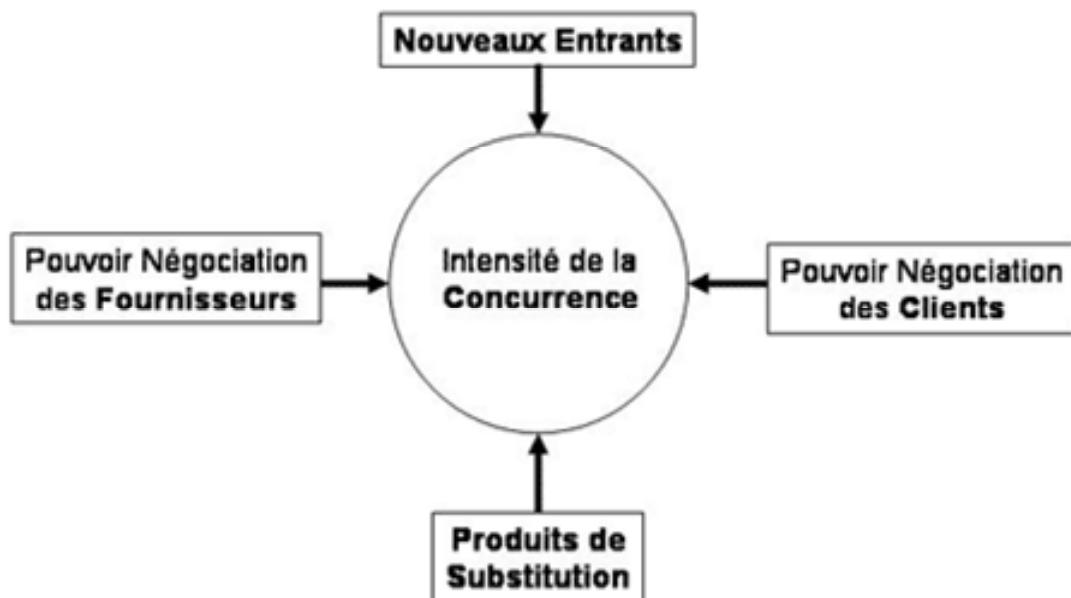
Source : *Crossing the chasm*, Geoffrey A. Moore

Certes, le cycle de vie des produits est susceptible de s'appliquer à de nombreux agents économiques, à la fois au-delà du monde de la technologie (critère 1) et en invariance d'échelle (critère 2) : *modulo* des aménagements limités, il est ainsi envisageable d'expliquer une partie de la montée en puissance, de la maturité et du déclin des entreprises, de leurs produits et même des nations elles-mêmes. Cependant, la dimension temporelle structurante de ce modèle empêche une acuité des décisions et des arbitrages internes à l'entreprise. Ce critère 3, que nous considérons insatisfait, nous engage à ne pas retenir le modèle de Moore pour notre étude du cas clinique longitudinal.

Le deuxième modèle considéré est le modèle de Michael Porter sur les 5 forces qui structurent une industrie. Michael Porter est professeur de stratégie d'entreprise à l'Université de Harvard, professeur honoraire dans de nombreuses universités (dont l'Université de Leipzig) et spécialiste mondial de l'économie du développement. Son

modèle, développé dans l'ouvrage paru en 1985 « *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*<sup>182</sup> », identifie 5 forces qui déterminent la structure concurrentielle d'une industrie de biens ou de services : (i) le pouvoir de négociation des clients ; (ii) le pouvoir de négociation des fournisseurs ; (iii) la menace des produits de substitution ; (iv) la menace d'entrants potentiels sur le marché ; et enfin (v) l'intensité de la rivalité entre les concurrents. L'analyse de la dynamique et de l'intensité de ces 5 forces permet d'identifier les facteurs clés de succès de l'industrie, c'est-à-dire les éléments stratégiques qu'il convient de maîtriser pour éviter que le profit ne soit capté par les 5 forces au détriment des firmes en présence. C'est la maîtrise de ces facteurs clés de succès qui permet aux entreprises de dégager un avantage concurrentiel. Le schéma des 5 forces est le suivant :

Figure 24. Les 5 forces de Porter



Source : *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, Michael Porter

<sup>182</sup> PORTER, Michael. *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, USA: Free Press, 1998 (1ère édition : 1985), 592 p.

Sélectionner le modèle des 5 forces de Porter semble une piste pertinente au vu de notre thème de recherche : en effet, l'œuvre de Michael Porter est marquée par l'affirmation des deux premiers critères de choix que nous nous sommes fixés, dans la mesure où ses travaux déclinent l'avantage concurrentiel, au niveau des firmes (« *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance* ») et au niveau des nations (« *Competitive Advantage of Nations*<sup>183</sup> »). En outre, parmi de nombreux points de focalisation, ces deux ouvrages traitent des sociétés innovantes et des pays émergents. En revanche, le critère 3 nous apparaît, ici encore, trop faiblement représenté : les conditions extérieures (les 5 forces) qui caractérisent l'entreprise et sa performance, réduisent à la portion congrue la dynamique propre à l'entreprise et à l'entrepreneur, rendant cette grille de lecture impropre à une analyse immersive de l'entreprise objet du cas clinique longitudinal. En conséquence, nous choisissons de ne pas retenir le modèle des 5 forces de Porter dans nos travaux.

Enfin, le 3<sup>ème</sup> modèle considéré est le modèle de Jeffrey Timmons sur l'équilibre entrepreneurial. Jeffrey Timmons, disparu en 2008, a été professeur à l'université de Babson et à Harvard. Il a construit un modèle entrepreneurial destiné aux *start-ups*, décrit et expliqué dans plusieurs de ses ouvrages parmi lesquels « *Business plans that work: A Guide for Small Business*<sup>184</sup> ». Nous retenons le modèle de Timmons dans la mesure où il répond aux 3 critères que nous nous sommes fixés. Nous en détaillons le fonctionnement statique et dynamique dans les chapitres qui suivent.

---

<sup>183</sup> PORTER, Michael. *Competitive Advantage of Nations*, USA: Free Press, 1998 (1ère édition : 1990), 896 p.

<sup>184</sup> TIMMONS, Jeffrey A. ZACHARAKIS, Andrew. SPINELLI, Stephen. *Business plans that work: A Guide for Small Business*. USA : McGraw-Hill, 2004, 193 p.

## **II.** Présentation du modèle de Timmons

### **1.** L'architecture du modèle de Timmons

Selon Jeffrey Timmons, le succès d'une aventure entrepreneuriale est fondé sur l'équilibre entre trois pôles d'ancre : une opportunité de marché, une équipe entrepreneuriale et des ressources financières. Ces trois pôles sont représentés par des cercles que le fondateur de l'entreprise cherche à équilibrer en permanence, à l'image d'un jongleur qui manipulerait des balles. L'originalité de cette approche tient à l'affirmation que le processus entrepreneurial est tout entier dirigé vers une opportunité de marché : à l'inverse de logiques pourtant diffusées parmi les praticiens, Timmons postule que les ressources financières, la stratégie d'entreprise et les équipes sont positionnées et mises en mouvement en fonction de la seule opportunité de marché, telle qu'identifiée et valorisée par le fondateur de l'entreprise.

Dans ce modèle, le *business plan* constitue le langage commun aux trois pôles, permettant la mécanique d'alignement des ressources sur l'opportunité. La forme, la taille et la profondeur de l'opportunité amènent le fondateur à calibrer la forme, la taille et la profondeur des ressources financières et de l'équipe qu'il met en œuvre, comme l'illustre le schéma ci-après.

Figure 25. Le modèle de Timmons



Source : Jeffrey Timmons, 2004

Le modèle de Timmons repose sur trois pôles d’ancrage.

Le premier pôle d’ancrage est l’opportunité de marché. Jeffrey Timmons énumère les paramètres qui en permettent l’évaluation : la dynamique, la taille, la robustesse des marges et des *free cash-flows* ; l’imperfection du marché ; la fréquence des discontinuités ; le manque d’homogénéité dans la qualité des produits et des services existants ; et l’inefficience informationnelle. Selon l’auteur, plus ces paramètres sont élevés, plus grande est l’opportunité de marché. Le modèle conforte ainsi le potentiel des pays émergents en tant qu’opportunité de marché, en ce qu’ils sont principalement caractérisés par leur inefficience.

Le deuxième pôle d’ancrage est constitué de l’équipe entrepreneuriale. Cette équipe est centrale dans toute entreprise, et plus encore dans les projets de *start-ups* où les structures sont réduites et les actifs sous-jacents parfois inexistant. L’équipe doit être motivée, engagée, tolérante au risque et à l’ambiguïté, et faire preuve de créativité.

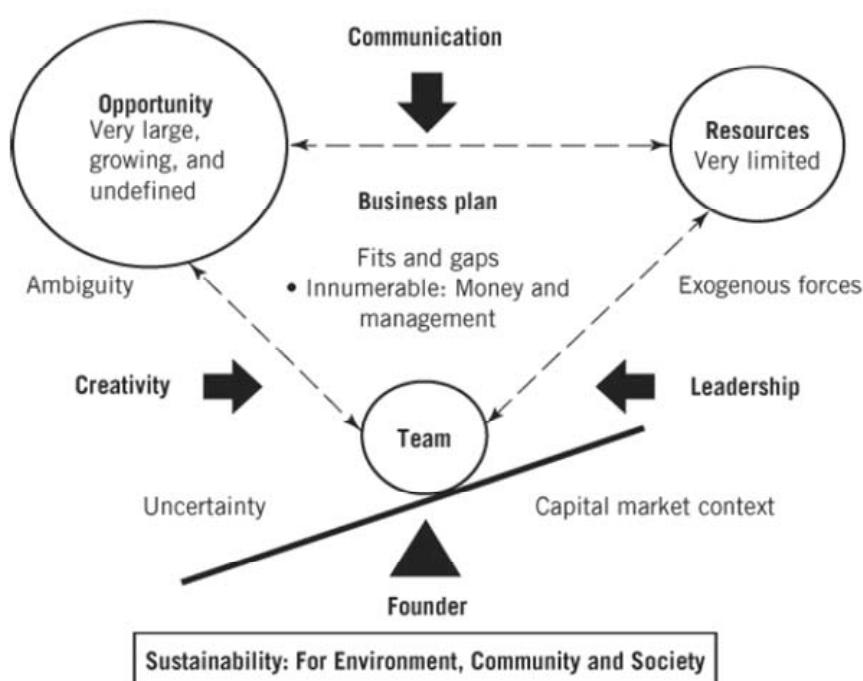
Enfin, le troisième pôle d'ancrage est constitué par les ressources financières. Selon le professeur Timmons, une erreur répandue consiste à raisonner à partir de ces ressources financières, alors que la dynamique est inverse : ce sont les fonds qui décident de s'investir dans certains projets, en fonction de leur potentiel et de la qualité des équipes qui les conduisent. La gestion parcimonieuse des ressources fait partie des qualités du chef d'entreprise et permet de développer un avantage compétitif. Entrepreneurs et investisseurs en capital risque s'accordent sur les risques découlant d'une injection de fonds trop élevée ou arrivant trop tôt dans le développement de l'entreprise. En optimisant l'utilisation des fonds propres, le fondateur contrôle également la dilution du capital, ce qui représente pour lui un enjeu croissant à mesure que se succèdent les tours de financement.

Enfin, le fondateur est le garant de l'équilibre des trois pôles. À ce titre, le professeur Timmons explique que son premier savoir-faire est de conduire une juste évaluation du potentiel de marché, pour jauger le temps et les efforts à y investir. L'auteur précise les qualités du fondateur : il apprend et enseigne rapidement ; il gère l'adversité et développe des qualités de résilience ; il affiche une intégrité et une honnêteté totales ; enfin, il construit une organisation et une culture entrepreneuriale. Selon Timmons, la difficulté du savoir-faire entrepreneurial résiderait dans la nécessaire synthèse entre l'opportunisme et la spontanéité, d'une part ; et la discipline et le processus, d'autre part.

## 2. La dynamique d'équilibre

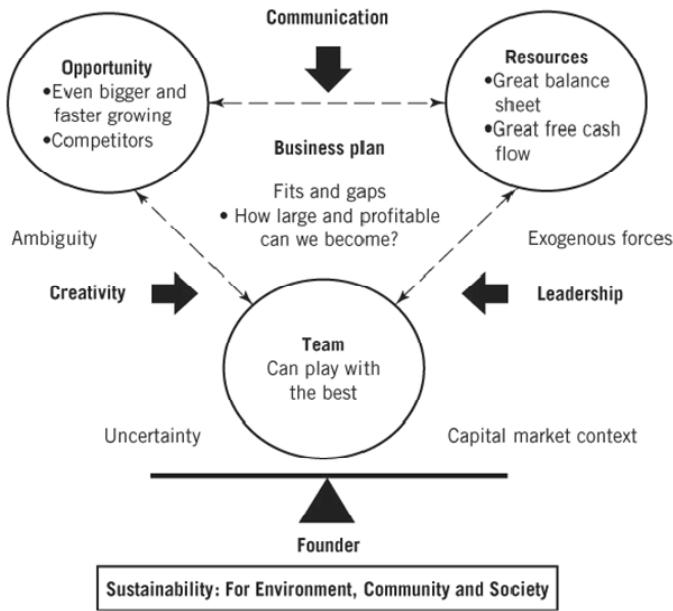
Le modèle de Timmons doit retrouver en permanence son équilibre sous l'impulsion du fondateur, comme le ferait un pendule de Calder. Dans les diagrammes qui suivent, le marché s'étend subitement, faisant apparaître des relais de croissance insoupçonnés : à l'image de l'ouverture du marché de la téléphonie mobile au transfert de données dans les années 2000, alors que la voix représentait à l'époque la quasi-totalité des échanges. Cette situation nouvelle crée un déséquilibre des ressources humaines et financières, qui se trouvent subitement sous-dimensionnées face aux enjeux du marché. Le rôle du fondateur consiste alors à négocier un rééquilibrage entre les trois pôles : il peut le faire en se repositionnant sur un segment de marché plus réduit, se satisfaisant de ressources inchangées. Il peut également choisir de lever davantage de fonds (capital ou dette selon le cas) et de renforcer l'équipe en nombre et en savoir-faire (notamment par des embauches), option illustrée ci-après :

Figure 26. Déséquilibre du modèle de Timmons



Source : Jeffrey Timmons, 2004

Figure 27. Rééquilibrage du modèle de Timmons



Source : Jeffrey Timmons, 2004

### 3. L'application du modèle de Timmons au capital investissement dans les pays émergents

Dans les présents travaux, le modèle de Timmons est détaché de son univers originel des *start-ups*, et appliqué au capital investissement dans les pays émergents. Ce contexte nouveau précise ce que sont les trois pôles d'ancrage : « *l'opportunité* » recouvre les PME des pays émergents ; « *l'équipe* » correspond à la société de gestion du fonds (*GP, General Partner*) ; et les ressources financières sont les souscripteurs du fonds (*LPs, Limited Partners*). Le *business plan* au sens de Timmons permet l'équilibre, la synchronisation et la dynamique des trois pôles. Nous considérons qu'il recouvre alors d'une part, la gouvernance directement issue de la théorie des mandats

de Jensen ; et d'autre part, le cycle opérationnel du capital investissement, constitué de quatre étapes élémentaires : la levée de fonds, l'investissement, le suivi et la sortie. Or, le modèle de Timmons définit les ressources financières comme le troisième des pôles d'ancre, ce qui fait de la levée de fonds originelle un élément constitutif des pôles d'ancre. Aussi, le cycle opérationnel du capital investissement conçu à travers la grille de lecture de Timmons se limite-t-il à l'aval : l'investissement, le suivi et la sortie.

Dans la troisième partie de nos recherches, nous étudions la création du fonds d'investissement Beltone MidCap Egypt à travers la grille de lecture qu'offre le modèle de Timmons. Cette étude clinique longitudinale permettra, à l'issue d'une démarche abductive, de proposer un modèle de capital investissement adapté aux pays émergents et inspiré du capital risque, tel qu'il se pratique de nos jours pour financer les *start-ups* technologiques.

# **PARTIE III – Cas clinique : application du modèle de Timmons au fonds Beltone MidCap Egypt et proposition d'un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents**

## Section III.1 – Présentation du cas clinique, du modèle théorique et de l'hypothèse reformulée

**Dans cette Section III.1, nous présentons le cas clinique longitudinal Beltone MidCap Egypt, le modèle de Timmons qui permet de l'étudier et l'hypothèse de recherche reformulée.**

**Le cas clinique longitudinal traite de la création du fonds Beltone MidCap Egypt entre 2008 (année de lancement) et 2011 (finalisation de la levée de fonds). Au total, 40 millions de dollars US ont été levés sur cette période. Ce cas a été retenu comme exemplaire pour plusieurs raisons : il est le fruit d'un partenariat financier public-privé représentatif des financements dans les pays émergents ; il est un « *Emerging markets - first time team - first time fund* » orienté vers les PME, ce qui en exacerbe les caractéristiques du fait du risque perçu particulièrement élevé ; enfin, il est considéré comme abouti, en ce sens qu'il a franchi avec succès les étapes essentielles du métier : structuration, stratégie d'investissement, constitution des équipes, et réalisation de la levée de fonds.**

**Le modèle de Timmons appliqué au fonds Beltone MidCap Egypt distingue 3 pôles d'ancre : les PME égyptiennes (Pôle 1), l'équipe de gestion (Pôle 2), et les souscripteurs du fonds (Pôle 3). Le *business plan*, qui structure la dynamique des 3 pôles, correspond ici au cycle opérationnel : investissement, suivi et sortie. La relation d'agence, qui unit les souscripteurs et l'équipe de gestion, consolide cet ensemble.**

**A partir de ce cas clinique, nous cherchons à qualifier scientifiquement l'hypothèse de recherche, qui met en parallèle capital investissement dans les pays émergents et capital risque dans les économies avancées. Pour ce faire, nous appliquons la grille de lecture de Timmons (déclinée en 30 critères) aux segments matures du capital investissement (risque, développement et transmission), pour bénéficier de leur expérience accumulée. L'analyse s'avère discriminante, rapprochant le capital investissement dans les pays émergents du capital risque, tout en séparant ces derniers du capital développement et du LBO.**

**La Section III.2 suivante abordera les 3 pôles d'ancre de Beltone MidCap Egypt.**

**Nota Bene**

**Le cas clinique longitudinal Beltone MidCap Egypt correspond à une expérience vécue entre 2008 et 2011. Cependant, nous ne retenons dans nos travaux que les informations publiques, qui sont reproduites en annexes.**

**La méthodologie de recherche utilisée valorise les mécanismes sous-jacents à travers l'acuité du modèle de Timmons, au détriment d'informations contextuelles, ce qui offre une sécurité complémentaire sur la non-divulgation d'informations confidentielles.**

**Enfin, et conformément à la convention utilisée par IFC-World Bank dans sa note publique « *Summary of proposed investment*<sup>185</sup> », nous retenons le terme « *Beltone MidCap Egypt* » comme équivalent à « *Beltone MidCap Fund* ».**

Nous présentons dans la section III.1 le cas clinique du fonds d'investissement Beltone MidCap Egypt (chapitre I), en nous limitant aux seules informations publiques disponibles sur le sujet. Puis nous abordons la façon dont le modèle de Timmons peut être appliqué à ce retour d'expérience terrain (chapitre II). Enfin, nous reformulons l'hypothèse de recherche dans la perspective d'un raisonnement inductif sur un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents (chapitre III).

---

<sup>185</sup> IFC, International Finance Corporation. IFC. *Beltone MidCap Fund. Summary of proposed investment.* Washington DC, USA, 2009. [http://www.ifc.org/ifcext/spiwebsite1.nsf/ProjectDisplay/SPI\\_DP26936](http://www.ifc.org/ifcext/spiwebsite1.nsf/ProjectDisplay/SPI_DP26936)

## I. Présentation du cas clinique Beltone MidCap Egypt

Le cas clinique Beltone MidCap Egypt est abordé ici à travers la macroéconomie régionale euro-méditerranéenne (chapitre 1), puis en présentant les caractéristiques microéconomiques du projet lui-même (chapitre 2).

### 1. La région Euro-Méditerranée

Notre champ d'investigation géographique est la région euro-méditerranéenne, qui rassemble les pays riverains de la Méditerranée. Comme l'explique l'association Euromed Capital Forum dans sa plaquette « *Capital-Investissement et financement des PME dans les pays riverains de la Méditerranée* » d'octobre 2009, la région Euro-Méditerranée représente un ensemble économique significatif de « *plus de 450 millions d'habitants, soit près de 7% de la population mondiale, environ 20% du PIB mondial et 15% des richesses de la planète (...). Sa prospérité et sa stabilité dépendent pour une large part du développement des rives sud et orientale du Bassin Méditerranéen*<sup>186</sup> ».

La carte de la région Euro-Méditerranée, constituée des pays riverains de la Méditerranée, figure ci-après :

---

<sup>186</sup> THOLLY, P. YOUNES, O. Euromed Capital Forum, Capital-Investissement et financement des PME dans les pays riverains de la Méditerranée. *Programme du Forum, 23-24 octobre 2009 Tanger – Maroc.* 4 p.

Figure 28. Carte de la région Euro-Méditerranée

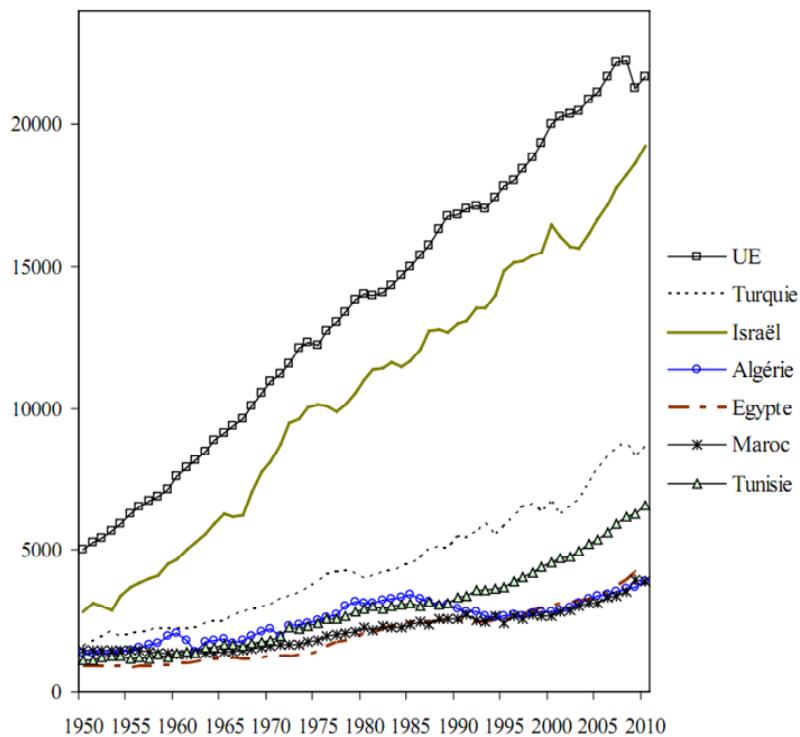


Source : [Worldatlas.com](http://www.worldatlas.com)

La région Euro-Méditerranée offre un environnement de grands contrastes où coexistent des pays développés membres du G7 (France, Italie) et des pays émergents tels que la Tunisie et l'Égypte, où sont nés les Printemps Arabes de 2011. En 2010, le PIB par habitant dans les PSEM<sup>187</sup> hors Turquie était 7 fois inférieur à celui de l'Union Européenne. Ce rapport passant à 3 fois pour la Turquie, et à 1,2 fois pour Israël. Comme l'illustre le schéma ci-après issu du cahier de recherche de Serge Rey de septembre 2011 « *La macroéconomie des PSEM : état des lieux et relations avec l'Union Européenne*<sup>188</sup> », le rattrapage de niveau de vie attendu entre les deux rives de la Méditerranée ne s'est pas encore produit :

<sup>187</sup> PSEM est l'acronyme de « *Pays des Rives Sud et Est de la Méditerranée* », une notion équivalente à l'appellation MENA pour la région « *Middle East North Africa* »

Figure 29. Évolution du PIB par habitant en Méditerranée de 1950 à 2010



Source : Serge REY, 2011

Face aux économies asiatiques ou nord-américaines qui s'appuient sur leur proximité et leur complémentarité pour former des économies intégrées et compétitives, les échanges entre le Nord et le Sud de la région Euro-Méditerranée demeurent faibles. Les acteurs économiques européens ont en effet longtemps considéré le Sud de la Méditerranée comme un débouché étroit pour leurs produits, comme une zone secondaire pour des délocalisations d'activité ou comme un espace limité pour des opportunités d'investissement issues de privatisations. Cependant, les fondamentaux d'une intégration régionale créatrice de valeur sont réunis, comme l'écrivit le Président d'IpeMed, Jean-Louis Guigou, dans l'étude Convergence de 2008 : « *Tout ce qui manque à l'Europe, la jeunesse, le marché, le dynamisme, nous le trouvons à mille kilomètres au sud, et tout ce qui manque au sud, la gouvernance, les progrès*

<sup>188</sup> REY, S. *La macroéconomie des PSEM : état des lieux et relations avec l'Union Européenne*. Centre d'Analyse Théorique et de Traitement des données économiques (CATT-UPPA). Université de Pau, Septembre 2011, CATT WP No.3, 18 p.

*technologiques, l'organisation, on le trouve au nord. (...) Lorsque l'on regarde les grandes régions qui se développent, ce n'est pas l'Amérique qui se développe, c'est l'ensemble des pays, le Canada, l'Amérique, et le Mexique qui ont fait une immense intégration. Lorsqu'on regarde le Japon et la Chine, ce ne sont pas le Japon et la Chine, c'est le Japon, la Chine, le Viêtnam, la Corée, Singapour. Autrement dit les régions qui gagnent, ce sont des régions qui font des blocs, comme des quartiers d'oranges, des blocs nord-sud qui jouent sur la proximité et la complémentarité. Et cette puissance entre des pays développés et des pays en voie de développement donne une dynamique extraordinaire<sup>189</sup> ». L'évolution récente des IDE (Investissements Directs Etrangers) traduit pourtant une augmentation de l'attractivité de la zone Euro-Méditerranée, relativement aux autres régions du globe : l'étude Convergence indique que le poids de la Méditerranée dans les flux d'IDE mondiaux est passé de 1% en 2000 à 4,5% en 2006.*

Le cas clinique longitudinal du fonds Beltone MidCap Egypt s'inscrit dans cette recherche de complémentarité régionale, fondée sur un partenariat Nord-Sud : l'équipe opérationnelle du Caire y est accompagnée dans la gestion du fonds d'investissement par son *alter ego* français.

---

<sup>189</sup> IPEMED. *Projet Convergence*. Paris, Septembre 2008

## 2. Le cas clinique Beltone MidCap Egypt traité par la méthode abductive

### 2.1. Le cas clinique Beltone MidCap Egypt

Le cas clinique étudié ici est la création du fonds de capital investissement Beltone MidCap Egypt sur la période allant de 2008 (année de lancement du projet) à 2011 (finalisation de la levée de fonds). Une levée de fonds de 40 millions de dollars US a conclu cette période de création et de promotion du projet, qui représentait un potentiel de 56 millions de dollars US en considérant l'engagement des souscripteurs conditionné à l'entrée subséquente d'autres actionnaires.

Nous avons choisi d'étudier ce cas clinique pour 3 raisons principales.

La première raison est que Beltone MidCap Egypt est représentatif de l'industrie du capital investissement dans les pays émergents : les fonds ont été levés auprès de souscripteurs de la sphère publique tels qu'IFC-World Bank et la Banque Européenne d'Investissement, ainsi qu'auprès de représentants de la sphère privée parmi lesquels l'Egyptian Development Bank of Export et le Crédit Agricole. Cette mixité des financements publics/privés s'avère conforme aux bonnes pratiques du métier et en marque la singularité.

La deuxième raison est que le fonds Beltone MidCap Egypt est un « *Emerging markets - First time team - First time fund* » orienté vers les PME, ce qui en fait un projet quadruplement risqué dans l'univers du capital investissement : tout d'abord, les pays émergents sont plus risqués que les pays développés ; puis, les nouvelles équipes de gestion sont plus risquées que les équipes expérimentées ; ensuite, un premier millésime de fonds est plus risqué qu'un millésime ultérieur ; enfin, les PME sont plus risquées que d'autres sous-jacents du capital investissement tels que les « *large caps* » (sociétés dont le chiffre d'affaires est supérieur à 500MUSD) ou les infrastructures. Cette quadruple difficulté exacerbe le couple rentabilité/risque du projet, et oblige ses

promoteurs à un effort particulier de pédagogie et de conviction – en comparaison de projets à conformation plus classique.

Enfin, la troisième raison est que le cas Beltone MidCap Egypt peut être considéré comme « *abouti* », en ce sens qu'il a franchi avec succès les étapes essentielles du métier : structuration, définition de la stratégie d'investissement, constitution des équipes de gestion, et réalisation de la levée de fonds. Les événements de 2011, qui ont bouleversé le paysage régional, donnent à ce cas vécu un statut particulier : à notre connaissance, Beltone MidCap Egypt est en effet le dernier des fonds de capital investissement à avoir été levé dans l'Egypte prérévolutionnaire ; et les turbulences qui s'en sont suivies ont pétrifié les initiatives concurrentes.

Ces 3 raisons valorisent à nos yeux le cas clinique étudié : nous considérons Beltone MidCap Egypt comme une « *preuve de concept* », au regard du capital investissement dans les pays émergents, objet de nos recherches.

## 2.2. La méthode abductive appliquée à Beltone MidCap Egypt

Dans son ouvrage traitant de la méthodologie du cas clinique « *Case Study Research Design and Methods*<sup>190</sup> », Robert K. Yin précise les situations dans lesquelles l'étude de cas se révèle adaptée : « *A “how” or “why” question is being asked about ; and a contemporary set of events, over which the investigator has little or no control* ». En l'espèce, le cas clinique Beltone MidCap Egypt rassemble l'ensemble des critères présentés par le Professeur Yin. Le premier critère d'application renvoie à la question « ‘comment’ bâtir un modèle de capital investissement adapté aux pays émergents ? ». Le deuxième critère d'application retient le contexte contemporain, qui est validé par la période étudiée de 2008 à 2011. Enfin, le troisième critère d'application relève l'absence relative de contrôle sur les événements. En tant que Directeur de l'activité « *pays émergents* » d'un fonds de capital investissement français, j'ai été membre à

---

<sup>190</sup> YIN R. K. *Case Study Research Design and Methods - Fourth Edition*. SAGE Publications, Inc 2009, 240 p.

temps partiel de l'équipe de gestion du Caire pendant 4 ans. Certes, ma fonction m'a amené à façonner le mode opératoire et la gouvernance du fonds égyptien, à en définir la stratégie d'investissement et à contribuer à sa promotion auprès de souscripteurs potentiels lors du « *road show* ». Mais ce rôle d'acteur s'est inscrit dans une stratégie dont le cadre était fixé en amont, consistant à créer un fonds de capital investissement en Égypte, en association avec des équipes locales. À ce titre, le troisième critère d'application qui concerne le « *contrôle relatif sur les événements* » nous semble validé.

Dans son article de recherche présenté *supra* « *Des rapports entre généralisation et actionnabilité : le statut des connaissances dans les études de cas*<sup>191</sup> », Albert David distingue quatre types de cas éligibles en recherche : le « *cas illustratif* », le « *cas typique* », le « *cas test* » et le « *cas inédit ou exemplaire* » (phénomènes rares ou situations très innovantes). Dans cette nomenclature, le cas Beltone MidCap Egypt ressort « *inédit ou exemplaire* ». Comme le détaille l'auteur : « *il en est ainsi lorsque l'on s'intéresse à des phénomènes rares, inconnus jusqu'alors ou à des situations particulièrement innovantes. Par exemple, l'observation des premières start-ups, des premières entreprises qui ont mis en place des progiciels de gestion intégrés ou une certification ISO, d'une administration pionnière en matière de modernisation de la relation de service, d'une entreprise qui a su innover sur la longue durée, constituent de tels cas. Dans ce type de recherche, la proposition de concepts nouveaux constitue une part importante des résultats scientifiques* ».

Les données obtenues au cours de l'expérience peuvent être restituées sous des formes diverses. Notre approche dépasse les codes d'une monographie ou d'un journal de bord : il s'agit de proposer une description des événements à travers un cadre conceptuel retenu comme pertinent. Le modèle de Timmons, utilisé dans cette perspective, structure le cas du fonds Beltone MidCap Egypt. Il s'attache davantage aux processus sous-jacents qu'à la narration, et se fixe l'objectif d'en mesurer

---

<sup>191</sup> DAVID, A. Des rapports entre généralisation et actionnabilité : le statut des connaissances dans les études de cas. *Revue Sciences de Gestion*, 2005 (numéro 39) : 139-166

l'universalité. Mon vécu professionnel au sein de l'équipe de gestion en Égypte constitue la principale source de données, utilisée dans nos travaux. La configuration adoptée est celle d'un praticien cherchant à conceptualiser une démarche empirique ; c'est ce que le professeur Schön décrit dans son ouvrage « *The reflective practitioner*<sup>192</sup> », en l'opposant à la posture du chercheur qui interviendrait spécifiquement pour étudier un processus.

Dans cette expérience, je suis intervenu avec le double rôle d'acteur et d'observateur. Cette ambivalence a entraîné avantages et limites. Le premier avantage de l'approche est de permettre un accès pénétrant aux données de l'entreprise, particulièrement utile dans les environnements inefficients, parfois considérés comme impénétrables par l'observateur extérieur. Le second avantage est la connaissance de l'industrie que mon rôle d'acteur m'a conférée. C'est là un avantage saillant, comparé aux travaux préalables nécessaires à un chercheur de posture plus classique, pour s'immerger dans l'univers de recherche qu'il a choisi. Au cas d'espèce, le capital investissement dans les pays émergents n'est que peu couvert par la littérature et les ouvrages de référence, ce qui aurait rendu cette approche plus consommatrice en temps d'acclimatation. En contrepoint, l'approche *d'acteur-observateur* contient ses propres limites, par l'absence de distance avec la chose observée. Cela justifie le recours à un cadre conceptuel qui va s'interposer entre le chercheur et le cas clinique, permettant de structurer et de codifier les événements : c'est ici la fonction du modèle de Timmons.

Sur la période de recherche de 2008 à 2011, la collecte des données a soulevé trois difficultés principales. La première difficulté est venue de la taille réduite de l'organisation étudiée ; en effet, même si le fonds d'investissement a atteint 40 millions de dollars US - ce qui représente une surface financière élevée - l'équipe de gestion qui en a eu la responsabilité était réduite à six membres, conformément au modèle du capital investissement. Cet effectif a limité la production d'un fonds documentaire, exploitable dans le cadre d'une recherche. La deuxième difficulté a découlé du mode de fonctionnement majoritairement informel : peu de notes écrites ont été rédigées sur

---

<sup>192</sup> SCHON D. *The reflective practitioner*. Basic Books: New York, 1983, 375 p.

cette période, parce que le métier d'investisseur, contrairement à celui de consultant ou de banquier d'affaires, valorise la prise de décision parfois au détriment de sa formalisation. Certes, des mémorandums internes ont été produits, mais d'un formalisme limité ; et les réunions de travail physiques ou téléphoniques n'ont pas donné lieu à rédaction systématique de procès-verbaux. Enfin, une troisième difficulté est venue de l'absence de couverture médiatique du cas étudié, à l'exception des deux communiqués de presse qui ont émaillé le lancement puis la finalisation de la levée de fonds.

En regard de ces trois difficultés, trois facteurs ont permis d'améliorer les conditions de collecte d'informations. En premier lieu, l'utilisation fréquente de courriers électroniques entre les membres de l'équipe, probablement accentuée par l'éloignement géographique. En deuxième lieu, la démarche de levée de fonds qui, à travers le « *road show* » et les « *due diligences* », a amené l'équipe de gestion à formaliser des documents de présentation destinés aux souscripteurs potentiels. En troisième lieu enfin, ma prise de conscience de l'originalité du projet dès son lancement, notamment à l'occasion d'échanges avec mes codirecteurs de thèse. Cela m'a entraîné à coucher sur le papier des réflexions personnelles et des enseignements de terrain lors de mes déplacements en Égypte, et ce matériau a nourri les présents travaux. Il a aussi fondé plusieurs formations et conférences que j'ai données sur le capital investissement dans les pays émergents : ainsi, les images, les anecdotes et les modes opératoires sont restés vivaces, y compris pendant la phase de formalisation des recherches.

### 3. L'information publique utilisée pour l'étude du cas clinique

Dans nos travaux sur le cas clinique Beltone MidCap Egypt, nous ne faisons référence qu'à des informations publiques, que nous analysons à travers la méthodologie présentée *supra*.

En tant que principal organisme de financement multilatéral dans le monde, IFC-World Bank a vocation à rendre publiques les opportunités d'investissement qu'elle traite. Beltone MidCap Egypt n'échappe pas à cette règle, et sa description figure effectivement sous le Numéro de Projet 26936 dans le site institutionnel d'IFC-World Bank. Le document y est intitulé « *Beltone MidCap Fund – Summary of proposed investment*<sup>193</sup> » : il annonce la réalisation de l'opération le 29 décembre 2009, pour un investissement maximum de 20 millions de dollars US, en fonction du montant de la levée totale de Beltone MidCap Egypt. Les sources d'information publiques retenues dans nos travaux reprennent, au-delà de cette note technique, le communiqué de presse publié en 2010 sous le titre « *IFC, EIB and EDBE invest in Beltone MidCap Fund*<sup>194</sup> », ainsi que la description du projet faite par l'EMPEA dans son référencement des fonds régionaux.

Les extraits de la note d'IFC-World Bank présentés offrent, au plan de nos recherches, un intérêt triple : premièrement, la note « *Summary of proposed investment* » livre la vision du projet qu'IFC-World Bank a développée en interne, à l'issue d'une instruction de plus de 18 mois. Cette vision bénéficie de l'expérience accumulée par IFC-World Bank en tant que référence mondiale du capital investissement dans les pays émergents ; deuxièmement, cette note présente une vision extérieure au projet, ce qui constitue un garde-fou supplémentaire face aux risques de manque de recul entre l'objet de la recherche et le statut particulier d'*acteur-rechercheur* dans ce cas d'espèce ; troisièmement enfin, cette note constitue une information publique, ce qui est un

---

<sup>193</sup> IFC, International Finance Corporation. IFC. *Beltone MidCap Fund. Summary of proposed investment*.

Washington DC, USA, 2009. [http://www.ifc.org/ifcext/spiwebsite1.nsf/ProjectDisplay/SPI\\_DP26936](http://www.ifc.org/ifcext/spiwebsite1.nsf/ProjectDisplay/SPI_DP26936)

<sup>194</sup> Site Internet de Beltone Financial. [www.beltonefinancial.com/untitled2](http://www.beltonefinancial.com/untitled2)

### **Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents**

avantage considérable dans un univers du capital investissement où la confidentialité grève habituellement les informations, *a fortiori* pour ce qui concerne la création de nouveaux fonds.

La description du fonds Beltone MidCap Egypt est structurée par la note IFC-World Bank autour des cinq thèmes suivants : la structure du fonds, la société de gestion, les souscripteurs, la stratégie d'investissement et l'impact sur l'environnement. Nous développons ces cinq thèmes dans les paragraphes qui suivent.

La structure du fonds est abordée dans la fiche d'IFC : « *Beltone Egypt is a sub-fund of Beltone MidCap Fund, a specialized investment fund (SIF) incorporated in Luxembourg under the form of a limited partnership by shares (SCA) as a société d'investissement à capital variable (SICAV). The fund management team will be based in Cairo, Egypt. The Fund will invest in companies incorporated and operational in Egypt. (...) The Fund is a sub-fund of Beltone MidCap Fund, which also proposes a Beltone GCC Sub-Fund for the Gulf Cooperation Council (GCC) countries under the same umbrella ».* ».

La société de gestion est décrite dans la fiche d'IFC à travers les sponsors opérationnels du projet, qui en assurent l'incubation : « *The Fund will be managed by Beltone Private Equity (BPE) in partnership with SIGEFI Private Equity of Siparex Group in France (Siparex). BPE is the private equity arm of Beltone Financial, a Cairo-based diversified financial services company. Siparex has over thirty years of private equity experience and is one of France's preeminent private equity groups and a leader in the middle market segment* ». Cette combinaison de savoir-faire égyptien et français est également décrite dans le communiqué de presse : « *Beltone and SIGEFI's combined knowledge of the market, industries, financial relations and international contacts, particularly in the Euro-Med region will provide a strong flow of investment into the pipe line for the fund and support the investee companies by adding both regional and international exposure to all of the Fund's investments* ».

Les souscripteurs du fonds sont présentés dans le communiqué de presse, diffusé en 2010 à l'occasion de la réalisation de la première levée de fonds (premier « *closing* »),

### **Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents**

rassemblant les trois souscripteurs d'ancrage que sont IFC-World Bank, la BEI et EDBE ; l'engagement total atteint 43 millions de dollars US en ce comprise une capacité de tirage conditionnée à l'arrivée de nouveaux souscripteurs : « *The International Finance Corporation (IFC) a member of the World Bank Group, the European Investment Bank (EIB) and the Export Development Bank of Egypt (EDBE) are the anchor investors in the Egypt Sub-Fund, committing USD 16.5 million, USD 16.5 million and USD 10 million respectively* ».

La stratégie d'investissement est décrite comme suit par IFC-World Bank : « *Beltone Egypt Sub-Fund (...) will make equity and equity-related investments in companies, including small and medium-sized enterprises (SMEs), in Egypt. The Fund will primarily target companies with a significant export-based growth potential in sectors such as textile, agribusiness, and packaging* ». Le communiqué de presse complète opportunément cette description, en insistant sur l'approche d'actionnaire minoritaire : « *The Beltone MidCap Fund will invest in privately-owned, financially sound, and promising SMEs or potential spinoffs from large companies with growth and export potential. (...) Given the current financial situation, the Fund aims to provide these companies with needed growth capital, operational and strategic experience which is fundamental at their current stage. (...) The fund will invest in significant minority stakes and selected majority stakes in companies with operating history and revenues of USD 5-50 million* ».

Enfin, l'impact du fonds Beltone MidCap Egypt sur l'environnement, mesuré en termes de développement local attendu, est abordé en conclusion de la note d'IFC. Ce dernier paragraphe renvoie aux vertus précédemment développées à l'endroit du capital investissement dans les pays émergents, en les présentant comme autant d'objectifs assignés à l'équipe de gestion du fonds. Ce faisant, il illustre la prégnance des critères ESG pour les fonds de capital investissement dans les pays émergents : « *Project Development Impact: (i) Private sector development: The Fund will add value to its investee companies, by providing managerial and strategic support to improve their competitiveness and sustainability; (ii) Adoption of best practices for corporate governance and environmental standards: The Fund will adopt*

### Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents

*international best practices for environmental and social risk assessment and management, as well as transparency and corporate governance, thus fostering knowledge and skill transfer, and encouraging best practices across the industry; (iii) Support for SMEs: The Fund is expected to allocate a substantial part of its capital for SMEs; (iv) Employment: It will have a positive role on employment at a time when the global economic crisis may hurt development and employment in Egypt ».*

En complément, Beltone MidCap Egypt a été identifié comme l'un des 8 principaux fonds de capital investissement de la région MENA, listés dans le rapport d'activité de l'EMPEA « *Insight : North Africa* », publié en avril 2011 :

Tableau 17. Principaux fonds de capital investissement référencés en région MENA

Fund Manager	Fund Name	Fund Currency	Fund Type	Geographic Focus	Capital Raised in 2010 (US\$m)	Fund Target (US\$m)
KIPCO Opportunity Partners	KIPCO Opportunity Fund	USD	Growth	MENA	N/A	1,000
Al Masah Capital	Al Masah MENA Growth Fund	USD	Growth	MENA	N/A	500
Citadel Capital SAE	Africa Joint Investment Fund / MENA Joint Investment Fund	USD	Buyout	MENA, Sub-Saharan Africa	140	500
Swicorp	Intaj Capital II	USD	Buyout	MENA	100	400
First Eastern Investment Group	First Eastern Dubai Fund	USD	Growth	UAE	N/A	250
Beltone Private Equity	Beltone Midcap Fund	USD	Growth	MENA, Egypt	56	200
EFG-Hermes Private Equity	EFG-Hermes Syrian Private Equity Fund	USD	Growth	Syria	N/A	200
Foursan Group	Foursan Capital Partners I	USD	Growth	MENA	100	200

*Source : EMPEA Annual Fundraising and Investment Review*

À présent que le cas clinique longitudinal Beltone MidCap Egypt a été explicité grâce à l'information publique disponible sur le sujet, nous allons procéder à son analyse à travers le modèle de Timmons. L'objectif de cette démarche est de mesurer si les conditions de succès du projet sont réunies, au sens de Timmons : selon ce modèle, les ressources humaines et financières mises au travail dans toute entreprise doivent être en harmonie avec l'opportunité de marché visée. Les trois pôles d'ancrage présentent alors un équilibre stable, à la fois qualitatif (en nature) et quantitatif (en dimensionnement), ce qui constitue un indicateur avancé du succès entrepreneurial dans le référentiel de Timmons.

## **II. Le modèle de Timmons appliqué à Beltone MidCap Egypt**

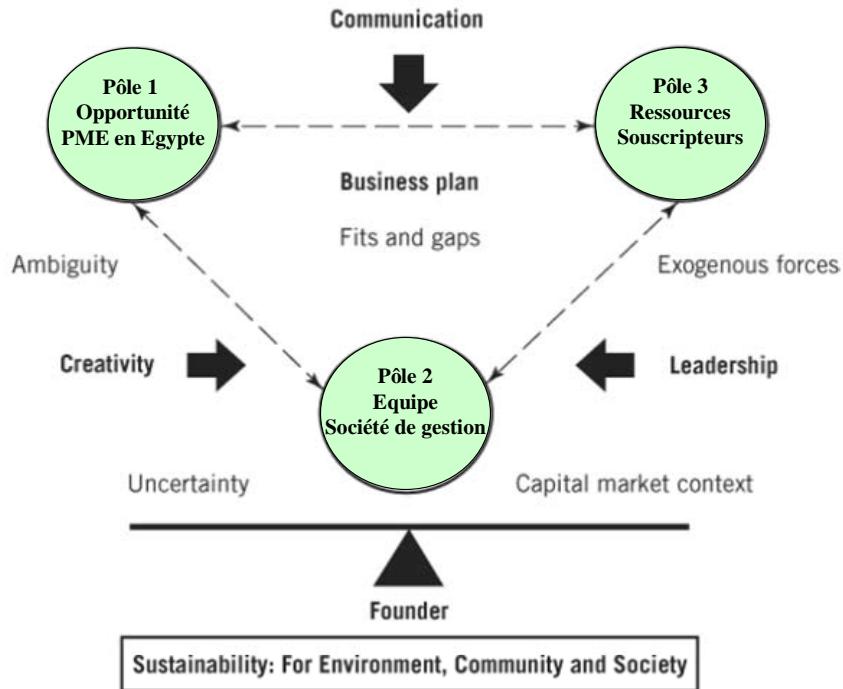
L'application du modèle de Timmons à Beltone MidCap Egypt est abordée à travers la structure des pôles d'ancre (chapitre 1), puis à travers les flux qui les unissent et en permettent la dynamique (chapitres 2 et 3).

### **1. Les trois pôles d'ancre**

Notre démarche de recherche consiste dans l'application de la grille de lecture de Timmons au métier du capital investissement - et plus spécifiquement au cas Beltone MidCap Egypt. L'écosystème du *private equity* place le fonds d'investissement au point de contact de deux cycles qui s'interpénètrent : en amont, les souscripteurs qui confient des fonds et en aval, le cycle opérationnel d'investissement, de suivi et de sortie des PME cibles. Par ailleurs, le cadre conceptuel de Timmons représente l'entreprise comme l'association de trois pôles d'ancre, qui dialoguent *via* la plate-forme du *business plan*. L'enjeu y est, sous l'autorité du fondateur, d'équilibrer ces trois pôles - ce qui conditionne, selon Timmons, le succès de l'entreprise.

Comme nous l'avons évoqué, l'application du modèle de Timmons au cas Beltone MidCap Egypt implique d'établir des correspondances : le « *Pôle 1 - Opportunité de marché* » correspond aux PME-cibles égyptiennes ; le « *Pôle 2 - Equipe entrepreneuriale* » correspond à la société de gestion (*General Partner* ou GP) ; et le « *Pôle 3 - Ressources financières* » correspond aux souscripteurs (*Limited Partners* ou LPs).

Figure 30. Modèle de Timmons appliqué à Beltone MidCap Egypt



Source : Olivier Younès, d'après le modèle de Jeffrey Timmons

## 2. La dynamique des trois pôles d'ancrage

La dynamique des trois pôles d'ancrage de Beltone MidCap Egypt au sens de Timmons est rendue possible par l'effet combiné de deux maillages organisationnels : la relation d'agence et le *business plan*.

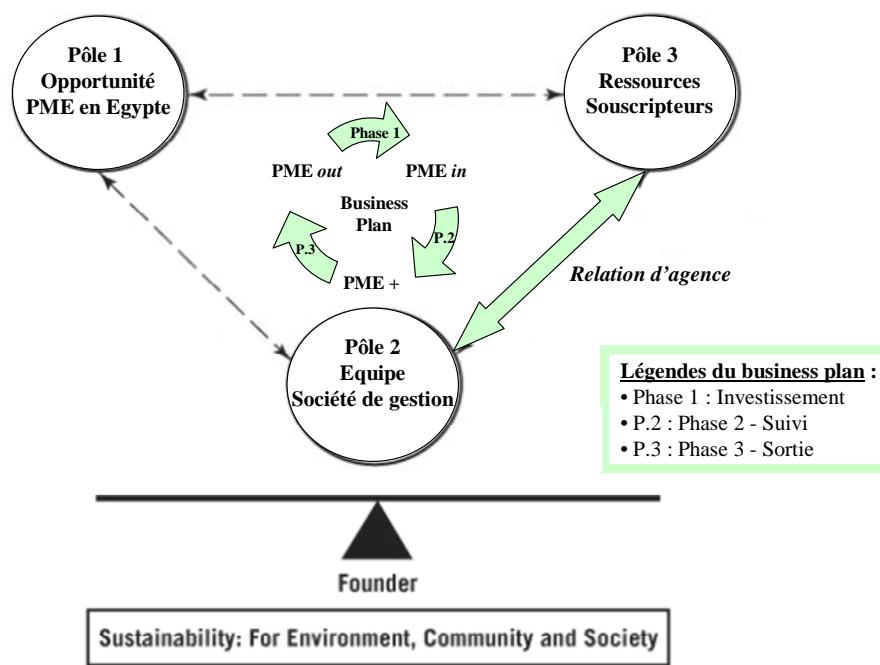
La relation d'agence, abordée *supra*<sup>195</sup>, unit les souscripteurs (Pôle 3) à l'équipe de gestion (Pôle 2) à travers le partage de la valeur et le *reporting*, qui en sont constitutifs.

Le *business plan* au sens de Timmons matérialise, quant à lui, le fonctionnement du fonds d'investissement dans son cycle d'exploitation : il constitue une plate-forme d'échange, de synchronisation, et d'équilibre entre les trois pôles d'ancrage. En ce sens,

<sup>195</sup> Partie I / Section I.1 / II / 2

il complète par l'opérationnel la relation d'agence qui apparaît davantage institutionnelle. Le *business plan* est constitué de trois phases, schématisées dans la figure ci-après à la lumière de l'équilibre de Timmons : la Phase 1 d'investissement, qui se conclut par l'entrée de la PME cible en portefeuille (« PME in » dans le schéma) ; la Phase 2 de suivi, qui consiste à développer et à optimiser la PME en portefeuille (« PME + » dans le schéma) ; enfin la Phase 3 de sortie de la PME du portefeuille (« PME out » dans le schéma). Le double maillage organisationnel apparaît ainsi :

Figure 31. Le double maillage de la relation d'agence et du *business plan*



Source : Olivier Younès, d'après le modèle de Jeffrey Timmons

Nous abordons ici la relation d'agence, qui permet de structurer, dans le temps long, le lien entre les souscripteurs (les mandants) et la société de gestion (le mandataire). Après quoi nous étudierons chacune des trois étapes constitutives du *business plan* : l'investissement, le suivi et la sortie. Ces développements permettront de décrire et d'analyser le retour d'expérience du cas clinique Beltone MidCap Egypt.

### 3. La relation d'agence, gage de l'alignement d'intérêt

#### 3.1. Partage de la valeur

Appliquée aux fonds de capital investissement, la relation d'agence se matérialise par un contrat de gestion entre la société de gestion et les souscripteurs. En pratique, ce contrat de gestion laisse beaucoup de discrétion à la société de gestion pour organiser les investissements, et pose de nombreuses contraintes aux souscripteurs, tenus d'apporter les fonds en ne maîtrisant ni le calendrier des décaissements, ni la sélection des projets. Dans cette perspective, le *reporting*, que nous présentons *infra*, a notamment pour fonction de rétablir l'équilibre entre mandataire et mandant.

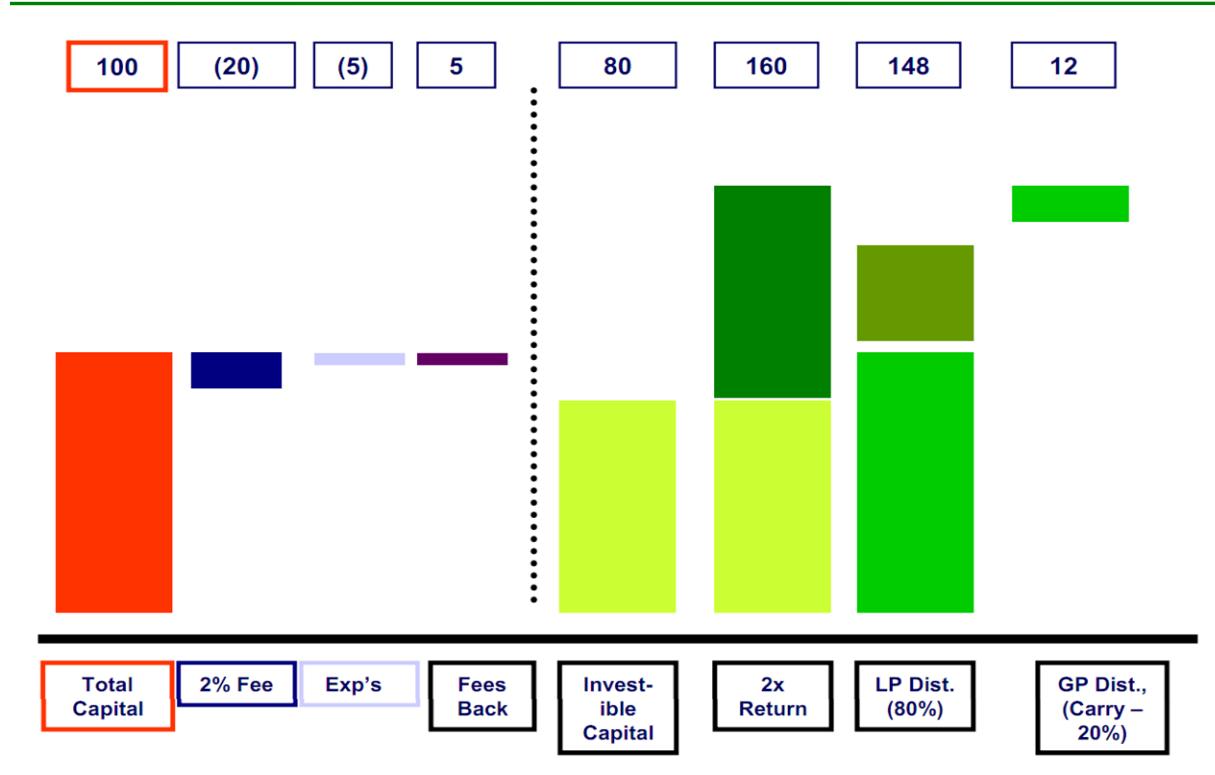
Le schéma habituel de rémunération du gestionnaire combine une fraction fixe et un intéressement au résultat. Le jargon le définit par les trois chiffres : « 2-20-8 ». Le premier chiffre représente la commission de gestion (*management fees*) calculée en pourcentage des fonds sous gestion ; elle s'élève usuellement à 2% par an, voire à 2,5% par an pour les fonds de taille inférieure à 100M€. Le deuxième chiffre est un intéressement au résultat, qui prend la forme d'une option (*carried interest*) de 20 % de la plus-value effectivement dégagée sur le cumul des opérations. Le troisième chiffre enfin correspond au seuil de déclenchement du *carried interest* : ce dernier n'est dû que si la plus-value totale dépasse un taux de rendement annuel garanti aux souscripteurs (*hurdle rate*), généralement compris entre 6 % et 8 % des fonds mis au travail.

Le schéma en cascade ci-après est un exemple de création puis de répartition de valeur dans un fonds de capital investissement. Les hypothèses simplifiées sont : un multiple

### Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents

de performance de 2x et un *carried interest* réparti sur la base 80/20 (par simplification, il n'y a pas de *hurdle rate* dans cette application numérique).

Figure 32. Création et répartition de valeur dans un fonds de capital investissement



Sur la base de 100M€ confiés à l'équipe de gestion, seuls 80M€ sont effectivement mis au travail pendant la vie du fonds : c'est ce que la profession appelle la « *poudre sèche* », dont le montant est ici inférieur de 20% aux fonds confiés. L'attrition de 20% correspond au versement continu d'une commission de gestion au GP, de 2% des fonds gérés par an pendant 10 ans. Avec un multiple de performance de 2x, la plus-value atteint 60M€ (80M€ de poudre sèche + 80M€ de plus value – 100M€ de fonds levés). La répartition de cette plus-value de 60M€ suit les proportions 80/20 : 48M€ retournés aux LPs et 12M€ versés au GP.

### 3.2. *Reporting* et contrôle

*Reporting* et contrôle sont consubstantiels de la relation d'agence. Des outils de contrôle de gestion, de *reporting* et de procédures permettent aux propriétaires LPs de suivre la montée en puissance et les performances des investissements réalisés grâce à leurs souscriptions.

Selon M. Jensen et W. Meckling<sup>196</sup>, la relation d'agence occasionne trois natures de coûts : les coûts de surveillance, les coûts de dédouanement et des coûts résiduels. Les coûts de surveillance sont les frais engagés par le mandant pour s'assurer que le mandataire opère dans le sens de ses intérêts. Les coûts de dédouanement sont les frais engagés par le mandataire, pour justifier de la qualité de son travail et de ses décisions, dans le sens des intérêts de son mandant. Enfin, les coûts résiduels sont des coûts relatifs aux ajustements entre les objectifs du mandant et ceux du mandataire, pour atteindre un équilibre optimal dans la relation.

A l'image du pacte d'actionnaires signé entre le fonds et la PME pour sceller les modalités du partenariat en fonds propres, le règlement intérieur du fonds organise l'information des souscripteurs sous différentes formes : calcul périodique trimestriel ou semestriel de la valeur liquidative des parts du fonds, production de comptes annuels et publication d'un rapport d'activité. Le calcul trimestriel de la valeur liquidative est fondé sur des méthodes précisément décrites dans le règlement. Les chiffres sont accompagnés d'un rapport retraçant l'activité du fonds et de ses participations au cours de la période. Enfin, des réunions de porteurs de parts sont organisées, qui permettent des échanges qualitatifs et continus entre le GP et ses LPs. Cependant, comme l'écrit Xavier Mahieux dans un article de recherche traitant de la relation d'agence et des clauses contractuelles des fonds<sup>197</sup>, les évaluations des parts des fonds sont dépendantes des méthodes d'évaluation appliquées par les gérants de

---

<sup>196</sup> JENSEN, M. MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Finance Economics*, 3-4, 1976, p.305-360.

<sup>197</sup> MAHIEUX X. La gestion déléguée dans les fonds de capital investissement : relation d'agence et clauses contractuelles des fonds. *Revue d'Économie Financière*, Mars 2010; 97:253-274.

fonds : les évaluations divergentes d'une même PME par plusieurs sociétés de gestion, coactionnaires *via* leurs fonds, sont fréquentes. La latitude sur les évaluations de portefeuille peut en effet conduire certains gérants à présenter des valorisations avantageuses, notamment dans la perspective d'une levée de fonds, où l'évaluation des portefeuilles s'avère essentielle.

### 3.3. *L'éclairage de Beltone MidCap Egypt*

Pour Beltone MidCap Egypt, la gouvernance mise en place est *duale* : la gestion opérationnelle appartient à l'équipe égyptienne, accompagnée en cela par l'équipe française qui est notamment garante de l'application des bonnes pratiques internationales. Ce partenariat s'est décliné aux plans opérationnel (phases de terrain) et institutionnel (relations avec les souscripteurs). Au plan opérationnel, j'ai occupé la fonction de membre à temps partiel de l'équipe de gestion. Cette approche, qui a nécessité une immersion totale et une présence régulière en Egypte, a permis un transfert de savoir-faire par l'exemple, de type « *learning by doing* », d'autant plus apprécié que les autres membres de l'équipe de gestion étaient tous égyptiens. Au plan institutionnel, l'équipe française a implémenté un format de *reporting* conforme aux standards internationaux et tenant compte du contexte de gouvernance *duale* Egypte/France. Cela a permis notamment d'accélérer les délais de production de l'information à destination des souscripteurs, tout en réduisant les risques d'incertitudes y afférents.

### **III. Reformulation de l'hypothèse**

#### **1. Approche discriminante des segments matures du capital investissement**

Nos travaux ont permis de qualifier le capital investissement dans les pays émergents à travers deux dimensions : les termes de la question de recherche (Partie I) et une revue de la littérature scientifique (Partie II). Dans cette troisième partie, nous étudions le cas réel du fonds Beltone MidCap Egypt à travers le modèle de Timmons. Cette grille de lecture se focalise sur les fondamentaux du fonds d'investissement constitués de ses trois pôles d'ancrage et de son *business plan*. Pour qualifier précisément les composantes de ce cas clinique, nous déterminons 30 critères sous-jacents, qui seront appliqués aux pôles d'ancrage et au *business plan* de Beltone MidCap Egypt.

A l'issue de l'analyse, nous chercherons à qualifier scientifiquement l'hypothèse de recherche qui tente d'établir un parallèle entre le capital investissement dans les pays émergents et le capital risque. Pour ce faire, nous appliquerons la grille de lecture de Timmons aux segments matures du capital investissement (capital risque, capital développement et capital transmission) pour exprimer les similitudes ou les clivages entre ces pratiques du métier.

Nous focaliserons la plupart de nos développements sur le capital risque, dans la mesure où le capital investissement dans les pays émergents a concentré l'essentiel de nos travaux : pour chacun des 30 critères analysés, le capital risque fera ainsi l'objet d'une revue de la littérature. Les deux termes de l'hypothèse de recherche ainsi étudiés, nous pourrons juger de la distance qui les sépare et, en cas de résultat positif, conclure sur l'hypothèse d'une similitude - désormais qualifiée au plan scientifique.

A ce stade, notre hypothèse de recherche peut se reformuler comme suit.

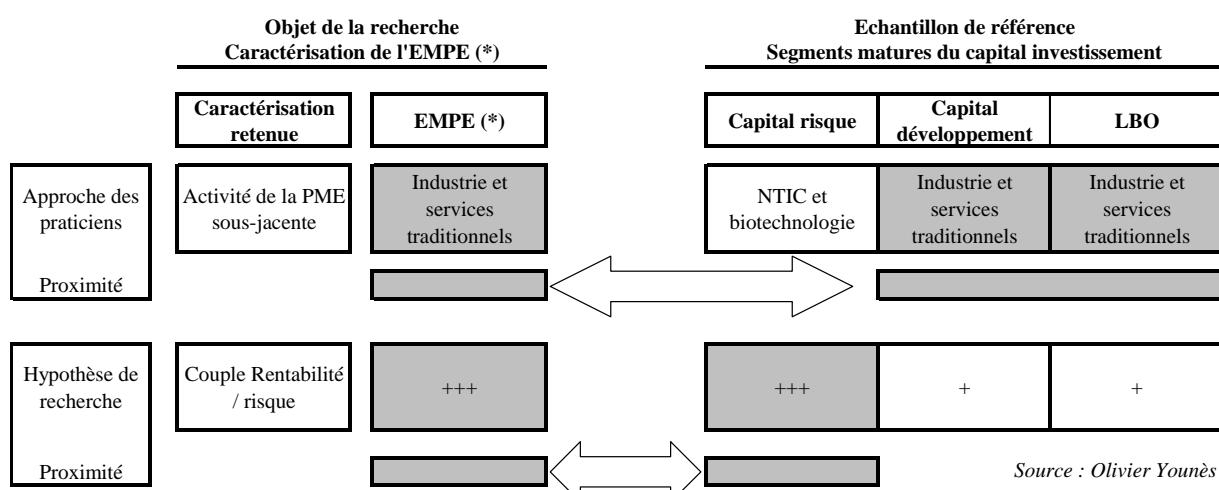
### Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents

L'approche des praticiens du capital investissement aborde les entreprises cibles en se concentrant sur leurs caractéristiques visibles : leur activité (l'industrie sous-jacente) et leur stade de développement (l'étape dans le cycle de vie). Cette approche consacre une analogie forte entre le capital investissement dans les pays émergents et le capital-développement ou le capital transmission dans les économies avancées.

Au contraire, notre hypothèse de recherche retient que la proximité entre le capital investissement dans les pays émergents et les pratiques établies des segments matures du capital investissement doit s'apprécier sur la base du couple rentabilité/risque des actifs financés (les PME). Cette approche établit une correspondance forte entre le capital risque et le capital investissement dans les pays émergents.

Le tableau ci-après met en parallèle l'approche des praticiens (premier cartouche) et notre hypothèse de recherche (second cartouche).

Tableau 18. Reformulation de l'hypothèse de recherche



(\*) EMPE : Emerging Markets Private Equity, Capital investissement dans les pays émergents

## 2. Les spécificités du capital risque en tant que modèle référent

Une définition du capital risque donnée par la littérature retient notre attention, car elle explicite en quelques lignes la substance du métier, tout en le définissant par rapport à la sphère réelle. Cette conception de la sphère financière définie à partir de la sphère réelle est aussi la nôtre. Dans un article publié en 2000 sous le titre « *Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations* », Paul Gompers et Josh Lerner écrivent : « *Entrepreneurs often develop ideas that require substantial capital to implement. Most entrepreneurs do not have sufficient funds to finance these projects themselves and must seek outside financing. Start-up companies that lack substantial tangible assets, expect several years of negative earnings, and have uncertain prospects are unlikely to receive bank loans or other debt financing. Venture capitalists finance these high-risk, potentially high-reward projects, purchasing equity stakes while the firms are still privately held. Venture capitalists have backed many high-technology companies, including Cisco Systems, Genentech, Intel, Microsoft, and Netscape, as well as a substantial number of service firms*<sup>198</sup> ».

Dans un article de 2010 intitulé « *It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital* », Steven Kaplan et Josh Lerner rappellent en quoi consiste le modèle de capital risque, cette fois du point de vue de l'investisseur. Le métier y est décrit comme la solution à un problème saillant dans les économies de marché : la mise en relation entre entrepreneurs et investisseurs. Selon les auteurs, le capital risque recouvre, pour ce faire, 3 activités distinctes et déclinées dans le temps, qu'ils détaillent ainsi : « *First, VCs spend a large amount of time and resources screening and selecting deals. VCs systematically evaluate the attractiveness and risks of the opportunity, considering factors that include market size, strategy, technology, customer adoption, competition, and the quality and experience of the management team. (...) Second, VCs engage in sophisticated contracting and structuring of their*

---

<sup>198</sup> GOMPERS, P. LERNER, J. Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations. *Journal Of Financial Economics*. February 2000; 55(2):281-325.

*investments. (...) The various aspects and provisions of the contracts typically reflect the VC's earlier analysis (during the screening phase) of the attractiveness and risks of the investment. Third, VCs improve the outcomes of and add value to their portfolio companies by monitoring and aiding companies after they invest. Part of the added value comes from providing governance and monitoring. (...) Part of the added value involves assisting the entrepreneur with strategy, hiring other executives, introductions to customers and other partners<sup>199</sup> ».*

Les auteurs, citant l'analyse de M. Sorensen<sup>200</sup>, considèrent que la création de valeur dans le capital risque est équilibrée entre la phase de sélection et celle de la gestion de portefeuille. Ils qualifient aussi le capital risque américain de robuste et de pérenne : « *We see little that makes us believe that the VC model has changed or is broken. As far as we can tell, we are now leaving a period with slightly above average capital and average to slightly below average returns for a period of well below average capital. We would not be surprised to see this followed, perhaps quickly, by a period of above-average returns*. Cette solidité du modèle de capital risque (décrit ici à travers l'exemple américain), renforce le rôle de référent de ce segment de marché mature, par rapport à des formes plus jeunes du métier, et notamment celles dont traitent nos travaux dans les pays émergents.

Nous abordons à présent l'étude de Beltone MidCap Egypt qui nous amène à proposer une généralisation des enseignements de terrain à l'ensemble des pays émergents. Cette analyse se décline à travers la revue détaillée des trois pôles d'ancrage du fonds d'investissement (section III.2) et de son *business plan* (section III.3).

---

<sup>199</sup> KAPLAN, S. LERNER, J. It Ain't Broke : The Past, Present, and Future of Venture Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, Eté 2010, 22(2), 36-47

<sup>200</sup> SORENSEN, M. How Smart is Smart money? An Empirical Two-sided Matching Model of Venture. *Journal of Finance*, 2007, 62, 2725-2762.

## Section III.2-Les trois pôles d'ancrage: tentative de généralisation du cas égyptien aux pays émergents

Dans cette Section III.2, nous traitons des 3 pôles d'ancrage de Beltone MidCap Egypt, puis nous élargissons nos réflexions à l'ensemble des pays émergents. Cela qualifiera les similitudes entre capital investissement dans les pays émergents et capital risque, faisant de ce dernier un référent abordé à travers une revue spécifique de la littérature.

Les PME d'Egypte et des pays émergents (Pôle 1) ressortent ambivalentes (« *duales* ») selon Timmons, à la fois rentables et vulnérables. C'est aussi le cas des *start-ups* technologiques, déficitaires et à croissance rapide. Il convient à présent de qualifier les pôles 2 et 3 : sont-ils de nature *duale*, et donc équilibrés face à l'opportunité de marché ?

Les équipes de gestion de Beltone MidCap Egypt et des fonds des pays émergents (Pôle 2), comme celles des fonds de capital risque, disposent effectivement d'un savoir-faire « *dual* », à la fois en finance et en *business*. Dans les pays émergents, la notion de « *business* » correspond à une connaissance de la culture locale des affaires et à des réseaux développés dans les *clusters* d'affaires ; dans l'univers des *start-ups*, cela renvoie à la connaissance des technologies sous-jacentes et des *clusters* spécialisés. Le Pôle 2 Equipe de gestion ressort donc équilibré face à l'opportunité de marché (Pôle 1).

Les souscripteurs de Beltone MidCap Egypt et des fonds des pays émergents (Pôle 3), comme ceux des fonds de capital risque, ressortent aussi de nature « *duale* », dans la mesure où ils sont issus d'un Partenariat Public-Privé (PPP). Ce partenariat correspond dans les pays émergents à un financement par les organismes bi et multilatéraux aux côtés d'investisseurs privés ; dans l'univers des *start-ups*, ce PPP prend la forme d'avantages fiscaux et de crédit d'impôt recherche, qui complète les souscriptions issues du privé. Le Pôle 3 Souscripteurs ressort donc équilibré face à l'opportunité de marché (Pôle 1).

A l'issue de cette conclusion positive, la Section III.3 détaillera la dynamique des 3 pôles.

Dans la section III.2, nous étudions le retour d'expérience de Beltone MidCap Egypt en termes de structure, que nous élargissons à l'univers des pays émergents : les trois pôles d'ancrage des fonds sont ainsi passés en revue (chapitres I à III) à travers 16 critères, avant de conclure sur l'équilibre qu'ils présentent au sens de Timmons, se révélant tous les trois de structure « *duale* » (chapitre IV). Ce constat est tiré aux niveaux de Beltone MidCap Egypt, des fonds des pays émergents et du capital risque.

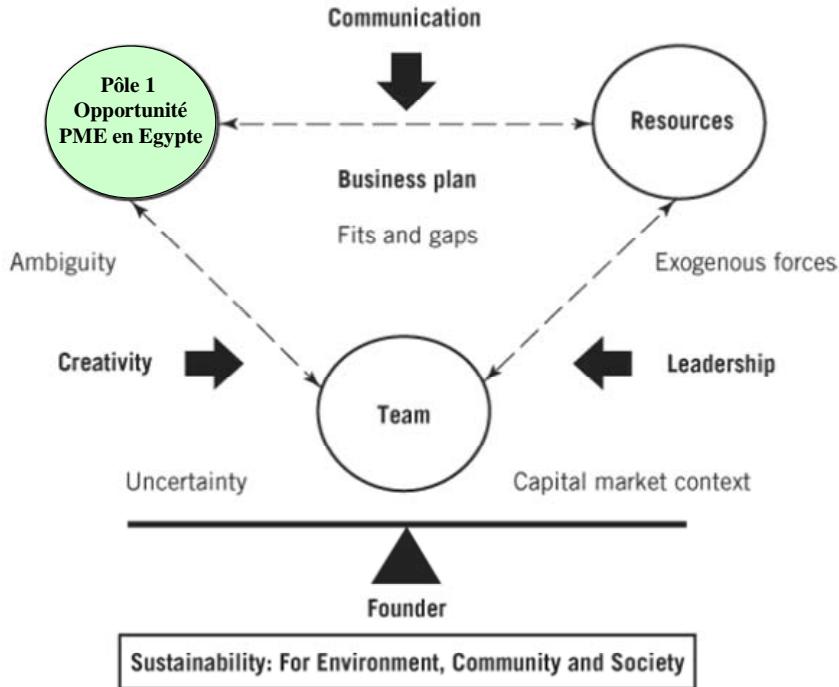
## I. Premier pôle d'ancrage : l'opportunité de marché

L'opportunité de marché est le premier des trois pôles d'ancrage du fonds, et correspond aux PME-cibles des fonds d'investissement. Nous abordons le retour d'expérience de Beltone MidCap Egypt dans le chapitre 1, avant d'analyser sa teneur au sens de Timmons dans le chapitre 2, qui permettra de qualifier ce premier pôle de « *dual* ». Le chapitre 3 ouvre une perspective plus large, qui rapproche financement des PME dans les pays émergents et capital risque.

### 1. L'opportunité de marché de Beltone MidCap Egypt selon Timmons

Les PME égyptiennes constituent l'opportunité de marché de Beltone MidCap Egypt au sens de Timmons, comme l'illustre le schéma ci-dessous :

Figure 33. L'opportunité de marché de Beltone MicCap Egypt au sens de Timmons



Source : Olivier Younès, d'après le modèle de Jeffrey Timmons

Une étude publiée par la Banque Européenne d'Investissement sous le titre « *Study in support of the implementation of the Mediterranean Business Development Initiative*<sup>201</sup> » chiffre la réalité macro-économique des 7 pays émergents méditerranéens que sont l'Algérie, l'Égypte, la Jordanie, le Liban, le Maroc, la Tunisie et la Syrie. L'Égypte y apparaît comme le pays majeur de l'échantillon, tant en termes de PIB que de population. Le PIB égyptien se monte à 163 milliards de dollars US, un montant très proche du plus fort PIB de l'échantillon (l'Algérie) qui est de 174 milliards de dollars US. Cependant, l'économie égyptienne apparaît particulièrement diversifiée au sein de l'échantillon, *a fortiori* en comparaison de l'Algérie, dont le PIB est essentiellement issu des activités liées au gaz et au pétrole domestiques. Par ailleurs, la population égyptienne dépasse les 80 millions de personnes, loin devant les 35 millions d'Algériens qui représentent la deuxième

**Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents**

population de l'échantillon étudié. Les indicateurs macroéconomiques des 7 pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée sont les suivants :

Tableau 19. Indicateurs macroéconomiques des pays émergents méditerranéens

	Algeria	Egypt	Jordan	Lebanon	Morocco	Tunisia	Syria
Population 2008 (Million) (a)	34.4	81.5.	5.9	4.1	31.2	10.3	21.2
GDP 2008 (USD Billion) (a)	174.0	163.0	20	28.9	86.0	40.3	54.8
GDP per capita 2008 (USD) (d)	4,588	2,160	3,421	7,616	2,748	3,907	2,756
GDP structure 2008 (in %) of GDP (c)							
Agriculture	8.7	14.0	3.6	5.5	15.6	10.0	20.
Industry and extraction	68.7	36.4	32.3	22.0	20.2	28.4	35.0
Services	22.6	49.6	64.1	72.5	64.2	61.6	45.0
GDP growth (percent 2008/2007) (d)	3	7.2	7.9	8.5	5.6	4.6	5.2
Exports of goods & services 2008 % of GDP (a)	59.1	37.7	57.8	33.0	40.6	65.1	31.3
Imports of goods & services 2008 % of GDP (a)	24.5	44.4	102.9	57.9	50.0	68.3	31.6
Ranking, Doing business 2010 (b)	136	106	100	108	127	69	143

(a) OECD Database

Source : Rapport Mediterranean Business Development Initiative

(b) World Bank Doing Business 2010

(c) World Bank 2008 data base

(d) IMF World Economic Outlook 2009

Sur la base de l'indice *Doing Business* calculé par IFC-World Bank (voir *supra*<sup>202</sup>), l'Egypte ressort en 110<sup>ème</sup> position en 2011 (*versus* 106<sup>ème</sup> l'année précédente). Ce classement de l'Égypte en termes de réglementation des affaires et de protection des droits de propriété place le pays dans le 3<sup>ème</sup> quartile mondial. Cependant, il ne doit pas faire oublier la forte dynamique d'amélioration de son cadre réglementaire au cours des récentes années, comme le rappelle le rapport *Doing Business* : entre 2005 à 2011, l'Egypte a en effet été la 6<sup>ème</sup> plus forte réduction de la distance à la « frontière », définie comme la moyenne des indices des 182 autres économies étudiées.

<sup>201</sup> CORDET-DUPOUY, Annie. NETTER, Jean-Michel. *Study in Support of the Implementation of the Mediterranean Business Development Initiative (MBDI) pour la BEI*. Luxembourg, Mars 2010, 68 p.

<sup>202</sup> Partie I / Section I.2 / III / 1

Dans l'étude « *Study in support of the implementation of the Mediterranean Business Development Initiative*<sup>203</sup> » destinée à la BEI et citée *supra*, les auteurs Annie Cordet-Dupouy et Jean-Michel Netter tentent d'estimer le nombre de PME des 7 pays étudiés. Leur enquête statistique a été particulièrement difficile, à cause de problèmes rencontrés sur le terrain, tels que : les différences de chiffrages nationaux selon l'origine des statistiques (chambres de commerce, autorités fiscales et ministère de l'économie), les divergences dans la définition de la PME selon les pays, et le manque de fiabilité des registres de commerce et des sociétés, desquels les entreprises ayant cessé toute activité sont rarement radiées. Le tableau ci-après résume les estimations du rapport (base : années 2007/2008, sauf mention contraire) et révèle, ici encore, la supériorité numérique de l'Égypte qui représente à elle seule plus d'entreprises formelles que la somme des 6 autres pays de l'échantillon. Le cas Beltone MidCap Egypt, dont l'ambition est de financer en fonds propres des PME égyptiennes, se trouve ainsi objectivement renforcé par la profondeur de l'opportunité du marché qu'il vise.

Tableau 20. Nombre estimé de PME formelles dans les pays émergents méditerranéens

	Algeria	Egypt	Jordan	Lebanon	Morocco	Syria	Tunisia
Total Number of formal enterprises	400,000	2,500 000	140,000	180,000*	755,000	700,000**	102,000
Number of SMEs < 50 employees	390,000	2,450 000	135,000	175,000*	750,000	695,000	98,000

*Source: Estimates based on various national statistics*

\* 2002 Study, based on 1996 census is indicating 166,000

\*\* estimate based on data from several ministries

*Source : Rapport Mediterranean Business Development Initiative (MBDI) pour la BEI*

A ces 5 millions d'entreprises formelles estimées dans les 7 pays s'ajoute le secteur informel, qui peut représenter, selon le cas, de 50% à 100% des entreprises officiellement déclarées. Il s'agit d'entités qui disposent d'effectifs parfois significatifs, mais qui ne se sont pas déclarées auprès de l'administration. Toujours selon les auteurs

---

<sup>203</sup> CORDET-DUPOUY, Annie. NETTER, Jean-Michel. *Study in Support of the Implementation of the Mediterranean Business Development Initiative (MBDI)* pour la BEI. Luxembourg, Mars 2010, 68 p.

de l'étude BEI, le total des PME et des micro-entreprises des 7 pays considérés atteindrait de 12 à 15 millions, dont 7 à 10 millions d'entreprises informelles.

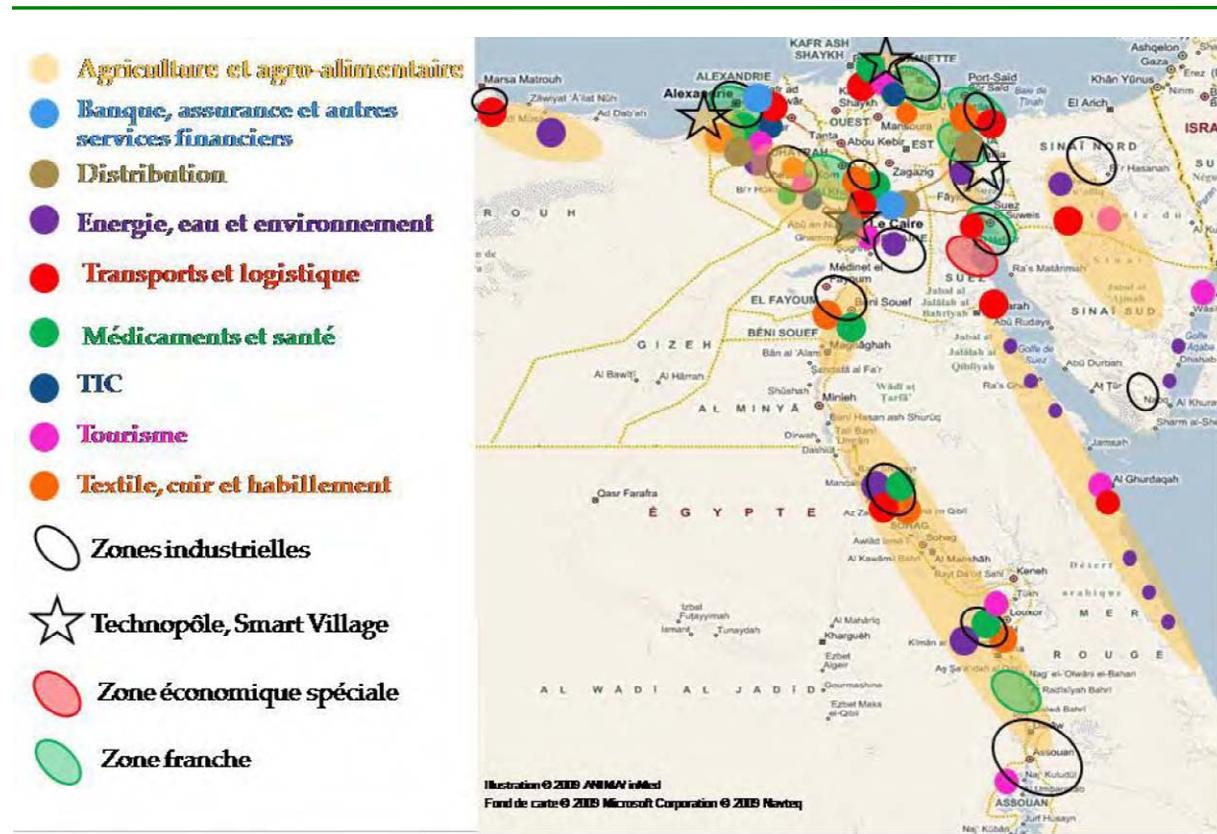
L'étude considère l'accès au financement comme le principal problème auquel font face les PME méditerranéennes. Même si les banques disposent de liquidités, seules 15 à 20% des PME y ont accès. La structure familiale de ces PME entraîne opacité et inefficience dans le *management* des ressources humaines et financières. La gestion du capital humain se limite ainsi généralement à des recrutements dans le cercle familial, parfois au détriment de la qualité des profils ; et de nombreuses sociétés sont sous-capitalisées, recourant de façon excessive aux comptes courants d'associés. Certes, cette technique permet à la famille de maintenir un contrôle actionnarial flexible ; mais, ce faisant, elle dissuade les banques d'accorder des prêts à l'entreprise, sauf à consentir des sûretés réelles parfois conséquentes. Ces informations sont autant d'éléments probants sur le potentiel de marché du capital investissement au service des PME égyptiennes, tant en termes de besoins de financement (évalués par la BEI à un cumul de 2,2 milliards d'euros pour les PME des 7 pays étudiés), qu'en termes de besoins en bonnes pratiques de gouvernance et de gestion.

L'économie égyptienne, constituée à 90% par des PME, est l'une des plus diversifiées de la région MENA : l'étude de la BEI précise que le PIB égyptien est constitué à 50% par les services, à 36% par l'industrie, et à 14% par l'agriculture. Les principaux secteurs économiques d'Égypte sont concentrés sur le Grand Caire, sur Alexandrie, et autour du Delta du Nil. Selon l'étude « *Invest in Med - La carte des investissements en Méditerranée*<sup>204</sup> » publiée par Anima en octobre 2009, les principaux secteurs d'activité en Égypte sont : les technologies de l'information et de la communication, avec 16 000 nouveaux ingénieurs diplômés et 14 000 diplômés en sciences et technologies chaque année ; les médicaments et la santé, tirés par les besoins de la classe moyenne qui ont plus que doublé en dépenses annuelles de 2007 à 2009 (passant de 100 USD à 260 USD par an et par personne) ; le textile, l'Égypte étant le

### Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents

seul pays de la région MENA à articuler une filière totalement intégrée et dont le coton représente 35% de la production mondiale pour les variétés de grande qualité ; l'agroalimentaire, pour laquelle le pays a près de 3 millions d'hectares de terres cultivées, bénéficie d'un climat propice et compte 6 millions d'agriculteurs (soit 30% de la population active), ce qui contribue à faire de l'Égypte le cinquième producteur méditerranéen de légumes et de jus de fruits ; enfin, le tourisme, qui représentait en 2008 près de 25% des recettes du pays en devises, concentré sur des sites tels que la vallée du Nil, la mer Rouge et le Sinaï. C'est ce qu'illustre la carte ci-dessous :

Figure 34. Carte des zones et secteurs stratégiques en Egypte



Source : Anima, Invest in Med

<sup>204</sup> NOUTARY, E (ouvrage collectif), ANIMA. *Invest in Med - La carte des investissements en Méditerranée*. Etude n°7. Octobre 2009, 166 p.

## 2. Beltone MidCap Egypt : la dualité de l'opportunité de marché

Les PME-cibles de Beltone MidCap Egypt ressortent *duales*. Matures, rentables et solides, elles sont *leaders* sur leur niche de marché et actives dans des industries traditionnelles telles que l'agrobusiness, le textile, le packaging et la logistique. Mais elles sont aussi vulnérables, parce que sous-capitalisées et victimes d'un risque-pays significatif, comme le rappelle la Révolution égyptienne de 2011.

La dualité de l'opportunité de marché est résumée dans le tableau ci-après :

Tableau 21. Qualification de l'opportunité de marché de Beltone au sens de Timmons

Pôle 1		Beltone MidCap Egypt
Opportunité de marché		PME cible <i>duale</i> PME rentable ET vulnérable
1	Marché	Egypte
2	Cible	PME mature et profitable dans un pays émergent
3	Couple Rentabilité/Risque	Elevé
4	Attentes de la PME	Besoin en <i>corporate governance</i>
5	Efficience du marché	Marché inefficient
6	Stade du cycle de vie	<i>Early stage</i> (cycle macroéconomique)
7	Type de marché du financement	Marché de demande

Source : Olivier Younès

Selon le modèle de Timmons, pour que les conditions d'un succès entrepreneurial soit assurées, le fondateur du projet doit mobiliser des ressources en capital et en travail qui soient en harmonie avec l'opportunité de marché qu'il vise. Pour Beltone MidCap Egypt, nous constatons que l'opportunité de marché (Pôle 1), constituée des PME égyptiennes, est « *duale* » ; en application du modèle de Timmons, nous cherchons en conséquence à qualifier l'équipe entrepreneuriale (Pôle 2) et les ressources financières

(Pôle 3). Si ces deux pôles sont aussi de nature *duale*, alors nous considérerons que les conditions nécessaires au succès du projet selon Timmons sont réunies, du fait de l'équilibre des trois pôles d'ancrage du modèle.

Les conditions sont-elles réunies pour un équilibre au sens de Timmons ? Cet équilibre des trois pôles d'ancrage doit être à fois qualitatif et quantitatif. L'équilibre qualitatif, qui correspond à la nature « *duale* » ou « *monale* » des trois pôles, concentre l'essentiel de nos travaux. Un tel équilibre apparaît en effet délicat à jauger, nécessitant des développements spécifiques. L'équilibre quantitatif, quant à lui, semble plus rapidement en mesure d'être évalué au cas d'espèce, ce que nous faisons dans les lignes qui suivent.

Le Pôle 1 - Opportunité de marché apparaît quantitativement élevé : le nombre des PME formelles estimées en Égypte s'élève à 2,5 millions, ce qui écarte, à ce stade, le risque d'un marché sans profondeur - écueil principal des projets selon Timmons.

Le Pôle 2 - Equipe de gestion, bénéficie d'un ajustement quantitatif dicté par les bonnes pratiques du capital investissement : ainsi, les usages du métier veulent que le nombre de membres de l'équipe de gestion soit dimensionné par rapport à la montée en puissance de la stratégie d'investissement. Ainsi, lors des *due diligences* menées par les souscripteurs, il est usuel d'appliquer des raisonnements de cohérence de type : « *chaque directeur d'investissement doit réaliser en moyenne 1 nouvel investissement par an et suivre 3 sociétés en portefeuille* ». Dans ce cas, viser une dizaine de sociétés en portefeuille à maturité du fonds, avec une période d'investissement de 4 ans, amènerait à calibrer à 3 directeurs l'équipe de gestion.

Le Pôle 3 - Ressources financières apparaît quantitativement comme la conséquence de l'adhésion des souscripteurs au projet, suscitée par l'équipe (Pôle 2) et le marché (Pôle 1).

L'équilibre quantitatif entre les 3 pôles se crée par itération, selon une séquence en trois étapes. Etape 1 : le montant des fonds est levé au vu de l'appréciation de l'équipe, du marché et de la stratégie d'investissement par les potentiels souscripteurs. Etape 2 :

les montants levés représentent l'assiette des commissions de gestion qui seront servies à la société de gestion : cette dernière a donc une visibilité sur son chiffre d'affaires à venir, et calibre en conséquence la taille de ses équipes sous la contrainte de sa continuité d'exploitation. Etape 3 : la visibilité améliorée sur l'équipe de gestion (taille, seniorité), permet d'affiner le discours tenu aux potentiels souscripteurs, en retournant à l'étape 1 de la séquence, pour tenter de convaincre de nouveaux souscripteurs d'abonder le fonds. Ces 3 étapes se répètent en boucle jusqu'à ce que le processus soit terminé (atteinte de l'objectif de levée de fonds) ou arrêté (fin de la période de *road show* et nivlement des équipes sous la contrainte d'une levée de fonds inférieure à l'objectif initial).

Statistiquement, les fonds levés ne représentent qu'une partie de l'objectif de départ. En région MENA, l'écart s'avère élevé, avec des réalisations deux fois moindres que l'objectif initial, selon le rapport « *Panorama du Capital-Investissement dans la région MED*<sup>205</sup> » publié en mai 2011 par Anima. En particulier, l'étude note pour les pays arabes et la Turquie, que les fonds levés n'y représentent que 56% de l'objectif ; et y voit la conséquence probable de montants-cibles excessifs fixés par certains fonds du Golfe.

Si l'on retient ce ratio de 56% de taux de réalisation, et en raisonnant toutes choses égales par ailleurs, la réduction de 44% des fonds levés (Pôle 3) devrait impliquer un ajustement à la baisse de 44% des membres de l'équipe de gestion (Pôle 2) et du *business plan* (soit, une baisse de 44% de la valeur des investissements prévus, en combinant réduction partielle du nombre de PME et ticket moyen) ; en pratique, l'impact est inférieur à 44% dans cette hypothèse, grâce à la possibilité d'étendre la période d'investissement, ou de réinvestir les produits de cession réalisés précédemment. L'itération, qui permet aux trois pôles d'ancre de Timmons d'atteindre leur équilibre quantitatif, se trouve alors facilitée par ces ajustements de règlement intérieur du fonds, que les souscripteurs pourront voter sur proposition de l'équipe de gestion.

---

<sup>205</sup> TABET, Manal. De SAINT-LAURENT, Bénédict. ABDELKRIM, Samir. Med Funds 2011 : *Panorama du Capital-Investissement dans la région MED*, étude N°17 / Mai 2011. Marseille, France : Anima, Mai 2011, 92 p.

### 3. Le marché : proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents

Parmi les 4 segments du capital investissement étudiés à travers le modèle de Timmons, 2 présentent une opportunité de marché ambivalente ou *duale* (capital risque et capital investissement dans les pays émergents) et 2 présentent une opportunité de marché homogène ou *monale* (capital-développement et LBO).

Dans les pays émergents, l'opportunité de marché présente en effet un fort contraste : les PME de ces pays sont à la fois rentables et vulnérables, par manque de financement à long terme issu de la sphère formelle. De plus, leur caractère majoritairement familial ajoute une autre ambivalence : elles ressortent à la fois prudentes et audacieuses, comme le développe l'ouvrage « *La stratégie du propriétaire – Enquête sur la résilience des entreprises familiales face à la crise*<sup>206</sup> ». Ainsi, les PME des pays émergents voient leur dualité renforcée, confirmant la nécessité de pôles d'ancre et d'un *business plan* qui soient structurés à l'avenant, au sein du fonds d'investissement qui les accompagne. De la même manière, l'opportunité de marché constituée de *start-ups* technologiques (dans les pays développés) apparaît ambivalente : ces PME, bien que structurellement déficitaires, affichent les taux de croissance d'activité les plus élevés de leur économie.

A l'inverse, l'opportunité de marché du capital développement et du LBO présente une forme homogène que nous qualifions de « *monale* » : les entreprises et leurs industries sous-jacentes y apparaissent solides, l'une et l'autre assises sur la récurrence d'une rentabilité passée et offrant des perspectives de croissance régulière et modérée. Cette conformation micro et macroéconomique permet à ces PME de supporter le poids d'un endettement constitutif du LBO, ou de soutenir une accélération de leur croissance financée par le capital développement.

---

<sup>206</sup> BLOCH, A. KACHANER, N. MIGNON, S. *La stratégie du propriétaire – Enquête sur la résilience des entreprises familiales face à la crise*. Pearson Education France, 2012, 189 p.

Nous retenons ci-après 7 éléments constitutifs de l'opportunité de marché au sens de Timmons, qui se révèlent discriminants, comme le résume le tableau ci-dessous :

Tableau 22. Pôle 1 - L'opportunité de marché : discrimination des segments matures

Echantillon de référence : segments matures du capital investissement				
Pôle 1	EMPE (*)	Capital risque	Capital développement	LBO
<b>Opportunité de marché</b>		<b>PME cible <i>duale</i></b>		<b>PME cible <i>monale</i></b>
		PME rentable ET vulnérable	PME déficitaire ET à croissance rapide	PME rentable ET à croissance modérée
1	Marché	Emergent		Mature
2	Cible	PME émergente ou en pays émergent		PME mature en pays développé
3	Couple Rentabilité/Risque	Elevé		Faible
4	Attentes de la PME	Besoin en <i>corporate governance</i>		Entreprise optimisée
5	Efficience du marché	Marché inefficient		Marché efficient
6	Stade du cycle de vie	<i>Early stage</i>		<i>Later stage</i>
7	Type de marché du financement	Marché de demande		Marché d'offre

(\*) EMPE : Emerging Markets Private Equity, Capital investissement dans les pays émergents

Source : Olivier Younès

A l'aune de ces critères, une revue de la littérature focalisée sur le capital risque apporte les enseignements que nous détaillons ci-après.

Critères 1 et 2 : Le marché du capital risque et les PME cibles qui le composent sont en émergence. C'est ce que rappellent Paul Gompers et Josh Lerner dans leur article de recherche « *The venture capital revolution* », lorsqu'ils écrivent : « *Venture capitalists do concentrate investments in early-stage companies and high technology*

*industries where informational asymmetries are likely to be most significant and monitoring most valuable<sup>207</sup> ».*

Critère 3 : le couple rentabilité/risque du capital risque est élevé. C'est ce qu'expliquent Leslie Pratch et Jordan Jacobowitz dans leur article de recherche « *Successful CEOs of Private Equity funded Ventures* » lorsqu'ils écrivent : « *compared to firms in stable industries, privately funded venture typically operate under conditions of high stress, possess limited resources, and have short and possibly unforgiving time spans for achieving goals. (...) The leaders of these ventures often face operating environment more challenging than those faced by executives heading more established firms*<sup>208</sup> ». C'est une situation similaire de risque exacerbé que décrit Josh Lerner dans son article « *When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective ‘Public Venture Capital’ Programmes* » lorsqu'il résume ainsi la situation : « *In short, the environment in which venture organisations operate is extremely difficult. Difficult conditions that have frequently deterred or defeated traditional investors such as banks can be addressed by the mechanisms that are bundled with the venture capitalists' funds. These tools have led to venture capital organisations emerging as the dominant form of equity financing for privately held technology intensive businesses*<sup>209</sup> ». Et, comme nous l'avons vu précédemment, une attente de rentabilité élevée accompagne une situation de risqué élevé, selon la théorie moderne de la finance.

Critère 4 : les PME cibles du capital risque ont des attentes importantes en *corporate governance*, et c'est à l'investisseur d'y répondre. L'analogie retenue en la matière par Thomas Hellmann dans son article « *Venture Capitalists: the coaches of Silicon Valley*<sup>210</sup> » est évocatrice : la *start-up* « *athlète* » y est accompagnée par un capital risqueur « *coach* ». Dans son article de recherche « *That thing Venture Capitalists*

---

<sup>207</sup> GOMPERS P, LERNER J. The Venture Capital Revolution. *Journal Of Economic Perspectives*. Spring 2001. 15(2):145-168.

<sup>208</sup> PRATCH, L. JACOBOWITZ, J. Successful CEOs of Private Equity Funded Ventures. *The Journal of Private Equity*, Eté 2004, 7(3), 8-31

<sup>209</sup> LERNER, J. When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective ‘Public Venture Capital’ Programmes. *Economic Journal*, February 2002; 112(477), F73

<sup>210</sup> HELLMANN, T. Venture Capitalists: the coaches of Silicon Valley. *Working Paper, Stanford University*. Février 2008.

*Do* », Mitchell Berlin explique, en traitant plus spécifiquement de la gouvernance d'entreprise : « *Venture Capitalists play a more active governance role than other intermediaries. In the United States, commercial bankers and investment bankers seldom play an active role in making strategic decisions for firms, nor do they play a significant role in choosing or dismissing management. However, active governance is a specialty of the venture capitalist*<sup>211</sup> ».

Critère 5 : le marché du capital risque apparaît inefficient, ce qui sous-tend l'idée d'un risque spécifique non-diversifiable (voir *supra*<sup>212</sup>). C'est ce que Josh Lerner aborde, sous l'angle de l'asymétrie d'information, dans son article « *When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes* » (cité *supra*) : « *The Challenge of Financing Young High-Technology Firms. To review the types of conflicts that can emerge in these settings briefly, Jensen and Meckling (1976) demonstrate that agency conflicts between managers and investors can affect the willingness of both debt and equity holders to provide capital* ».

Critère 6 : le stade du cycle de vie des *start-ups* cibles du capital risque est l'*early stage*, ce qui correspond à l'émergence sociétale des PME que nous avons abordée dans les critères 1 et 2 (voir *supra*).

Critère 7 : le capital risque est un marché de demande de financement. Dans les économies avancées, le chaînon manquant du financement *early stage* est un fléau responsable de la disparition de centaines de *start-ups* technologiques, souvent pionnières dans des domaines d'avenir tels la micro-électronique, la physique des matériaux, les molécules innovantes ou les loisirs numériques. La déshérence du financement *early stage* et ses répercussions à moyen terme pour l'économie nationale sont régulièrement débattues, mais l'urgence de la situation entraîne parfois l'usage de formules choc : ce fut le cas en décembre 2011, avec la conférence organisée par le

---

<sup>211</sup> BERLIN, Mitchell. That Thing Venture Capitalists do. *Business Review – Federal Reserve Bank of Philadelphia*, Janvier / Février 1998, 15-27

<sup>212</sup> Partie II / Section II.1 / II / 2

**Partie III** – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents

Club ESSEC Private Equity et intitulée « *Le financement early-stage : le mendiant du private equity<sup>213</sup> ?* ».

Dans le chapitre II qui suit, nous abordons le Pôle 2 - Equipe de gestion de Beltone MidCap Egypt, avant d'élargir la réflexion aux pays émergents pris dans leur ensemble.

---

<sup>213</sup> Conférence organisée par le Club Essec Private Equity, le 5 décembre 2011. L'événement est décrit sur le lien : [http://www.essec.fr/fileadmin/user\\_upload/Rubrique\\_Alumni/Delphine/Pro/APPE/E-APPE-05-12-2011.pdf](http://www.essec.fr/fileadmin/user_upload/Rubrique_Alumni/Delphine/Pro/APPE/E-APPE-05-12-2011.pdf)

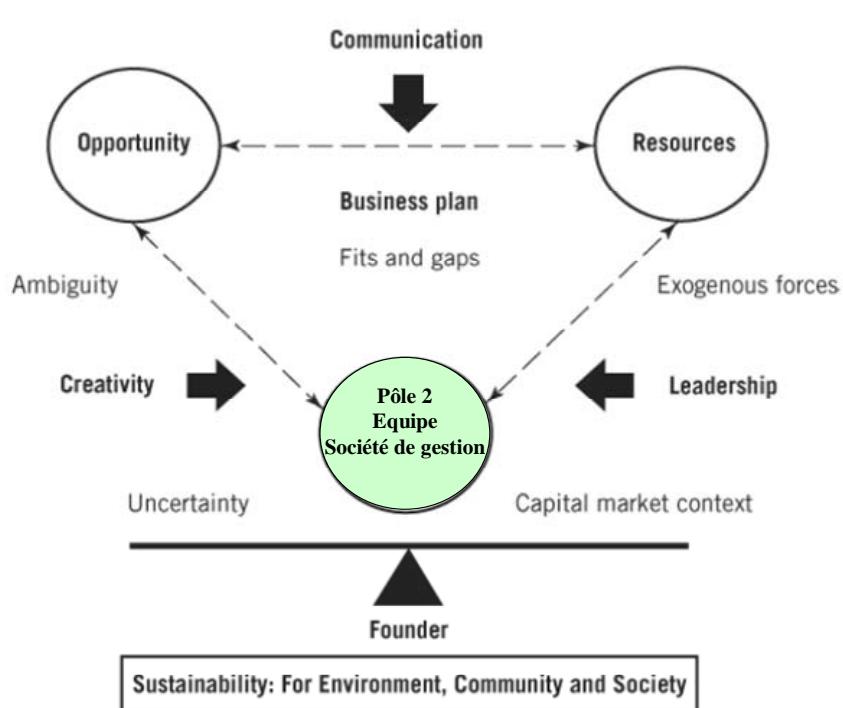
## II. Deuxième pôle d'ancrage : l'équipe entrepreneuriale

L'équipe de gestion est le deuxième des trois pôles d'ancrage de Beltone MidCap Egypt au sens du modèle de Timmons : après avoir décrit le retour d'expérience sur ce sujet (chapitre 1), nous en analyserons la teneur qui conclura à sa nature « *duale* » (chapitre 2), puis élargirons la perspective à l'ensemble des pays émergents (chapitre 3).

### 1. L'équipe de Beltone MidCap Egypt selon Timmons

L'équipe de gestion du fonds (regroupée dans la société de gestion) constitue l'équipe entrepreneuriale de Beltone MidCap Egypt au sens de Timmons.

Figure 35. L'équipe de Beltone MicCap Egypt au sens de Timmons



Source : Olivier Younès, d'après le modèle de Jeffrey Timmons

L'EVCA, l'European venture capital and private equity Association, a publié dès 2004 un guide à destination des investisseurs intéressés par le capital investissement sous le titre : « *Why and how to invest in Private Equity?*<sup>214</sup> ». L'Association y détaille notamment les 7 savoir-faire que devrait présenter toute équipe de gestion en capital investissement, et que nous étudions ci-après :

Figure 36. Les savoir-faire de l'investisseur en capital



Source : EVCA, 2004

Le premier savoir-faire d'une équipe de gestion selon l'EVCA est la focalisation sur les *business plans* (« *Focus on Business Plans* »). Ces documents, établis par les promoteurs, doivent être étudiés avec précision, car ils détaillent et chiffrent la vision commune du partenariat entre l'entrepreneur et le fonds d'investissement. Dans un environnement turbulent tel que l'Egypte, ces *business plans* sont régulièrement remis en cause par les changements, parfois abrupts, des conditions de marché, ce qui ajoute

<sup>214</sup> BANCE, Alex. *Why and how to invest in Private Equity?* Bruxelles, Belgique : EVCA, Mars 2004, 24 p.

à la difficulté de la sélection des cibles d'investissement. C'est ce que rappelle Joao Neiva de Figueiredo dans son article de recherche « *Unique characteristics of Cross-Boarder Emerging Market Private Equity: implications for investors and managers*<sup>215</sup> », lorsqu'il écrit : « *Macroeconomic volatility makes it more difficult to identify future winners prior to investment. Investors need to be extremely careful when examining the various possible future scenarios in any given sector because of the near certainty that in the lifetime of the investment there will be swings in macroeconomic conditions* ». Dans le cas de Beltone MidCap Egypt, on note l'excès inverse : les membres opérationnels de l'équipe égyptienne, essentiellement issus de la banque d'affaires, ont développé une démarche particulièrement structurée et concentrée sur la validation du *business plan* dans la perspective de l'évaluation d'entreprise. Or, en capital investissement et notamment pour ce qui est des PME des pays émergents, l'exercice d'évaluation est souvent réduit à l'étude de sensibilité des grands équilibres entre actionnaires et à la négociation des clauses d'ajustement de prix en fonction d'objectifs chiffrés (« *milestones* »). L'accompagnement de l'équipe égyptienne a donc consisté à réorienter l'effort analytique du *business plan* (dont les hypothèses sont condamnées à être régulièrement revisitées), vers l'étude de scénarios alternatifs et de leur sensibilité au déploiement de l'activité (dont un « *worst case scenario* »). Cela a permis de désenclaver l'étude du *business plan* de son statut de préalable technique à l'évaluation d'entreprise – comme il peut l'être en banque d'affaires - pour en faire le support d'échanges interactifs avec le promoteur : le *business plan* devient à la fois un révélateur de la psychologie du promoteur et de son ambition, un indicateur avancé des futures relations d'administrateurs et un outil de calibrage des modalités financières destiné au pacte d'actionnaires.

Le deuxième savoir-faire d'une équipe de gestion que retient l'EVCA est la sélectivité et la spécialisation (« *Selectivity and Specialisation* »). Ces caractéristiques se construisent dans le temps, à mesure que le gestionnaire analyse un grand nombre de transactions potentielles, et en réalise un nombre limité. Lorsque la profession devient

---

<sup>215</sup> FIGUEIREDO (DE), Joao Neiva. Unique characteristics of Cross-Boarder Emerging Market Private Equity: implications for investors and managers. *Journal of International Finance and Economics*, 2008, Volume 8,

mature, la spécialisation des équipes de gestion représente un enjeu-clé dans les levées de fonds. En revanche, la spécialisation par industrie et par segment demeure limitée dans les pays émergents, où le métier est encore jeune. Avec le temps, les équipes de Beltone MidCap Egypt seront sans doute amenées à se spécialiser selon une matrice géographie/secteur, pour développer une double proximité avec les entrepreneurs : proximité géographique sur les principales villes en densité de PME (le Grand Caire et Alexandrie) et proximité culturelle par l'expertise sectorielle qui donne une connaissance profonde des principaux acteurs et permet un esprit de communauté. Au point de contact de ces deux proximités se trouvent les *clusters* de PME, tels que le technopole Smart Village sur la route allant du Caire vers Alexandrie, où Beltone MidCap Egypt a décidé d'installer ses locaux en 2009. Le dialogue constant entre l'équipe de gestion et les PME locales a pour but de favoriser un flux d'affaires qualitatif et adapté (*deal-flow*). Ainsi, Beltone MidCap Egypt affiche plusieurs secteurs d'investissement prioritaire parmi lesquels l'agroalimentaire, la logistique, le packaging, le textile (certaines niches) et les services aux entreprises.

Le troisième savoir-faire d'une équipe de gestion que l'EVCA valorise est la capacité à négocier (« *Ability to Negotiate* »). En effet, le capital investissement occupe un rôle d'interface : interface entre la sphère financière et la sphère réelle ; interface entre les souscripteurs (amont) et les dirigeants d'entreprises (aval) ; interface entre l'intérêt catégoriel de l'actionnaire et l'intérêt sociétal de l'administrateur. À l'occasion du *road show* et de la levée de fonds, l'équipe de gestion doit négocier durant des mois les termes du futur règlement intérieur du fonds. De façon symétrique, l'équipe doit aussi négocier les modalités de l'opération d'investissement vis-à-vis des actionnaires et du *management* de la PME-cible : il s'agira notamment de s'accorder sur la valeur de l'entreprise-cible et sur les droits spécifiques dont bénéficiera l'investisseur. Au cas d'espèce, la mixité des équipes de Beltone MidCap Egypt a permis d'optimiser le savoir-faire culturel nécessaire à la pratique de ces négociations : les membres de l'équipe ont ainsi été prioritairement affectés à l'interface de tel souscripteur ou de telle PME en fonction de leur nationalité et de leur proximité culturelle spécifique.

Le quatrième savoir-faire d'une équipe de gestion, selon l'EVCA, est sa capacité à gérer les informations internes (« *Inside Information* »). Au contraire d'opérations sur les marchés financiers, le gestionnaire de capital investissement traite d'informations privilégiées telles que le *business plan*, le *reporting* et les procès-verbaux de conseil d'administration de la cible. Pour Beltone MidCap Egypt, ce sont en effet les connexions personnelles qui ont localement constitué l'amorce du *deal-flow*.

Le cinquième des savoir-faire en capital investissement est la qualité managériale (« *Strong Management* »). Elle se retrouve tant chez le gestionnaire de fonds qu'à la tête des sociétés cibles, comme le décrit Alexander Groh dans son article de recherche « *Private Equity in Emerging Markets*<sup>216</sup> » publié en 2009. L'auteur y développe l'idée d'une chaîne où les souscripteurs se fondent en amont sur la qualité managériale des équipes de gestion pour investir dans les fonds ; et où les équipes de gestion elles-mêmes se fondent en aval sur la qualité managériale des entrepreneurs qu'elles choisissent de financer. En l'espèce, ce savoir-faire, commun à toutes les entreprises, est exacerbé par la relation de mandat et l'inefficience du métier. Dans le cas de Beltone MidCap Egypt, l'implication de l'équipe de gestion française a permis de contrebalancer la forte personnalité du dirigeant basé au Caire, figure charismatique du *private equity* égyptien.

Le sixième savoir-faire d'une équipe de gestion, toujours selon l'EVCA, est sa focalisation sur la création de valeur (« *Value Added Focus* »). L'alignement d'intérêt entre le gestionnaire de fonds et le *management* de la société-cible est un des fondamentaux du modèle de capital investissement. La création de valeur y passe à la fois par la mise en place de procédures qui clarifient les responsabilités et améliorent la gouvernance de l'entreprise, et aussi par des conseils et des mises en relation susceptibles de développer l'activité de l'entreprise et d'en améliorer les fondamentaux. La mixité de l'équipe de gestion de Beltone MidCap Egypt a offert aux PME

---

<sup>216</sup> GROH, Alexander Peter. *Private Equity in Emerging Markets*. IESE Business School – Université de Navarra, Espagne, Février 2009, 21 p.

égyptiennes la perspective de mises en relation dans la région MENA et en Europe, à la fois pour la création de valeur (*joint ventures* et nouveaux clients) et pour l'implémentation d'une future stratégie de sortie (identification d'acquéreurs potentiels à l'étranger).

Le septième et dernier des savoir-faire d'une équipe de gestion, est la qualité élevée de gouvernance et de contrôle qu'elle exerce (« *Governance/Control* ») selon l'EVCA. Contrairement aux investisseurs en bourse, le gestionnaire de fonds de capital investissement développe une influence sur les décisions stratégiques des sociétés de son portefeuille. Au-delà de son poids au capital, c'est le statut d'administrateur et la posture « *hands-on* » qui en fondent le principe. Mais cette démarche n'est pas exempte de risques : C'est ce que l'ouvrage collectif « *Le livre blanc du BFR et de la Direction Financière en période de crise* » rappelle, en évoquant la nature de la relation entre le gestionnaire de fonds de capital investissement et le directeur financier des sociétés en portefeuille : « *Le directeur financier doit observer une relation hiérarchique avec sa seule direction générale. Il doit éviter de se comporter comme s'il était l'employé du fonds d'investissement, sauf à faire courir à ce dernier le risque d'une immixtion dans la gestion de l'entreprise avec son corollaire ultime : le risque de qualification de gestion de fait. Cette règle est d'autant plus fondamentale que le fonds aura une participation minoritaire dans la société*<sup>217</sup> ». En l'espèce, les membres égyptiens de l'équipe de gestion, majoritairement issus de la sphère bancaire, étaient conscients des risques liés à l'immixtion dans la gestion des sociétés en portefeuille. Le rôle de l'équipe française a alors été, à l'occasion de présentations commerciales (« *pitch* ») auprès de PME égyptiennes, d'exposer la gamme des démarches que le fonds entendait mener en cas d'investissement ; cela a illustré, sur la base de situations réelles, ce qu'impliquait le *management* « *hands-on* » et à quel point cette influence devait s'arrêter. La démonstration s'est avérée enrichissante tant pour les dirigeants de PME que pour les membres de l'équipe de gestion égyptienne qui participaient à ces réunions commerciales.

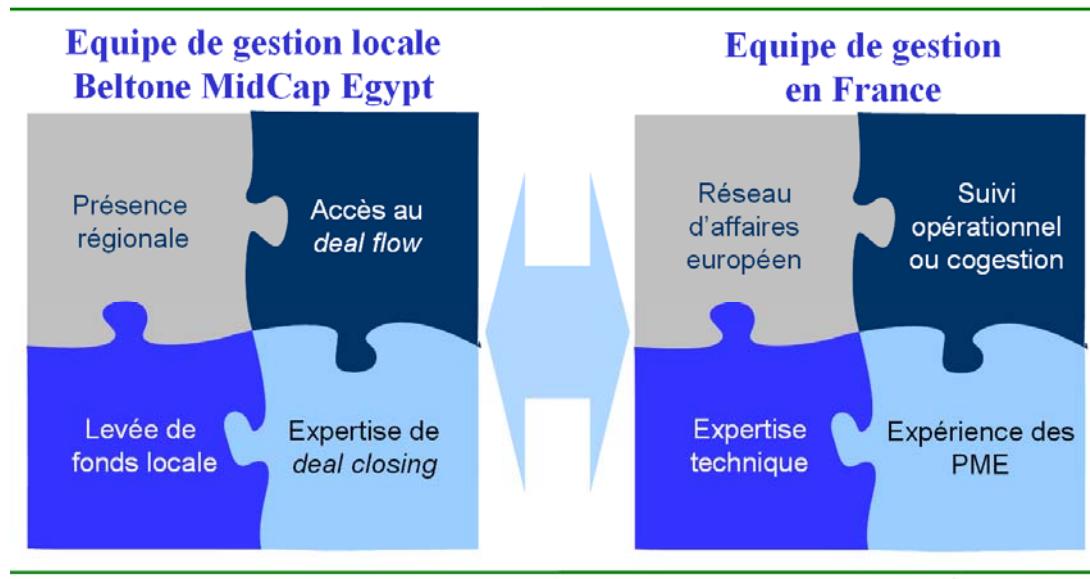
---

<sup>217</sup> YOUNES, O. Chapitre 8 : Etes-vous le Directeur Financier idéal ? In : BRAULT, D. *Le livre blanc du BFR et de la Direction Financière en période de crise*. Paris : Les Editions de la Transformation, 2010, 97 p.

## 2. Beltone MidCap Egypt : la dualité de l'équipe de gestion

À l'image de l'opportunité de marché, l'équipe du fonds Beltone MidCap Egypt apparaît *duale*, bénéficiant d'une composition doublement mixte, au plan des savoir-faire et de la nationalité de ses membres. L'équipe française est constituée de praticiens expérimentés en capital investissement ; et l'équipe égyptienne est issue de métiers connexes, principalement la banque d'affaires. En effet, l'industrie du *private equity* destinée aux PME est localement embryonnaire, ce qui réduit considérablement le nombre des profils expérimentés disponibles sur le marché (à l'exception notable du président de l'équipe de gestion basée au Caire, qui bénéficie d'une expérience de 20 ans en capital investissement, en région MENA et en Europe). En pratique, la combinaison d'expertises issues des équipes françaises et égyptiennes s'est organisée comme suit :

Figure 37. La mixité de l'équipe de gestion de Beltone MidCap Egypt



Selon la grille de lecture de Timmons, la dualité de l'équipe de gestion ressort ainsi :

Tableau 23. Qualification de l'équipe de gestion de Beltone au sens de Timmons

Pôle 2		Beltone MidCap Egypt
Equipe (GP)		Savoir-faire <i>dual</i> Finance ET <i>business</i>
8	Finance	<i>Deal making</i> : focalisation sur les fondamentaux de la croissance à venir
9		Analyse du <i>business plan</i> : fondée sur son potentiel et sa scalabilité
10		Séquence du financement : plusieurs tours de table et/ou tranches de financement à prévoir
11		Importance des réseaux, des communautés et de l'informel
12		Connaissance de la culture locale des affaires
13		<i>Clusters</i> économiques structurants

Source : Olivier Younès

### 3. L'équipe : proposition d'un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents

Appliquée à l'équipe de gestion d'un fonds de capital investissement dans les pays émergents, la grille de lecture de Timmons fait apparaître la nécessité d'un savoir-faire *dual*, à l'image du capital risque ; cela représente un point de divergence avec le savoir-faire homogène des équipes de gestion du capital développement et du LBO, que nous qualifions de « *monal* ».

Face aux PME des pays émergents ou aux *start-ups* technologiques des pays développés, l'équipe de gestion d'un fonds d'investissement doit en effet maîtriser un savoir-faire mixte : fondé sur la finance qui en est le socle, il est nécessairement complété par une connaissance spécifique que nous appelons « *business* ». Dans les

pays émergents, cette connaissance « *business* » correspond à l'imprégnation et à la connaissance des codes et des pratiques de la culture locale des affaires ; dans l'univers des *start-ups* technologiques des pays développés, cette connaissance prend la forme d'une appréhension intime des technologies sous-jacentes et de leurs *clusters*. Ce deuxième savoir-faire permet en conséquence d'identifier, d'analyser et de négocier les opportunités d'investissement dans un contexte de forte proximité culturelle avec les porteurs de projet, ce dont l'expérience vécue montre l'impérieuse nécessité.

En revanche, le savoir-faire nécessaire aux opérations de capital-développement et de LBO dans les économies développées demeure essentiellement concentré sur la finance : en effet, l'intermédiation y est généralisée, si bien que l'interface culturelle entre le porteur de projet et l'investisseur est assurée par le leveur de fonds ou la banque d'affaires mandatée, qui organise la mise en relation des contreparties. L'intermédiaire aplaniit les aspérités de la PME destinée au capital développement et au LBO : cela facilite l'instruction du dossier par un large panel d'investisseurs, au sein desquels les fonds d'investissement côtoient les industriels. Pour ce faire, l'histoire singulière de la PME (son « *equity story* ») est formatée d'une façon telle que puisse s'y appliquer un processus d'enchères, directement inspiré des marchés boursiers. Cette approche de standardisation s'oppose à la démarche de relation directe, incontournable pour l'identification et la réalisation d'opérations dans les environnements inefficients des pays émergents et des *start-ups* technologiques.

Nos analyses sont corroborées par la cartographie des métiers de la finance que certaines formations diffusent auprès de leurs diplômés à des fins d'orientation professionnelle. Ainsi, les recommandations sur le « *profil idéal* » en finance de la Wharton Business School, présentées par S. Stallings dans « *Introduction to Private Equity*<sup>218</sup> », abordent-elles le capital investissement de façon différenciée : le profil de l'investisseur idéal y est discriminé entre « *private equity* » (qui correspond dans ce cas à la définition restrictive du LBO) et « *venture capital* » (capital risque) : si, selon

---

<sup>218</sup> STALLINGS, Scott. *Introduction to Private Equity*. Wharton, MBA Carrer Management, Université de Pennsylvanie, Août 2006, 62 p.

### Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents

la Wharton Business School, le LBO nécessite un savoir-faire structurant en finance, ce n'est pas le cas du capital risque, qui suppose une posture entrepreneuriale et une connaissance fine des industries (technologiques) sous-jacentes.

Tableau 24. Cartographie de Wharton : les métiers de la finance et leur profil idéal

	Entrepreneurship	Finance Acting	Raw Genius	Industry Knowledge	Judgment	Leadership	Pedigree; Education	Team Player
Capital Markets	✓	✓✓✓	✓✓✓	✓✓	✓✓		✓	✓
Strategy Consulting	✓	✓	✓✓✓	✓	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓✓
Corporate Finance	✓	✓✓✓ ✓	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓✓	✓✓✓
Hedge Funds	✓✓	✓✓✓ ✓	✓✓✓ ✓	✓✓	✓✓✓✓	✓	✓	✓
General Mgmt	✓✓	✓	✓	✓✓✓	✓✓	✓✓✓ ✓	✓	✓✓✓
Investment Mgmt	✓	✓✓✓ ✓	✓✓	✓✓✓	✓✓✓	✓	✓	✓✓
Private Equity	✓	✓✓✓ ✓	✓✓✓	✓✓	✓✓✓✓	✓✓	✓✓✓✓	✓✓✓
Venture Capital	✓✓✓✓✓	✓✓	✓✓✓	✓✓✓✓✓	✓✓✓✓✓	✓✓	✓✓	✓✓✓

MBA job opportunities skill-set scorecard

Source : Wharton, MBA Career Management

En conclusion, l'équipe de gestion idoine dans les pays émergents, comme en capital risque, doit présenter un savoir-faire *dual*. De ce fait, le Pôle d'ancrage 2 - Equipe de gestion s'équilibre avec le Pôle 1 - Opportunité de marché des PME dans les pays émergents, au sens de Timmons. En revanche, le capital développement et le LBO nécessitent un savoir-faire monal, concentré sur la chose financière, ce qui produit un déséquilibre face à l'opportunité de marché des PME des pays émergents.

### Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents

A travers la revue des 6 critères sous-jacents préalablement appliqués au seul cas Beltone MidCap Egypt, le tableau ci-après clive les 3 segments matures du capital investissement sur le thème du savoir-faire de l'équipe de gestion :

Tableau 25. Pôle 2 - L'équipe de gestion : discrimination des segments matures

Echantillon de référence : segments matures du capital investissement				
Pôle 2	EMPE (*)	Capital risque	Capital développement	LBO
Equipe (GP)	Savoir-faire <i>dual</i> Finance ET business		Savoir-faire <i>monal</i> Finance	
8	Finance	<i>Deal making</i> : focalisation sur les fondamentaux de la croissance à venir		<i>Deal making</i> : montages sophistiqués et ingénierie financière ( <i>covenants</i> )
9		Analyse du <i>business plan</i> : fondée sur son potentiel et sa scalabilité		Analyse du <i>business plan</i> : fondée sur la récurrence des performances passées
10		Séquence du financement : plusieurs tours de table et/ou tranches de financement		Séquence du financement : opération unique de financement ou d'acquisition
11		Importance des réseaux, des communautés et de l'informel		
12		Connaissance de la culture locale des affaires	Connaissance de la technologie sous-jacente des PME	N/A
13		<i>Clusters</i> économiques structurants	<i>Clusters</i> technologiques structurants	

(\*) EMPE : Emerging Markets Private Equity, Capital investissement dans les pays émergents

Source : Olivier Younès

La littérature confirme la dualité du savoir-faire de l'investisseur dans le segment mature du capital risque. Dans son article de recherche « *L'apprentissage du capital-risqueur : une singularité des liens entre sa légitimité et ses échecs* », Sandra Charreire Petit et Emmanuelle Dubocage expliquent : « *Idéalement, le capital-risqueur détient une double formation : technologique et financière. La formation technologique de l'investisseur est essentielle car c'est elle qui lui donne des connaissances techniques ou les moyens de les acquérir pour comprendre les enjeux technologiques d'un projet innovant. Il doit en effet être en mesure d'avoir une discussion de spécialiste avec les*

*entrepreneurs pour leur donner des conseils stratégiques et procéder à des arbitrages d'ordre financier. (...) Si l'acquisition de compétences financières ne pose pas de problème particulier, acquérir des compétences non financières est plus problématique<sup>219</sup> ».*

Critères 8 et 9 : Le rationnel d'investissement se focalise sur les fondamentaux de la croissance à venir. En effet, la création de valeur en capital risque ne bénéficie pas de l'ingénierie financière. C'est ce que détaille l'AFIC dans son article « *Création de valeur dans le secteur des NTIC* » en ces termes : « *Les opérations de Capital Risque concernent des entreprises en création ou post-création. Ces entreprises ne peuvent généralement pas être financées par de la dette ni valorisées sur la base de comparables d'EBIT ou d'EBITDA (équivalents au Résultat d'Exploitation ou à l'Excédent Brut d'Exploitation), ce qui modifie les leviers dont dispose l'investisseur pour la réalisation de son objectif de plus-value sur les fonds propres investis. Schématiquement, on peut analyser la création de valeur pour l'actionnaire en Capital Risque selon deux axes : • la croissance des chiffres clés de l'entreprise (financiers ou commerciaux, quantifiables), • l'augmentation du multiple de valorisation (appliquée à des indices financiers, mais aussi fréquemment à des paramètres incorporels non liés à la taille de l'entreprise)*<sup>220</sup> ».

Critère 10 : Le financement apporté par le capital risque est généralement séquencé dans le temps. Cette approche s'est imposée en pratique, car elle permet à l'investisseur de rééquilibrer le rapport de force avec le promoteur, dans un environnement inefficient de forte asymétrie d'information. C'est l'analyse livrée par Paul Gompers et Josh Lerner dans leur article de recherche « *The venture capital revolution* » (cité *supra*) : « *Staged capital infusion may be the most potent control mechanism a venture capitalist can employ (...). Staged capital infusion keeps the owner/manager on a ‘tight leash’ and reduces potential losses from bad decisions.*

---

<sup>219</sup> CHARREIRE PETIT, S. DUBOCAGE, E. L'apprentissage du capital-risqueur : une singularité des liens entre sa légitimité et ses échecs. *Université Paris Sud 11, PESOR*. 2010.

<sup>220</sup> DUBUS, Geoffroy (AFIC). *Les ABCdaires du Capital Investissement. Création de Valeur dans le secteur des NTIC*. Paris, 2006

*The venture capitalist can increase the duration of funding and reduce the frequency of reevaluation as the company becomes better established and conflicts with the entrepreneurs appear more likely ».*

Critère 11 : La qualité des réseaux et la gestion de l'informel font partie des savoir-faire clés de l'équipe de gestion des fonds de capital risque, à nouveau dans le but de circonscrire, puis de tenter de réduire, les effets de l'asymétrie d'information. C'est ce qu'analyse Conrad Wang dans son étude menée auprès de 16 investisseurs spécialisés, et intitulée « *Key Success Factors and Career Risks for Junior-Level Personnel in Venture Capital* » : « *Returning to the personality aspect of the venture capital industry, there was near unanimous emphasis on the importance of ‘networking’ in being a successful venture capitalist. In general, the notion is to become well-known in the industry (...). In this context, having a good network isn't just a matter of whose names are in one's rolodex; it also means how much influence one has with those people, and whether or not they are willing to help one accomplish one's goals. It might be a self-evident observation, but being good at networking means not only having good interpersonal skills, but also understanding that good networks are built on give-and-take, and being able to help others out*<sup>221</sup> ». Et de poursuivre sur l'importance des réseaux au-delà de la recherche de deal-flow : « *Notably, having strong networks among large companies can be valuable in the life sciences sector, since M&A activity is a durable exit option, particularly in the medtech area. Having contacts with people in industry is also useful from the perspective of being able to connect portfolio company management to outsiders with operational expertise and experience* ».

Critère 12 : La connaissance de la technologie sous-jacente de la PME est un savoir-faire saillant de l'équipe de gestion de capital risque. C'est ce que concluent Sven de Cleyn, Geert Bosmans et Johan Braet dans leur article de recherche « *The Technological Background of Venture Capitalist Teams: Literature Myths versus*

---

<sup>221</sup> WANG, C. Key Success Factors and Career Risks for Junior-Level in Venture Capital. *The Journal of Private Equity*, Hiver 2006, 10(1), 73-79

*Reality* ». Fondée sur une enquête auprès de professionnels du capital risque, la recherche place la technologie et l'équipe de *management* aux deux premières places des critères de choix des PME-cibles : « *In general, the technologists have an influential role. According to the research on which this article is based, almost 90% of the VC teams declare they use technological decision criteria during the assessment process of new business proposals. Again, this is contradictory to an expectation based on an extensive literature review. The technology criterion is cited as the second most important. Indisputably, the most important criterion concerns the management team*<sup>222</sup> ».

Critère 13 : La proximité de l'équipe de gestion avec des *clusters* technologiques est une qualité importante. Les *clusters* sont des grappes d'entreprises, selon le concept développé par Michael Porter (voir *supra*<sup>223</sup>). Dans l'univers des technologies, ces *clusters* prennent la forme de technopoles, où grandes entreprises, laboratoires de recherche, *start-ups* et *venture capitalists* se concentrent dans un périmètre géographique limité et intégré – constituant un écosystème fortement identifié (la *Silicon Valley* en Californie, la *Telecom Valley* en Bretagne,...). C'est ce qu'analyse Michel Ferrary dans son article « *Les capital-risqueurs comme ‘transiteurs’ de l’innovation dans la Silicon Valley* ». Selon l'auteur, les sociétés de capital risque « *jouent un rôle de ‘transiteurs’ de l’innovation en solvabilisant la demande de l’entrepreneur, en sélectionnant les meilleurs start-up, en les signalant au réseau d’organisations du cluster, en apportant à l’entrepreneur des connaissances spécifiques à la phase de transition et en l’encastrant socialement avec les autres acteurs du réseau (...). L’exemple de la Silicon Valley montre que l’absence de SCR au sein d’un cluster de hautes technologies constitue une forme de chaînon manquant dans la coordination interorganisationnelle de l’innovation radicale*<sup>224</sup> ».

---

<sup>222</sup> DE CLEYN, S. BOSMANS, G. BRAET, J. The Technological Background of Venture Capitalist Teams:

Literature Myths versus Reality. *The Journal of Private Equity*, Automne 2007, 10(4), 7-17

<sup>223</sup> Partie II / Section II.3 / I / 3

### **Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents**

La dualité de l'équipe de gestion, organisée par Beltone MidCap Egypt, constitue notre recommandation au plan élargi des pays émergents, à l'image de la situation actuelle du capital risque. Cette dualité interne de l'équipe de gestion répond à la dualité de l'opportunité de marché, constituée des PME éligibles à un investissement en capital (entreprises égyptiennes, PME des pays émergents et *start-ups* technologiques).

Il reste désormais à aborder la nature des souscripteurs de Beltone MidCap Egypt (Pôle 3), ainsi que ceux des fonds actifs dans les pays émergents au sens plus général, ce que nous faisons dans le chapitre III qui suit. Nous chercherons à en tester la teneur, qui, selon qu'elle apparaîtra monolithique (« *monale* ») ou contrastée (« *duale* »), permettra de conclure sur les chances de succès des fonds d'investissement considérés, selon la grille de lecture de Timmons.

---

<sup>224</sup> FERRARY, M. Les capital-risqueurs comme « transiteurs » de l'innovation dans la Silicon Valley. *Revue Française De Gestion*. January 2009; (190):179-196.

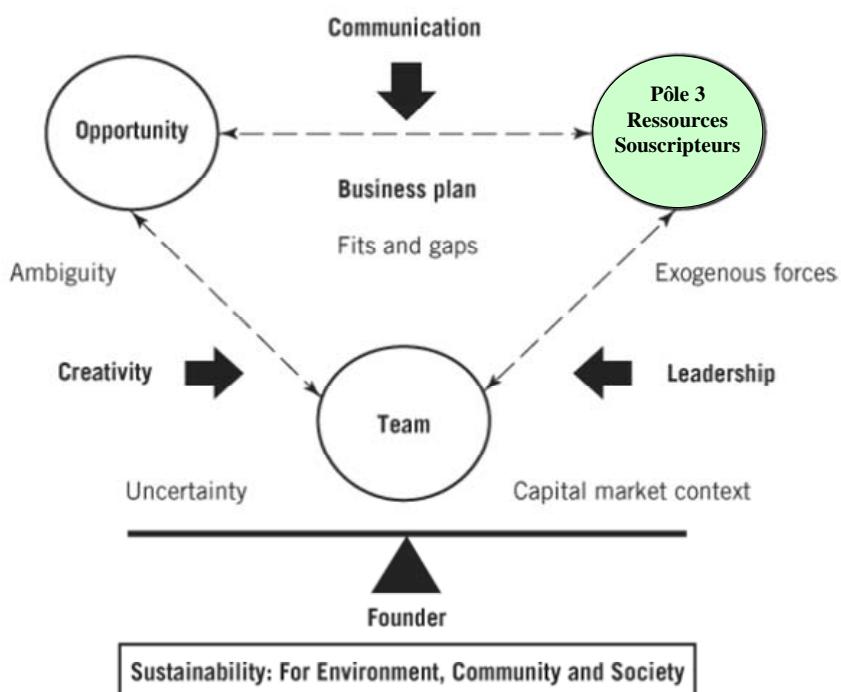
### **III. Troisième pôle d'ancrage : les ressources financières**

Les souscripteurs constituent le dernier des trois pôles d'ancrage de Beltone MidCap Egypt. Nous décrivons leurs caractéristiques générales dans la région MENA (chapitre 1), puis nous qualifions la nature des souscripteurs du fonds Beltone MidCap Egypt (chapitre 2), ce qui nous amènera à conclure en constatant leur dualité. Ce raisonnement trouvera dans le chapitre 3 une application élargie aux pays émergents, corroborée par la situation actuelle du capital risque technologique.

#### **1. Les ressources financières de Beltone MidCap Egypt selon Timmons**

Les souscripteurs du fonds (ou LPs, *Limited Partners*) constituent les ressources financières de Beltone MidCap Egypt au sens de Timmons, comme illustré ici :

Figure 38. Les ressources financières de Beltone MidCap Egypt au sens de Timmons



Source : Olivier Younès, d'après le modèle de Jeffrey Timmons

Selon le rapport « *Panorama du Capital-Investissement dans la région MED*<sup>225</sup> » publié par Anima en mai 2011, le capital investissement affiche une tendance en croissance dans la région MED<sup>226</sup>, avec plus de 120 fonds de capital investissement créés depuis 2008. Comme l'écrivent les auteurs : « *En termes de pays d'investissement, Israël reste largement en tête des destinations méditerranéennes privilégiées avec 243 fonds et 23 milliards de dollars qui lui sont consacrés depuis 1990. L'attractivité de la Turquie ne cesse de se confirmer : elle devient de plus en plus régulièrement la cible d'opérations de grande envergure. Les autres pays de la région - Egypte Maroc et Tunisie en tête - continuent leur progression : ils attirent de plus en plus de capitaux étrangers et se positionnent comme de nouveaux investisseurs* ». Depuis 1990, les pays MED ont levé près de 60 milliards USD et financé près de 5 000 entreprises. A ce jour, 309 sociétés de gestion se sont intéressées à la région et y sont intervenues à travers 534 fonds, dont 311 sont encore en activité. Ce développement s'est accompagné d'une professionnalisation des équipes de gestion : Anima observe cependant une inflexion du capital investissement vers davantage de concentration spatiale (fonds mono-pays) et de spécialisation thématique (fonds sectoriels), tandis que les fonds de deuxième génération se multiplient. Enfin, les effets mesurés par Anima sur la sphère réelle ressortent positifs : « *le capital-investissement aurait en effet créé près de 330 000 emplois directs et apporté environ 20 milliards USD de chiffre d'affaires annuel supplémentaire sur les 15 dernières années* ». Anima dresse ainsi un panorama du capital investissement en expansion et en mutation, et évoque la réduction relative de l'« *equity gap* », ce maillon absent de la chaîne de financement qui pénalise les sociétés les plus jeunes.

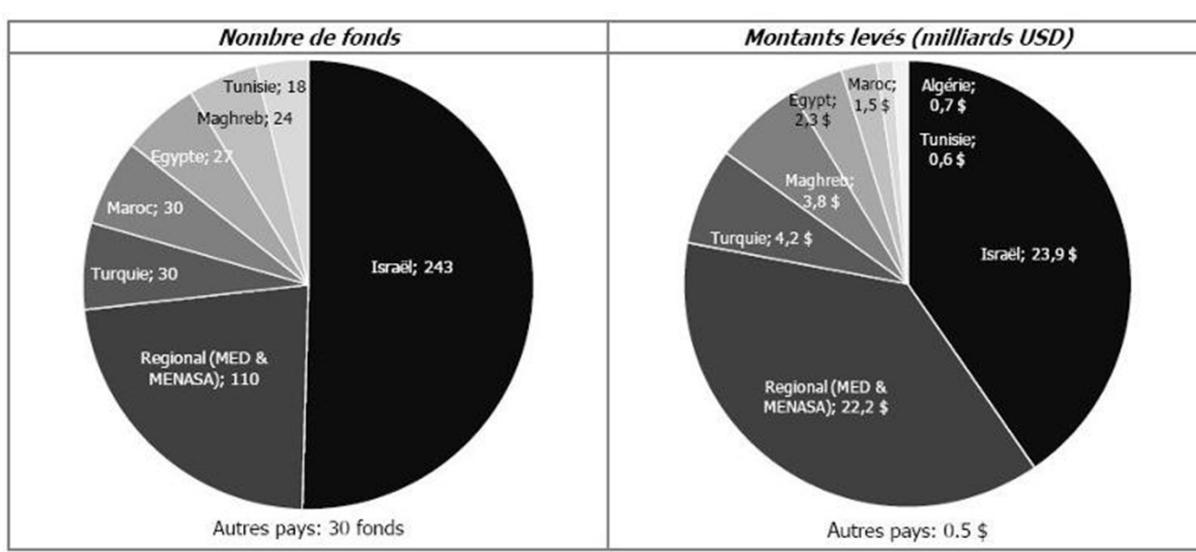
---

<sup>225</sup> TABET, Manal. De SAINT-LAURENT Bénédict. ABDELKRIM Samir. Med Funds 2011 : *Panorama du Capital-Investissement dans la région MED*, étude N°17 / Mai 2011. Marseille, France : Anima, Mai 2011, 92 p.

<sup>226</sup> La Région MED regroupe, selon la définition d'Anima : l'Algérie, l'Egypte, Israël, la Jordanie, le Liban, la Libye, le Maroc, la Syrie, la Tunisie, l'Autorité Palestinienne et la Turquie

Le réseau Anima schématise comme suit l'industrie du capital investissement en Méditerranée sur les 20 dernières années :

Figure 39. Le capital investissement en Méditerranée sur 20 ans (1990-2010)

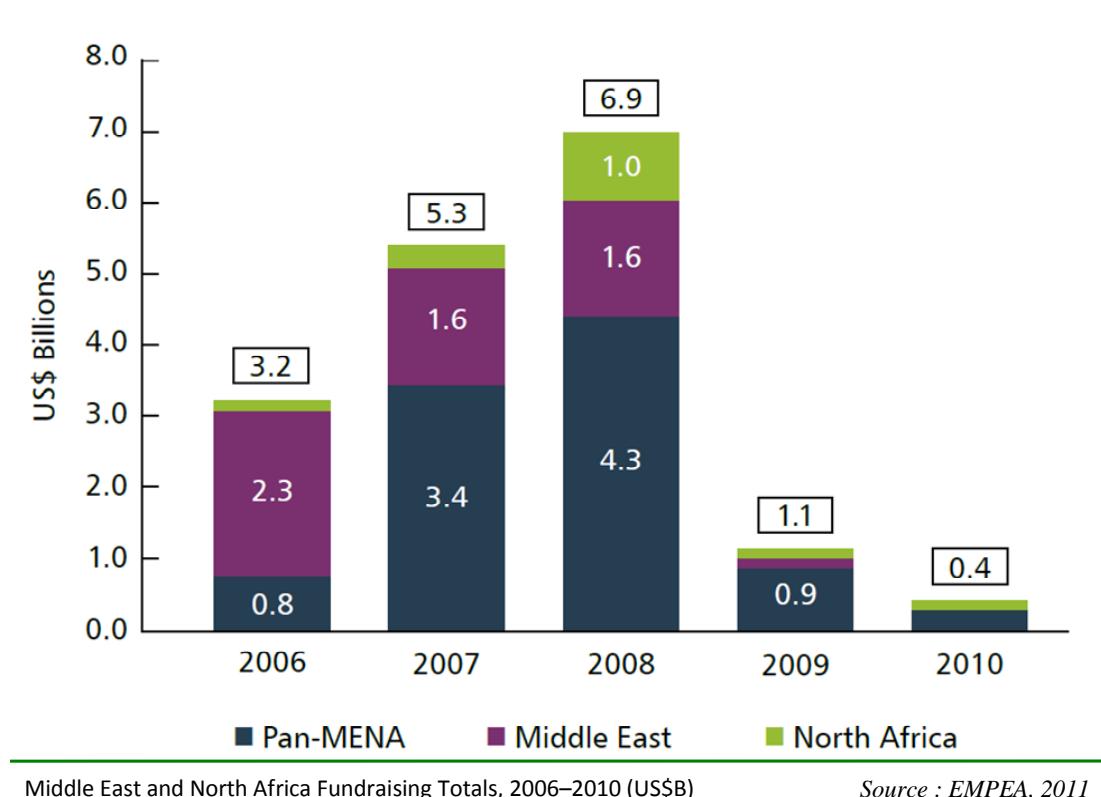


Source : Bilan 2011 de l'Observatoire MedFunds, Anima

Cette évolution haussière constatée depuis 1990 ne saurait pourtant éclipser le renversement de tendance observé en 2009. Comme l'écrit l'EMPEA dans son rapport d'activité « *Insight: North Africa* » publié en avril 2011 : « *Au cours des dernières années, les investisseurs en capital investissement ont augmenté leur exposition sur l'Afrique du Nord, séduits par ses fondamentaux encourageants. Une population jeune, une main-d'œuvre qualitative, des ressources naturelles importantes, des opportunités d'investissement dans les infrastructures et un nombre croissant de gestionnaires de fonds sophistiqués actifs dans la région. Néanmoins, malgré son potentiel, le climat du capital investissement dans la région a été fortement frappé par la crise financière - les levées de fonds se sont effondrées de plus de 75% entre 2008 et 2010. De plus, l'instabilité politique du début 2011 devrait prolonger encore cette*

période de ralentissement du capital investissement dans la région<sup>227</sup> ». Cette très forte attrition du capital investissement en Méditerranée est visible dans le schéma suivant :

Figure 40. Les levées de fonds du capital investissement dans la région MENA



Dans son analyse, l'EMPEA considère que la transition postrévolutionnaire de certains des pays de la rive Sud de la Méditerranée aura un impact négatif à court terme sur les sociétés en portefeuille : revue à la baisse des budgets, augmentation de l'inflation, risque de change et réduction de l'activité à l'export. À moyen terme, l'Association affiche un « *optimisme vigilant* » pour cette classe d'actifs, une fois « *la poussière révolutionnaire retombée* ». Et estime que les effets à venir des transitions nationales seront positifs : un environnement politique stabilisé, une réglementation plus favorable au climat des affaires, et une croissance économique accélérée. Autant de facteurs susceptibles, selon elle, d'entraîner un regain d'activité du capital

<sup>227</sup> EMPEA, Emerging Markets Private Equity Association, ouvrage collectif. *Insight: North Africa*. Washington DC, USA : EMPEA, Avril 2011, 8 p.

### **Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents**

investissement régional dans le futur. Pour autant l'inefficience demeurerait, à travers les limites de la force exécutoire des contrats, la faible profondeur du marché boursier local et l'opacité du fonctionnement des PME et de la sphère publique.

## **2. Beltone MidCap Egypt : la dualité des souscripteurs**

À l'image de l'opportunité de marché et de l'équipe entrepreneuriale, les ressources financières dont bénéficie Beltone MidCap Egypt ressortent *duales*. La mixité des souscripteurs est avérée par la coexistence d'actionnaires publics tels que IFC-World Bank et la BEI (Banque Européenne d'Investissement) d'une part, et d'actionnaires privés tels qu'EDBE (Egyptian Development Bank of Export), le Crédit Agricole et certains *family offices* locaux d'autre part. Cette logique *duale* évoque un partenariat public-privé financier, dans la mesure où la sphère publique contribue à réduire la perception du risque par les souscripteurs privés, ce qui facilite leur prise de décision d'investissement. La diversité des localisations accentue encore la dualité des ressources financières : Luxembourg et Etats-Unis pour les fonds publics ; France et Égypte pour les fonds privés.

Tableau 26. Qualification des ressources financières de Beltone au sens de Timmons

Pôle 3		Beltone MidCap Egypt
Souscripteurs (LPs)		Financement <i>dual</i> Souscripteurs privés ET publics
14	Privé	LPs institutionnels (Egyptian Development Bank of Export, Crédit Agricole), <i>family offices</i> et personnes physiques
15	Public	Organismes multilatéraux : IFC-World Bank et Banque Européenne d'Investissement
16		Organismes bilatéraux : dossier en cours d'instruction pendant la période d'étude du cas clinique

Source : Olivier Younès

Pour attirer les fonds de souscripteurs de nature différente, une structure *duale* a été constituée : la société de gestion est distincte du réceptacle des souscriptions, et ces deux entités sont liées par un contrat de gestion. Une telle organisation présente de nombreux avantages : elle installe une société de gestion pérenne, ce qui permet à l'équipe d'accumuler de l'expérience en gérant une succession de fonds d'investissement dans le temps. Ces fonds peuvent être différenciés selon les géographies, avec des risques spécifiques qui restent cantonnés aux seuls souscripteurs concernés. Au cas d'espèce, la stratégie déclarée de Beltone MidCap Egypt était d'être ultérieurement complété par d'autres fonds mono-pays de la région MENA, dans l'optique de construire une empreinte régionale. Le choix de la structure *duale* s'est donc imposé, pour proposer à des souscripteurs différenciés dans leur stratégies géographiques des véhicules d'investissement *ad hoc*, bien que tous soient gérés par la même société de gestion - dont l'expérience se capitalise au fil du temps et des millésimes.

Un autre enjeu de la levée de fonds a été le risque de change. Certes, la livre égyptienne est convertible en dollar américain, ce qui constitue un avantage concurrentiel de l'Égypte aux yeux des investisseurs internationaux. Mais le fonds Beltone MidCap Egypt, libellé en dollars américains, à vocation à investir localement en livres égyptiennes dans des PME locales, ce qui constitue un risque de change structurel. En la matière, les bonnes pratiques consistent à ne pas couvrir ce risque, du fait des perspectives d'appreciation à terme de la devise locale et du coût élevé qu'entraînerait une éventuelle couverture de change.

### 3. Les souscripteurs : proposition d'un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents

Appliquée aux souscripteurs d'un fonds de capital investissement dans les pays émergents, la grille de lecture de Timmons révèle une composition *duale* de type PPP (Partenariat Public-Privé). Cette mixité caractérise également les ressources financières des fonds de capital risque, qui bénéficient du fléchage de fonds publics au travers d'incitations fiscales, en complément des apports des souscripteurs privés. En revanche, le capital développement et le LBO ressortent exclusivement financés par la sphère privée, un financement que nous qualifions de monal.

Le tableau ci-dessous clive, à travers la revue de 3 critères sous-jacents, les segments matures du capital investissement selon la nature de leurs ressources financières :

Tableau 27. Pôle 3 - Les ressources financières : discrimination des segments matures

Echantillon de référence : segments matures du capital investissement				
Pôle 3	EMPE (*)	Capital risque	Capital développement	LBO
Souscripteurs (LPs)	<b>Financement dual</b> Souscripteurs privés ET publics		<b>Financement monal</b> Souscripteurs privés	
14	Privé	LPs institutionnels et personnes physiques	LPs institutionnels et personnes physiques	
15	Public	Organismes multilatéraux : Banque Mondiale, Banque Européenne d'Investissement, BERD  Organismes bilatéraux : AFD/Proparco, Banque Africaine de Développement (BAD)	Incitations fiscales : réduction d'impôts pour les souscripteurs (FCPI) ou subsides (Crédit d'Impôt Recherche)  Financements publics des technopoles, des génoles et des incubateurs : Yozma en Israël, pôles de compétitivité en France	N/A
16				N/A

(\*) EMPE : Emerging Markets Private Equity, Capital investissement dans les pays émergents

Source : Olivier Younès

Les fonds propres des PME des pays émergents, comme ceux des *start-ups* technologiques, résultent d'une transformation d'épargne d'origine privée et publique : ces ressources duales proviennent d'institutions financières et d'organismes étatiques, nationaux, bilatéraux ou multilatéraux. En effet, le capital investissement dans les pays émergents et le capital risque permettent à la fois une création de valeur pour les actionnaires et pour la communauté. Cette dualité dans les objectifs appelle un financement à l'avenant, tourné vers une logique capitaliste et orienté vers le bien public ; sur ce dernier point, la diffusion de technologies à l'origine déficitaire, ou le recul de la pauvreté et de l'opacité, illustrent respectivement quelques unes des externalités positives du capital investissement dans les pays émergents et du capital risque dans les pays développés.

En revanche, la sphère publique ne sponsorise généralement ni le capital développement, ni le LBO - dont la logique financière et concurrentielle implique une approche concentrée sur la création de valeur actionnariale. Timidement, les frontières commencent à bouger, par la prise en compte de critères de performance non-financiers qualifiés d'ESG (Environnement, Social, Gouvernance). Au-delà de la volonté politique affichée, l'imprégnation du capital développement et du LBO par ces critères prendra du temps, au rythme des cycles décennaux des véhicules d'investissement. Ils sont en revanche très présents dans les pays émergents, comme en témoigne le chapitre complet qui y est consacré dans l'instruction du dossier Beltone MidCap Egypt par IFC-World Bank (voir *supra*).

En conséquence, le capital risque et le capital investissement dans les pays émergents, apparaissent soutenus par un Partenariat Public-Privé (PPP) par essence « *dual* ». Ainsi, le Pôle d'ancre 3 - Ressources financière s'équilibre-t-il avec le Pôle 1 de l'opportunité de marché des PME dans les pays émergents, selon le modèle de Timmons. En revanche, le capital développement et le LBO ne drainent qu'un financement privé, que nous qualifions de *monal*. Cette conformation des ressources financières à l'œuvre fait ainsi apparaître un déséquilibre face à l'opportunité de marché des PME dans les pays émergents.

Une revue de la littérature en capital risque apporte des enseignements sur les 3 critères qui structurent le Pôle 3 - Souscripteurs. Nous les décrivons dans les lignes qui suivent.

Critère 14 : Le financement du capital risque, au même titre que l'ensemble des actifs alternatifs, se fait fondamentalement par les acteurs privés. En complément, l'utilisation de deniers publics pour le financement de certains actifs se développe, dans la mesure où un impact positif sur le bien public en est attendu. C'est le cas en capital risque, domaine dans lequel la sphère publique investit depuis plusieurs décades aux États-Unis et en Europe. Selon le cas, cet investissement prend la forme d'avantages fiscaux (Critère 15) ou de financement d'incubateurs publics (Critère 16). Dans son article « *When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes* », Josh Lerner rappelle : « *The initial reaction of a financial economist to the argument that the government needs to invest in growth firms is likely to be scepticism. A lengthy literature has highlighted the role of financial intermediaries in alleviating moral hazard and information asymmetries. Young high-technology firms are often characterised by considerable uncertainty and informational asymmetries, which permit opportunistic behaviour by entrepreneurs. Why one would want to encourage public officials instead of specialised financial intermediaries (venture capital organisations) as a source of capital in this setting is not immediately obvious<sup>228</sup>* ».

Malgré ce scepticisme, il ressort que les investissements en capital risque issus de la sphère publique sont substantiels, comme l'auteur le précise dans la suite de sa recherche : « *The federal government has played an active role in financing new firms, particularly in high-technology industries, since the Soviet Union's launch of the Sputnik satellite. In recent years, European and Asian nations and many US states have adopted similar initiatives. While these programmes' precise structures have differed, the efforts have been predicated on two shared assumptions: (i) that the*

---

<sup>228</sup> LERNER, J. When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes. *Economic Journal*. February 2002; 112(477):F73.

*private sector provides insufficient capital to new firms, and (ii) that the government either can identify investments which will ultimately yield high social and/or private returns or can encourage financial intermediaries to do so ».*

Enfin, dans son article intitulé « *Le financement de la création et de la croissance des 'start-up' de technologie<sup>229</sup>* », Bernard Daugeras développe une idée relevant d'un Partenariat Public-Privé financier à destination des *start-ups* technologiques : « *Une seule étape souffre d'un handicap certain, il s'agit de 'la preuve de concept' scientifique et technique, pour laquelle ni les organismes de recherche ni les agences de financement n'ont les outils adéquats. (...) L'expérience étrangère (américaine, israélienne, etc.) conduit à penser que seul l'argent public peut combler cette carence* ».

Critère 15 : L'un des deux canaux principaux que peuvent emprunter les deniers publics pour financer le capital risque – et, *in fine*, les *start-ups* technologiques – est l'incitation fiscale, comme l'explique Philippe Jurgensen dans son article « *Venture Capital et PME<sup>230</sup>* ». En France, rappelle l'auteur, ces incitations fiscales ont pris des formes diverses et complémentaires telles que : les JEI - Jeunes Entreprises Innovantes (charges fiscales et sociales réduites), le CIR - Crédit d'Impôt Recherche, et les FCPI - Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (réduction d'impôts accordées aux personnes physiques qui souscrivent à des fonds d'investissement).

Critère 16 : Le financement public passe aussi par la création d'incubateurs, dont le poids peut être considérable, notamment lorsqu'ils s'intègrent dans des *clusters* technologiques. Josh Lerner décrit deux initiatives concluantes dans son article « *The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital* » (Yozma en Israël et New Zealand Ventures Investment Fund en Nouvelle Zélande). L'initiative israélienne apparaît concluante : « *In June 1992, the Israeli government established Yozma Venture Capital Ltd., a US \$100 million fund wholly owned by the public sector (...). One decade after the program's inception, the ten original Yozma groups were*

---

<sup>229</sup> In GLACHANT, Jérôme. LORENZI, Jean-Hervé. TRAINAR, Philippe. *Private Equity et capitalisme français*. Paris : La Documentation Française, 2008, 329 p.

### **Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents**

*managing Israeli funds totaling US \$2.9 billion, and the Israeli venture market had expanded to include 60 groups managing approximately US \$10 billion (Erlich 2003). In most tabulations, Tel Aviv has surpassed Boston as the urban area with the most venture activity after San Francisco<sup>231</sup> ».*

Ainsi, il ressort à travers la revue des 16 premiers critères qui structurent les trois pôles d'ancrage, que la littérature du capital risque décrit des traits similaires à ceux que nous avons étudiés et observés pour le capital investissement dans les pays émergents.

---

<sup>230</sup> JURGENSEN, P. Venture capital et PME. *Revue D'économie Financière*. October 2008; 93:77-87.

<sup>231</sup> LERNER, J. The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital. *Small Business Economics*. Juillet 2010; 35:255-265.

## **IV. Conclusion : trois pôles d'ancrage de nature « *duale* », équilibrés au sens de Timmons**

En conclusion, la grille d'analyse de Timmons appliquée au fonds d'investissement Beltone MidCap Egypt permet de répondre par l'affirmative à la question de l'équilibre de ses trois pôles d'ancrage, tant qualitativement que quantitativement. Nous retenons cette conclusion comme généralisable à un niveau plus vaste, à la fois au financement des PME dans les pays émergents et au capital risque technologique.

Le cas de Beltone MidCap Egypt permet de décrire la mécanique d'équilibre des trois pôles d'ancrage aux plans qualitatif et quantitatif.

Au plan qualitatif : les ressources humaines et financières font apparaître une dualité, à l'image de la dualité de l'opportunité de marché constituées des PME égyptiennes, à la fois solides (profitables et en fort développement) et vulnérables (sous-capitalisées et subissant un risque-pays grandissant). L'équipe de gestion est de culture duale (égyptienne et française) et de savoir-faire dual (expérience du capital investissement et de métiers connexes tels que la banque d'affaires). De même, les ressources financières sont de nature duale (publique et privée) et de géographie duale (Région Euromed et Etats-Unis).

Au plan quantitatif : l'opportunité de marché s'avère très profonde (Pôle 1), avec un nombre de PME formelles atteignant 2,5 millions en Egypte. Ce volume d'entreprises est à mettre en regard du nombre moyen de PME dans un portefeuille de capital investissement, de l'ordre de 10 à 12. L'enjeu opérationnel est donc de gérer l'abondance des cibles, par une sélectivité élevée et efficace. Par ailleurs, les montants levés auprès des souscripteurs (Pôle 3) fixent, par le jeu du calcul des *management fees*, le niveau de chiffre d'affaires de la société de gestion pour les 10 années à venir, d'une valeur généralement comprise entre 2,0% et 2,5% par an des montants levés – du moins sur les premières années de vie (période d'investissement). Ce chiffre

**Partie III** – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents

d'affaires constraint la structure de coûts de la société de gestion, pour préserver la continuité d'exploitation ; ce faisant, elle fixe la taille du Pôle 2 - Equipe de gestion, qui en est le principal poste. Cette mécanique itérative permet un dimensionnement harmonieux des trois pôles d'ancrage au plan quantitatif.

À présent que les trois pôles d'ancrage ressortent harmonieux et équilibrés, nous allons étudier le *business plan* qui les unit et en matérialise la dynamique (section III.3).

### Section III.3-La dynamique des pôles: tentative de généralisation du cas égyptien aux pays émergents

Dans cette Section III.3, nous traitons de la dynamique des 3 pôles d'ancrage de Beltone MidCap Egypt, des fonds dans les pays émergents et du capital risque : cette dynamique opérationnelle se structure en 3 phases : investissement, suivi et sortie.

La Phase 1 de l'investissement par Beltone MidCap Egypt, et plus généralement par les fonds des pays émergents et en capital risque, est qualifiée d'*« entrepreneuriale »* : il s'agit d'une démarche proactive et versatile, valorisant les réseaux pour créer un *deal flow* et l'actionnariat minoritaire actif pour gérer le portefeuille. Dans les pays émergents, cette approche permet l'alignement d'intérêt avec la famille actionnaire qui continue de se considérer « *chez elle* » malgré l'ouverture du capital ; dans l'univers des *start-ups*, le promoteur conserve également sa posture entrepreneuriale, grâce à une dilution mesurée.

La Phase 2 du suivi par Beltone MidCap Egypt, par les fonds des pays émergents et en capital risque ressort « *entrepreneuriale* », focalisée sur la création de valeur par les fondamentaux économiques (chiffre d'affaires, marges d'exploitation, prime stratégique).

La Phase 3 de la sortie par Beltone MidCap Egypt, par les fonds des pays émergents et en capital risque, est qualifiée d'*« entrepreneuriale »* du fait du potentiel de valeur et de synergies qui en est attendu. Cela correspond à une opération stratégique pour l'acquéreur, pour pénétrer un marché émergent dynamique et difficile d'accès. Selon notre acception élargie de l'émergence, ce marché-cible correspond dans les pays émergents à une économie nationale, et dans l'univers des *start-ups* à une niche technologique.

En conclusion, à l'image de ces trois pôles d'ancrage, la dynamique des fonds étudiés ressort équilibrée et qualifiée d'*« entrepreneuriale »* selon la grille de Timmons.

Cette Section III.3 clôt la Partie III et la thèse. La conclusion résume nos travaux et questionne : « *Un petit pas pour la science, un grand pas pour la profession ?* »

Dans la section III.3, nous étudions le retour d'expérience de Beltone MidCap Egypt, élargi aux fonds des pays émergents et de capital risque en termes de flux : les trois phases opérationnelles du *business plan* sont ainsi respectivement analysées (chapitre I à III) à travers 14 critères, avant de conclure la présente section sur l'atteinte d'un équilibre par ces trois phases (chapitre IV).

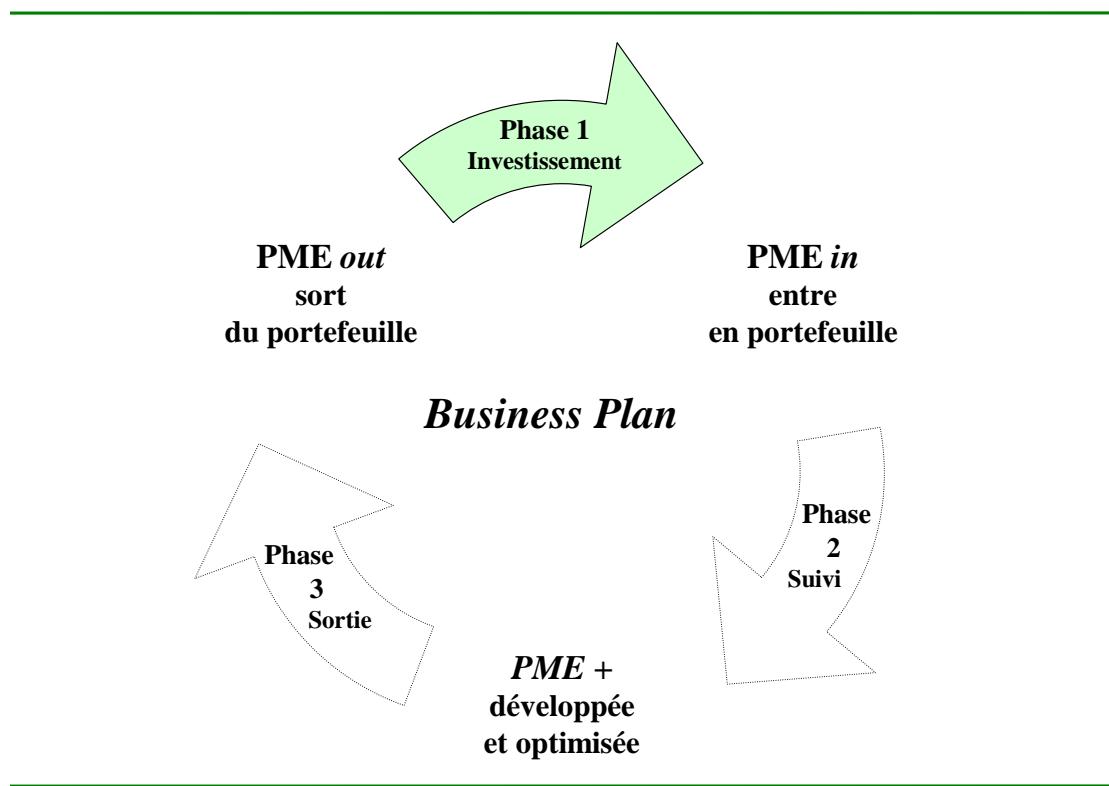
## I. La première phase du *business plan* : l'investissement

L'investissement est la première des trois phases du *business plan*. Nous abordons ici la stratégie de Beltone MidCap Egypt (chapitre 1), puis qualifions cette phase d'investissement selon la grille de Timmons, en concluant à la qualité « *entrepreneuriale* » de cette approche d'investissement.

### 1. La stratégie et le processus d'investissement de Beltone MidCap Egypt

La phase d'investissement constitue la première étape du *business plan* de Beltone MidCap Egypt au sens de Timmons, comme l'illustre le schéma ci-après :

Figure 41. La phase d'investissement chez Beltone MidCap Egypt



Source : Olivier Younès

Sur la base de l'indice *Doing Business* 2012 publié par IFC-World Bank, l'Egypte ressort en 110<sup>ème</sup> position (versus 106<sup>ème</sup> l'année précédente), parmi les 183 économies étudiées dans le monde. L'analyse détaillée de cette notation soulève des questions quant à la stratégie d'investissement idoine pour Beltone MidCap Egypt, et partant, interroge sur un modèle de capital investissement adapté aux pays émergents. La méthodologie de calcul de la notation IFC-Doing Business 2012 considère en effet 10 critères sous-jacents (détaillés *supra*<sup>232</sup>), parmi lesquels 4 focalisent notre attention dans le contexte égyptien, sur les thèmes de l'activité opérationnelle des PME nationales et de la protection des investisseurs.

Ces critères sous-jacents sont encadrés dans la fiche de notation de l'Égypte, reproduite ci-dessous :

<sup>232</sup> Partie I / Section I.2 / III / 1

### Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents

Tableau 28. Classement de l'Egypte selon l'indice IFC-Doing Business 2012

EGYPT, ARAB REP.		Middle East & North Africa	GNI per capita (US\$)	2,340
		Lower middle income	Population (m)	84.5
Starting a business (rank)	110	Registering property (rank)	93	64
Procedures (number)	21	Procedures (number)	7	8
Time (days)	6	Time (days)	72	12
Cost (% of income per capita)	5.6	Cost (% of property value)	0.8	613
Minimum capital (% of income per capita)	0.0			9
		Getting credit (rank)	78	12
Dealing with construction permits (rank)	154	Strength of legal rights index (0-10)	3	755
Procedures (number)	22	Depth of credit information index (0-6)	6	
Time (days)	218	Public registry coverage (% of adults)	3.5	
Cost (% of income per capita)	155.3	Private bureau coverage (% of adults)	13.7	
		Protecting investors (rank)	79	147
Getting electricity (rank)	101	Extent of disclosure index (0-10)	8	41
Procedures (number)	7	Extent of director liability index (0-10)	3	
Time (days)	54	Ease of shareholder suits index (0-10)	5	1,010
Cost (% of income per capita)	455.5	Strength of investor protection index (0-10)	5.3	26.2
		Paying taxes (rank)	145	
		Payments (number per year)	29	
		Time (hours per year)	433	
		Total tax rate (% of profit)	43.6	137
				4.2
				22
				17.7

Source : IFC-World Bank – Doing Business, 2012

Le premier thème de l'activité opérationnelle de la PME (cadres 1 et 2) soulevé par l'Indice *Doing Business*, présente une ambivalence : certes, les opérations à l'export sont grandement facilitées (64<sup>ème</sup> rang, voir cadre 1), ce qui encourage une stratégie d'investissement ciblant les sociétés exportatrices ; mais, dans le même temps, la notation très dégradée de la résolution de l'insolvabilité (137<sup>ème</sup> rang, voir cadre 2) encourage au contraire une stratégie d'investissement à destination de sociétés aux opérations essentiellement domestiques, de forte proximité. Cette notation, qui marque une probabilité élevée de perte de créance sur un client douteux, ressort cependant relative dans le contexte du fonds d'investissement : l'investissement se conçoit en effet dans une perspective de sortie, et nous verrons que la cession industrielle est le scénario nominal de sortie des PME du portefeuille de Beltone MidCap Egypt. Or, les initiateurs naturels de ce type d'opérations sont des industriels internationaux cherchant à pénétrer le marché égyptien, qualifié de fort potentiel et de difficile à pénétrer.

Nous considérons donc que la nature internationale d'une PME égyptienne - y compris dans la structure de sa clientèle - peut représenter un avantage décisif dans la *short list* de cibles d'acquisition. Enfin, la présence de la banque EDBE (Egyptian Development Bank of Export) parmi les principaux souscripteurs encourage Beltone MidCap Egypt

à s'intéresser à l'international, par les mises en relation et l'accès facilité aux bonnes pratiques et aux outils d'assurance-crédit à l'export que permet la présence de cet actionnaire de référence. En conclusion, l'arbitrage conclut à une politique d'investissement dans des PME fortement exposées à l'export, et ce malgré les risques opérationnels d'insolvabilité des clients qui pourraient en découler.

Le second thème de la protection du statut de l'investisseur en capital (cadres 3 et 4) soulevé par l'Indice Doing Business, renvoie quant à lui à l'un des principaux arbitrages du capital investissement : faut-il être actionnaire minoritaire ou majoritaire des sociétés que l'on finance ? À l'instar du premier thème étudié sur l'exposition internationale des cibles, l'évaluation des présents critères ressort ambivalente : certes, la protection des investisseurs est relativement élevée (79<sup>ème</sup> rang, voir cadre 3) ; mais en contrepoint, la force exécutoire des contrats apparaît très limitée (147<sup>ème</sup> rang, voir cadre 4). Or, en matière de capital investissement, le support de l'actionnariat minoritaire est précisément le pacte d'actionnaires, qui permet de compléter contractuellement les prérogatives que l'investisseur juge nécessaires à son action, mais que le droit commun lui refuse du fait de son statut de minoritaire. En première lecture, l'évaluation du rapport *Doing Business* encouragerait donc une stratégie d'actionnaire majoritaire, en considérant l'actionnariat minoritaire comme fragile, puisqu'organisé par un contrat dont la force exécutoire est limitée. Au contraire de ce raisonnement, nous soutenons que c'est un actionnariat minoritaire et actif qu'il convient de déployer en Egypte, par la construction d'un alignement d'intérêt fort entre le fonds d'investissement et l'entrepreneur.

Nous considérons en effet que l'actionnariat majoritaire contient en germe des difficultés bien plus grandes que les avantages de protection qui en sont attendus : dégrader la dynamique et donc la valeur de la PME par une position majoritaire au capital constitue, selon nous, un risque réel, dans une conformation où le promoteur et sa famille, subitement devenus minoritaires dans « *leur propre entreprise* », se sentent lésés par l'opération en capital. Les effets opérationnels peuvent être majeurs, jusqu'à

### **Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents**

entraîner le dirigeant à déconsolider une partie des opérations vers la sphère informelle.

Selon la littérature, cette tentation de la position actionnariale majoritaire est effectivement diffusée dans les pays émergents, où la force exécutoire est limitée. Mais la performance d'un capital investissement ainsi orienté ressort contrastée, ce qui conforte notre analyse. C'est ce qu'analysent Josh Lerner et Antoinette Shoar dans une étude publiée en 2005 sous le titre « *Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity* ». Les auteurs y concluent : « *We find that investments in nations with effective legal enforcement are more likely to employ preferred stock and to have more contractual protections for the private equity group, such as supermajority voting rights and antidilution provisions. By way of contrast, contracts in low enforcement countries tend to rely more heavily on common stock (or even debt) and control the firm via majority ownership and board dominance. Relying on ownership as opposed to contractual protections seems to be only a partial remedy: these investments have lower valuations and returns (...). The legal system appears to profoundly shape the transactions into which private equity groups enter, and efforts to address this problem by relying on ownership rather than contractual protections are only partially successful*<sup>233</sup> ».

L'arbitrage en faveur d'un actionnariat minoritaire peut aussi être conçu comme une façon de préserver la nature familiale des entreprises en portefeuille. En effet, cette teneur familiale semble marquée par une performance opérationnelle supérieure, pour des raisons que développent Alain Bloch, Nicolas Kachaner et Sophie Mignon dans leur ouvrage publié en 2012 « *La stratégie du propriétaire – Enquête sur la résilience des entreprises familiales face à la crise*<sup>234</sup> ». Les auteurs y décrivent des entreprises familiales aux caractéristiques ambivalentes - à la fois audacieuses et prudentes – ce qui en expliquerait la surperformance. La particularité de ces PME familiales, qualifiées d'ambidextres, serait la réponse à trois contraintes spécifiques identifiées par

---

<sup>233</sup> LERNER, J. SCHOAR, A. Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. *Quarterly Journal Of Economics*. February 2005; 120(1):223-246

<sup>234</sup> BLOCH, A. KACHANER, N. MIGNON, S. *La stratégie du propriétaire – Enquête sur la résilience des entreprises familiales face à la crise*. Pearson Education France, 2012, 189 p.

les auteurs : la pérennité, la réputation, et l'indépendance - cette dernière dimension trouvant une réponse immédiate à l'ouverture minoritaire du capital. Ces développements viennent ainsi étayer nos propres réflexions sur la prévalence de l'alignement d'intérêt et de la préservation du caractère familial des PME cibles en Egypte, sur la force exécutoire censément défensive du pacte d'actionnaires. Ainsi, le choix stratégique d'un actionnariat minoritaire actif par Beltone MidCap Egypt permet-il, de notre point de vue, de conserver intacte la force motrice et la résilience propres aux entreprises familiales.

En complément, le débat sur la protection de l'actionnaire par voie judiciaire nous semble relatif, car les cas d'exécution d'un pacte d'actionnaires en justice sont rares. On peut y voir l'essence du capital investissement : la confiance mutuelle, l'alignement d'intérêt et la discrétion – corollaire de (bonne) réputation des investisseurs, à défaut d'une mercuriale officielle sur leurs performances. Cette primauté de l'actionnariat minoritaire actif, que nous recommandons en l'espèce, est directement inspirée du capital risque - ce qui constitue plus généralement notre recommandation pour un modèle de capital investissement adapté aux pays émergents. Au cas d'espèce, Beltone MidCap Egypt a confirmé une approche d'*« actionnaire minoritaire significatif »* dans le communiqué de presse cité *supra*<sup>235</sup>. Pour se protéger techniquement du risque de non-application des accords du pacte d'actionnaires, le recours à une clause d'arbitrage international peut aussi être envisagé même si, en pratique, le coût d'une telle procédure est dissuasif. C'est ce que rappelle le rapport d'IpeMed « *Mesures pour favoriser et garantir l'investissement en Méditerranée* » publié en décembre 2010 : « *Dans la région méditerranéenne, il existe un réseau conventionnel de 317 traités bilatéraux de protection de l'investissement (TBI) conclus entre les différents États constitutifs de cette zone. La protection offerte par ces accords comprend quasi systématiquement les dispositions suivantes : (...) clause de respect des engagements (umbrella agreement) : pleine et entière protection et sécurité* ». Mais, conclut le rapport sur ce sujet, la technique de l'arbitrage « *représente un coût extrêmement élevé pour les parties. Les PME se trouvent*

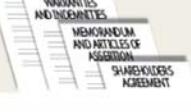
---

<sup>235</sup> Partie III / Section III.1 / I / 3

*quasiment exclues de ce système qui, de fait, n'est accessible qu'aux investisseurs d'importance significative<sup>236</sup> ».*

La première phase d'investissement est jalonnée par une documentation juridique que résume l'association anglaise du capital investissement BVCA, dans l'édition 2010 de son ouvrage « *A guide to Private Equity*<sup>237</sup> » :

Tableau 29. Étapes clés du processus d'investissement

Stage	Entrepreneur	Entrepreneur and Private Equity Firm	Private Equity Firm	Reports
Approaching the private equity firm/evaluating the business plan	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Appoint advisers</li> <li>• Prepare business plan</li> <li>• Contact private equity firms</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Review business plan</li> </ul>	
Initial enquires and negotiation	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Provide additional information</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Meet to discuss business plan</li> <li>• Build relationships</li> <li>• Negotiate outline terms</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conduct initial enquires</li> <li>• Value the business</li> <li>• Consider financing structure</li> </ul>	
Due diligence		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Liaise with accountants / Liaise with other external consultants.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Initiate external due diligence</li> </ul>	
Final negotiation and completion	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Disclose all relevant business information</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Negotiate final terms</li> <li>• Document constitution and voting rights</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Draw up completion documentation</li> </ul>	

Source : BVCA, 2010

En contrepoint du cycle d'investissement décrit par BVCA, l'expérience égyptienne a été marquée par un faible niveau de formalisme avec les entreprises éligibles à l'investissement. Ainsi, les PME ne disposaient-elles généralement que d'un *business plan* lacunaire, dont elles attendaient de l'équipe de gestion qu'elle le complète. D'autres opportunités d'investissement ont consisté dans des groupes de sociétés, qui se sont avérés n'être que la juxtaposition d'entreprises dont le promoteur et sa famille étaient les actionnaires de référence. Certes, la vision économique et les relations d'affaires entre les différentes sociétés validaient le périmètre d'une possible

<sup>236</sup> DIAMANTIS, E. GONNET, M. CHEVREAU, A. *Mesures pour favoriser et garantir l'investissement en Méditerranée*. Ipemed, CDC et CDG, Décembre 2010, 15 p.

<sup>237</sup> HAVERS, Simon (BVCA). *A Guide to Private Equity*. Londres, Royaume-Uni, Février 2010

opération ; en revanche, l'insensibilité du promoteur à la nécessité de regrouper ces entreprises sous un *holding* de tête, démontrait une connaissance limitée du capitalisme professionnel. La réponse à ce manque de formalisme a consisté à gérer l'ambiguïté - au sens de Timmons - en repoussant dans le temps les étapes nécessaires à une formalisation contractuelle. En effet, lors des premiers contacts entre le fonds d'investissement et la PME - qui se déroulent sur plusieurs semaines - l'enjeu est principalement de créer une acclimatation de la PME au fonctionnement du fonds d'investissement, y compris au détriment de l'obtention d'informations fiables sur le projet. Cependant, vient un stade où l'instruction du dossier ne peut plus se contenter de ce type d'informations : le formalisme de la documentation s'impose alors, dans la perspective de signer une lettre d'intention. Et c'est l'intérêt bien compris du promoteur que de faire l'effort nécessaire pour finaliser cette étape.

## 2. Beltone MidCap Egypt : une phase d'investissement « *entrepreneuriale* »

Nous qualifions la phase d'investissement du fonds Beltone MidCap Egypt d'« *entrepreneuriale* », du fait de son adaptation au contexte égyptien de forte inefficience. Depuis l'*origination* des opérations, qui se fonde davantage sur les *clusters* et les relations personnelles et familiales des membres de l'équipe, plutôt que sur d'hypothétiques intermédiaires financiers ; jusqu'à l'étape d'évaluation de la PME cible, qui emprunte au capital risque les techniques d'indexation de la valorisation d'entreprise, face à l'insoluble problème de la juste valeur dans un marché inefficient. Ce que résume le tableau ci-après :

Tableau 30. Qualification de l'investissement de Beltone au sens de Timmons

Phase 1 du BP		Beltone MidCap Egypt
Investissement		Entrepreneurial
17	<i>Deal flow</i>	Importance des réseaux, de l'informel, des communautés et des <i>clusters</i>
18	Type d'investissement	"cash-in"
19	Représentation au capital	Essentiellement : opérations minoritaires
20	Tour de table	Essentiellement : syndication et co-investissement
21	Bancarisation de la cible	Faible voire inexistante
22	Analyse du dossier	Faible intérêt porté à l'historique financier pour les prévisions d'activité (démarche proche d'un Budget Base Zéro)
23	Evaluation à l'entrée	Exercice difficile : recours à des méthodes de praticiens telles que la valorisation variable par <i>milestones</i> et les <i>ratchets</i>

Source : Olivier Younès

### 3. L'investissement : proposition d'un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents

La phase d'investissement du capital investissement dans les pays émergents et du capital risque est ainsi qualifiée d'« *entrepreneuriale* », par la proactivité et la versatilité qui s'imposent. Au contraire, le capital développement et le LBO bénéficient d'une intermédiation large et professionnelle, et de *benchmarks* robustes en termes d'évaluation des entreprises-cibles, souvent mesurée en multiple d'EBITDA - ce qui permet à l'équipe de gestion de suivre une approche à la fois plus linéaire et plus formatée de cette première phase d'investissement.

Le tableau ci-après clive les segments matures du métier à travers la revue de 7 critères sous-jacents de la phase d'investissement du *business plan* au sens de Timmons :

### Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents

Tableau 31. Le *business plan* phase 1 : l'investissement selon Timmons

Echantillon de référence : segments matures du capital investissement				
Phase 1 du BP	EMPE (*)	Capital risque	Capital développement	LBO
Investissement	Entrepreneurial		Financier	
	Approche proactive et versatile		Approche linéaire et formatée	
17	<i>Deal flow</i>	Importance des réseaux, de l'informel, des communautés et des <i>clusters</i>	Intermédiation généralisée et organisée	
18	Type d'investissement	"cash-in"	"cash-in" ou "cash-out"	
19	Représentation au capital	Essentiellement : opérations minoritaires	Essentiellement : opérations majoritaires	
20	Tour de table	Essentiellement : syndication et co-investissement	Essentiellement : investisseur financier unique	
21	Bancarisation de la cible	Faible voire inexistante	Forte voire excessive (LBO)	
22	Analyse du dossier	Faible intérêt porté à l'historique financier pour les prévisions d'activité (démarche proche d'un Budget Base Zéro)	Historique financier central pour la modélisation financière et le confort des prévisions	
23	Evaluation à l'entrée	Exercice difficile : recours à des méthodes de praticiens telles que la valorisation variable par milestones et les <i>ratchets</i>	Exercice très normé avec un indice des prix de marché calculé en multiple d'EBITDA qui s'impose aux investisseurs	

(\*) EMPE : Emerging Markets Private Equity, Capital investissement dans les pays émergents

Source : Olivier Younès

Critère 17 : Les réseaux revêtent une importance de premier plan pour nourrir le *deal flow* de l'investisseur en capital risque, comme l'explique Conrad Wang dans son article « *Key Success Factors and Career Risks for Junior-Level in Venture Capital* » (cité supra). Ainsi, l'auteur explique : « *There are numerous kinds of networks. First, knowing good entrepreneurs can create a network for deal flow. The challenge here is identifying and getting to know the right people - entrepreneurs who have the potential to create 'A' quality deals. This is clearly an area of activity that is highly competitive, as every venture capitalist would like to have proprietary access to strong new ideas. Networks with other venture capitalists can also help in deal flow. As one respondent pointed out, venture capital is a competitive-collaborative business. Even though firms may compete on specific deals, the importance of longer-term relationships is*

*understood* ». Les bonnes pratiques issues du fonctionnement des tontines et du microcrédit peuvent également inspirer les approches de génération d'un *deal-flow* qualitatif, en facilitant la tolérance des tissus industriels et communautaires locaux au capital investissement.

Critère 18 : La nature des investissements en capital risque est le *cash-in* par construction, dans la mesure où les *start-ups* technologiques, jeunes et déficitaires, ont un besoin de trésorerie à long terme, que les banques ne sont pas en mesure de leur fournir, du fait du couple rentabilité/risque qu'elles jugent trop élevé.

Critère 19 : Les développements qui suivent détaillent la raison des entrées « *Essentiellement : opérations majoritaires ou minoritaires* » du précédent tableau<sup>238</sup>, dans un contexte où les réalités peuvent sembler plus subtiles.

Les opérations de capital risque sont quasi-exclusivement minoritaires. Ainsi, dans l'article de Steven Kaplan et Josh Lerner « *It Ain't Broke : The Past, Present, and Future of Venture Capital* » (cité *supra*), les auteurs expliquent que la position majoritaire ressort comme une exception, en cas d'échec de l'entreprise, situation prévue dès l'origine dans le pacte d'actionnaires signé entre le promoteur et l'investisseur : « *VC contracts are efficiently designed to ensure the following: the entrepreneur does very well if he or she performs well; the VC takes control if the entrepreneur does not perform* ».

En contrepoint, les opérations de LBO ressortent quasi-exclusivement majoritaires. En revanche, la réalité est plus nuancée pour les opérations de capital développement qui peuvent être majoritaires ou minoritaires (dans ce dernier cas, il s'agit souvent d'un *pool* d'investisseurs qui détient collectivement une position majoritaire au capital – le dirigeant demeurant dans ce cas un actionnaire de référence<sup>239</sup>). Cependant, le poids du capital développement demeure faible dans les pays développés en comparaison du LBO, à telle enseigne qu'il ne constitue pas un segment isolé du métier dans les statistiques mondiales, où il apparaît, mêlé au capital risque, sous le terme de

---

<sup>238</sup> Tableau : « Le *business plan* phase 1 : l'investissement selon Timmons »

<sup>239</sup> AFIC. *Guide pratique du capital développement*. Paris : AFIC, 2005, 54 p.

### Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents

« venture » (source : statistique de Prequin). Grâce aux statistiques françaises de l'AFIC qui en font un segment à part entière, nous pouvons en relativiser le poids. Ainsi, dans l'étude annuelle de l'AFIC publiée en 2011 sous le titre « *Activité des acteurs français du capital investissement*<sup>240</sup> », il apparaît que le capital développement ne représente que 21% du total investi par le capital investissement français au cours des 6 dernières années, à comparer à 69% des montants investis par les fonds de LBO sur la même période, ce que résume le tableau suivant construit d'après les données de l'AFIC :

Tableau 32. Evolution des investissements en France 2006-2011

en M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	total 6 ans	% 6 ans
Capital Risque	536	677	758	587	605	597	3 760	7%
Capital Développement	1 057	1 310	1 653	1 798	2 310	2 940	11 068	21%
LBO	8 075	10 340	7 399	1 605	3 512	6 015	36 946	69%
Recovery	95	84	99	84	90	118	570	1%
Autres opérations	401	143	100	26	81	68	819	2%
Total	10 164	12 554	10 009	4 100	6 598	9 738	53 163	100%

Source : AFIC, *Activité des acteurs français du capital investissement*

Ces statistiques nous amènent à qualifier, de façon simplifiée, les opérations de capital développement et de LBO dans les pays développés d'« *essentiellement majoritaires* », en contraste de celles du capital risque et du capital investissement dans les pays émergents définies comme « *essentiellement minoritaires* » - malgré une réalité plus subtile dont nous sommes conscients.

Critère 20 : Les tours de table en capital risque font généralement l'objet d'une syndication, où l'investisseur *leader* invite un ou plusieurs co-investisseurs en capital risque. Dans son article de recherche consacré à ce sujet « *The Syndication of Venture Capital Investments* », Josh Lerner explique que cette approche est désormais généralisée : « *Syndication is commonplace, even in the first-round investments. Experienced venture capitalists primarily syndicate first-round investments to venture investors with similar levels of experience. In later rounds, established venture capitalists syndicate investments to both their peers and to less experienced capital*

<sup>240</sup> AFIC. *Activité des acteurs français du capital investissement. Année 2011*. Paris : AFIC, mars 2012

*providers (...). Syndication also often insures that the ownership's stake of the venture capitalist stays constant in later venture rounds<sup>241</sup> ».* Le recours généralisé à la syndication par le capital risque est également analysé dans l'article « *The Venture Capital Revolution* » par Paul Gompers et Josh Lerner (cité *supra*) : « *A venture capitalist who originates a deal will often look to bring in other venture capital firms. This syndication serves multiple purposes. By syndicating investments, each venture capital firm can invest in more projects and largely diversify away firm-specific risk. Involving other venture firms also provides as a second (and third and fourth) opinion on the investment opportunity, which limits the danger that bad deals will get funded* ».

Critère 21 : La bancarisation des PME cibles du capital risque (les *start-ups* technologiques) est faible voire inexistante. Cette situation est consubstantielle du *business model* et de la jeunesse de la société. Cette situation est illustrée dans l'article de recherche « *That thing Venture Capitalists do* » (cité *supra*) de Mitchell Berlin, qui décrit l'exemple révélateur de la *start-up* de biotechnologie Alpha Biotronics : « *Consider Al B. Gates - an industrial biologist, turned entrepreneur - who was recently reincarnated as the startup firm Alpha Biotronics (...). Alpha investigated the possibility of a longterm bank loan, but it became immediately clear that banks simply won't lend to startup firms in untested markets, especially firms without tangible assets to post as collateral. And even under the most optimistic business plan, Alpha doesn't forecast revenues high enough to make interest payments any time soon. What Al needs is a venture capitalist, but he's not the only one* ».

Critère 22 : L'analyse d'un dossier d'investissement pour une opération de capital risque porte très peu d'attention à l'historique financier (par nature limité, voire inexistant). Mais la littérature va au-delà, suggérant que les informations contenues dans le *business plan* n'auraient qu'une importance marginale dans l'analyse du dossier, au profit du format et de la structure du document (dimension

---

<sup>241</sup> LERNER, J. The Syndication of Venture Capital Investments. *The Journal Of The Financial Management Association*. September 1994; 23(3):16-27.

« *cérémoniale* »), permettant à l'entreprise de montrer sa bonne compréhension des normes et usages du capital risque. Il s'agit là d'une autre façon d'aborder l'importance de l'informel et de l'intuition dans le capital risque, en comparaison de métiers plus structurés tels que le capital développement et le capital transmission. C'est ce qu'analyse l'article de recherche « *Form or substance: the role of business plans in venture capital decision making* », dans lequel David Kirsch, Brent Goldfarb et Azi Gera expliquent : « *We find that the presence of planning documents and some information contained therein are weakly associated with VC funding decisions. Based on our inferential strategy, we find that this information is learned independently of its inclusion in the business planning documents<sup>242</sup>* ». Pour consolider leur analyse ainsi limitée, les investisseurs en capital risque auraient recours, selon les auteurs, à des signaux complémentaires appelés « *alternative channels* », tels que la confiance portée à celui ou celle qui leur présente l'opportunité d'investissement qu'ils étudient : « (...) *our findings suggest that characteristics of plans are learned through alternative channels. These alternative channels may be mediators who affect how the information is interpreted. For example, information may be viewed differently when received from a trusted source* ». C'est aussi l'analyse que font Sandra Charreire Petit et Emmanuelle Dubocage dans leur recherche sur l'apprentissage du capital risqueur (citée *supra*), évoquant la notion « *d'intuition rationnelle* » en ces termes : « *La décision d'investir sera pour l'essentiel prise si la cohérence du projet d'entreprise apparaît clairement. Ce jugement renvoie à l'expérience de l'investisseur, même s'il peut s'appuyer sur quelques outils pour essayer de bien vérifier les qualités du porteur de projet et au fait qu'il doit savoir que dans son métier la notion d'‘intuition rationnelle’ prend sa pleine expression* ».

Critère 23 : l'évaluation des entreprises-cibles du capital risque se révèle tout aussi délicate, car les flux de *cash-flow*, support des principales méthodes d'évaluation, sont souvent inexistant ou négatifs à court et moyen terme. Avi Messica illustre dans son article « *The Valuation of Cash-Flowless High-Risk Ventures* » les difficultés pratiques

---

<sup>242</sup> KIRSCH, D. GOLDFARB, B. GERA, A. *Form or substance: the role of business plans in venture capital decision making*. *Strategic Management Journal*. May 2009; 30(5):487-515.

### **Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents**

d'application de la méthode des *Discounted Cash Flows* (DCF) aux *start-ups* technologiques : « *DCF is fundamentally based on cash flow projections. However, projections for high-risk, high-technology (Hi-Tech) ventures, for example, which are very often private and non-tradable, might be considered highly speculative, especially for ventures with a long time to maturity. In the absence of cash flow forecast and in view of the high uncertainty about the successful completion of the venture's R&D effort, it is not possible to apply the DCF method, and the valuation of such ventures becomes more of an art than a science. In fact, valuation of risky cash-flowless ventures requires a mindset that is different from what we are accustomed to* ».

Ainsi, l'auteur décrit l'étape d'évaluation d'entreprise dans l'univers du capital risque comme « *un art plutôt qu'une science* », ce qui amène les investisseurs à utiliser de nombreuses méthodes, y compris leur intuition : « *In the absence of a structured and methodical way for valuating such projects, CEOs, CFOs, investment managers, venture capital (VC) and other investors resort to a variety of methods, including gut feeling. Unfortunately, a misperceived value of the venture can make or break the deal and may result in either a bad investment or a good opportunity lost<sup>243</sup>* ».

---

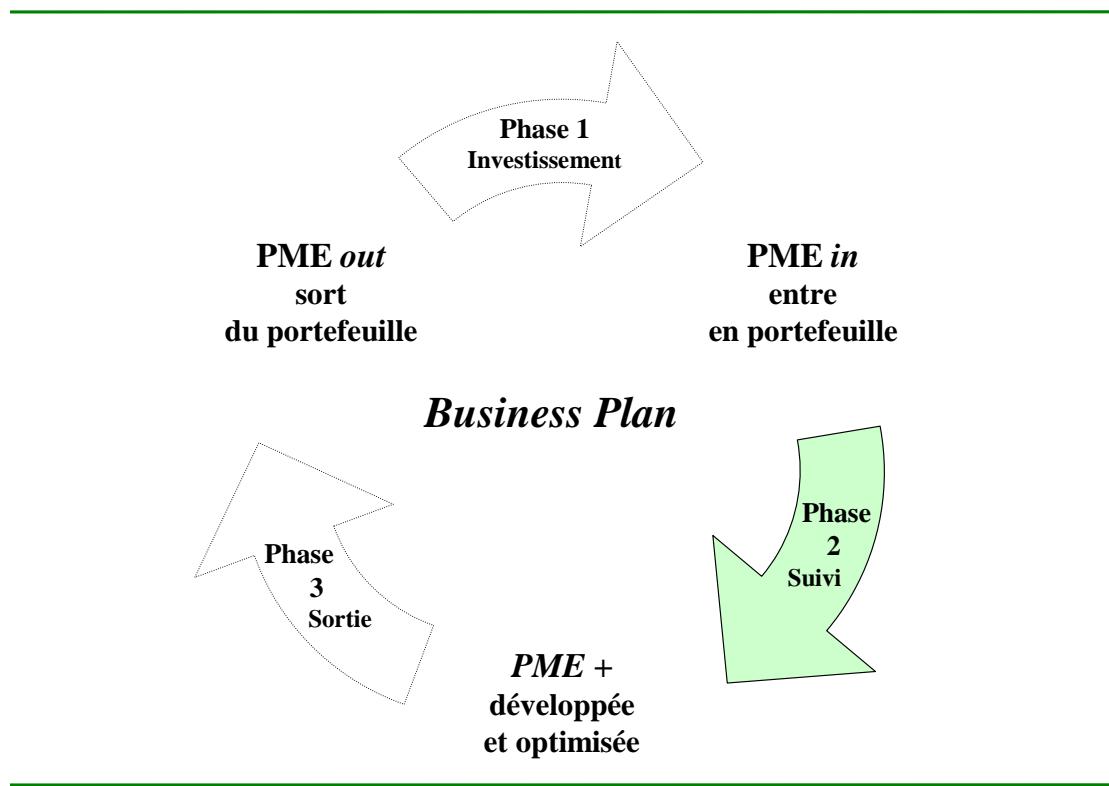
<sup>243</sup> MESSICA, A. The Valuation of Cash-Flowless High-Risk Ventures. *The Journal of Private Equity*, Printemps 2008, 11(2), 43-48

## **II.** La deuxième phase du *business plan* : le suivi

### **1.** Le partenariat entre le fonds Beltone MidCap Egypt et la PME

La phase de suivi constitue la deuxième étape du *business plan* de Beltone MidCap Egypt au sens de Timmons, comme l'illustre le schéma ci-dessous :

Figure 42. La phase de suivi chez Beltone MidCap Egypt



Source : Olivier Younès

L'entrepreneur et l'investisseur dialoguent en permanence sans que ce dernier ne s'immisce dans la gestion quotidienne. Leur objectif commun est la création de valeur actionnariale.

### Partie III – Cas clinique et proposition d'un modèle de capital investissement pour les pays émergents

Dans le rapport BVCA<sup>244</sup> cité *supra*, le formalisme de l'étape de suivi est schématisé comme suit :

Tableau 33. Etapes clés du processus de suivi

Stage	Entrepreneur	Entrepreneur and Private Equity Firm	Private Equity Firm	Reports
Monitoring ↓ EXIT	<ul style="list-style-type: none"> <li>Provide periodic management accounts</li> <li>Communicate regularly with investor/s</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Seat on Board?</li> <li>Monitor Investment</li> <li>Constructive Input</li> <li>Involvement in major decisions</li> </ul>	

Source : BVCA, 2010

La phase de suivi du portefeuille peut être déclinée en quatre thèmes : le *monitoring*, la gouvernance, la gestion de crise et la création de valeur.

Le premier thème du *monitoring* consiste dans le suivi d'indicateurs de gestion du *reporting* de la PME à destination du fonds d'investissement. Ces indicateurs intègrent généralement des agrégats financiers tels que le chiffre d'affaires, la marge et la trésorerie, ainsi que des indicateurs non-financiers tels que le carnet de commandes ou l'évolution des effectifs. Le rôle du fonds d'investissement consiste à améliorer le format de ces tableaux de bord et à en analyser régulièrement le contenu dans une démarche proactive.

Le deuxième thème de la gouvernance est perfectible dans les PME, dans la mesure où l'énergie des promoteurs est essentiellement tournée vers le développement et la rentabilité des opérations, plutôt que sur l'amélioration des modalités de prise de décision. De plus, la structure familiale limite le champ de recrutement des talents, du fait d'une solidarité de famille, pouvant aller dans certains cas jusqu'au népotisme. Le fonds d'investissement joue ici un rôle d'autant plus moteur qu'il est « *hands-on* ». En tant que membre du conseil d'administration (*board* en Egypte) des PME accompagnées, le fonds Beltone MidCap Egypt fait évoluer les circuits de décision, et, selon les cas, demande l'élargissement du conseil d'administration à des experts

<sup>244</sup> HAVERS, Simon (BVCA). *A Guide to Private Equity*. Londres, Royaume-Uni, Février 2010

indépendants sur des sujets sensibles ou structurants pour la PME. Enfin, pour protéger son statut d'actionnaire minoritaire, le fonds cherche à disposer d'un droit de veto sur certaines décisions, telles que l'investissement substantiel ou le recrutement de personnes-clés.

Le troisième thème de la gestion de crise constitue un savoir-faire d'une importance grandissante à mesure que l'instabilité des économies, des marchés et du climat des affaires se diffuse. C'est pourquoi nous l'abordons ici préalablement à la création de valeur, inversant l'ordre habituel de ces deux facteurs. Comme cela a été rappelé en novembre 2011 à la Conférence annuelle de finance du CNAM, la gestion passe désormais du « *business as usual* » au « *crisis as usual*<sup>245</sup> ». Les thèmes de résilience et de versatilité bénéficient ainsi d'une actualité particulière, face aux remous permanents de la macro et de la micro-économie, dont l'Égypte témoigne sans équivoque en 2011. Il s'agit pour le fonds d'investissement d'aider à la résolution des crises qu'affronte la PME de son portefeuille. L'origine de ces crises peut-être la perte d'un client, le départ d'une personne-clé de l'équipe, un incident sérieux de trésorerie ou encore une menace sur la propriété (physique ou intellectuelle) d'un actif majeur. Face à ce type de situation, le fonds d'investissement augmente l'intensité de sa gestion de portefeuille et de la fréquence du *reporting*, et raccourcit les procédures de prise de décision au niveau de la PME et au niveau du fonds lui-même. Dans le cas de Beltone MidCap Egypt, ce sont à nouveau les bonnes pratiques du capital risque qui ont fondé les échanges d'expérience sur le terrain avec l'équipe de gestion, dans la mesure où, comme nous l'avons vu *supra*, nous considérons que ces deux formes de capital investissement sont très proches, exposées l'une comme l'autre à la gestion de l'inefficience, des turbulences et des crises régulières.

Le quatrième et dernier thème de la création de valeur est l'objectif essentiel du fonds d'investissement. Ce dernier met à disposition de la PME une aide ponctuelle à travers son expertise technique, sa connaissance des intermédiaires et des pratiques de marché

(par exemple pour des opérations d'acquisitions). Dans le cas de Beltone MidCap Egypt, la dimension internationale, notamment fondée sur le partenariat avec le fonds d'investissement français, s'est révélée une thématique d'intérêt pour les dirigeants des PME, et une ouverture sur des réseaux européens complémentaires des réseaux égyptiens en région MENA. Cet argument a été diffusé à la fois auprès des souscripteurs (comme en témoigne l'opportunité d'investissement rendue publique par IFC-World Bank, voir *infra*<sup>246</sup>) et auprès des PME approchées (dans le cadre de la prospection de terrain, précédemment évoquée). Nous en décrivons les principaux aspects techniques dans la suite de nos travaux.

## 2. Beltone MidCap Egypt : une phase de suivi « *entrepreneuriale* »

Nous qualifions la phase de suivi de Beltone MidCap Egypt d'*« entrepreneuriale »*, tant les qualités de gestion « *hands-on* », *d'intuitu personae* et de proactivité apparaissent nécessaires du fait de la topographie économique de l'Egypte. Le tableau ci-après résume la qualification du suivi au sens de Timmons :

Tableau 34. Qualification du suivi de Beltone au sens de Timmons

Phase 2 du BP		Beltone MidCap Egypt
	Suivi	Entrepreneurial
24	Posture du fonds	Démarche active de type "hands on"
25	Relationnel	<i>Intuitu personae</i> : importance de la famille propriétaire et gestionnaire de la PME en Egypte
26	Gestion de crise	Habituelle : "crisis as usual"
27	Création de valeur	Par les fondamentaux : chiffre d'affaires, marge et positionnement stratégique. Le levier financier n'est pas utilisé

Source : Olivier Younès

<sup>245</sup> YOUNES, O. Intervention à la Conférence organisée par le CNAM et l'AfiCnam le 30 novembre 2011 sur le thème « *Coût du capital et stratégie financière : vers un nouveau paradigme ?* ». Lien avec support et vidéos des interventions : <http://www.aficnam.org>

<sup>246</sup> Fiche d'IFC-World Bank intégralement reproduite en annexe

### 3. Le suivi : proposition d'un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents

Appliquée à la phase de suivi, la grille de lecture de Timmons révèle des savoir-faire clivant selon les segments du métier : le capital investissement dans les pays émergents, comme le capital risque, impliquent un accompagnement rapproché de la PME en portefeuille, en réponse à sa vulnérabilité et à son fort potentiel de croissance, qui prend généralement la forme d'un actionnariat minoritaire actif. En revanche, le capital développement et le LBO concentrent leur énergie sur un strict *monitoring*, si bien qu'une gestion « *par exception* » du portefeuille peut suffire à en optimiser la valeur. Par application du modèle de Timmons, le tableau ci-après discrimine les segments matures du capital investissement, à travers 4 critères sous-jacents de la phase de suivi :

Tableau 35. Le *business plan* phase 2 : le suivi selon Timmons

Echantillon de référence : segments matures du capital investissement				
Phase 2 du BP	EMPE (*)	Capital risque	Capital développement	LBO
Suivi	Entrepreneurial		Financier	
	Accompagnement actif		Pilotage semi-automatique	
24	Posture du fonds	Démarche active de type "hands on"		Comportement "hands off" possible
25	Relationnel	<i>Intuitu personae</i> : importance de la figure du fondateur de la <i>start-up</i> ou de la famille propriétaire et gestionnaire de la PME dans les pays émergents		<i>Intuitu personae</i> relatif : les opérations de MBI consistent précisément à placer des <i>managers</i> venant de l'extérieur dans des cibles acquises par effet de levier
26	Gestion de crise	Habituelle : "crisis as usual"		Rare : "business as usual"
27	Création de valeur	Par les fondamentaux : chiffre d'affaires, marge et positionnement stratégique		Par l'optimisation juridique et fiscale, la cession des activités jugées non-stratégiques et la mise en place d'un levier financier (LBO)

(\*) EMPE : Emerging Markets Private Equity, Capital investissement dans les pays émergents

Source : Olivier Younès

Les remous macroéconomiques des pays émergents, la relative vulnérabilité des sociétés et leur fort potentiel de croissance, entraînent un besoin de conseil de la PME par le fonds actionnaire. Cette relation particulière, illustrée par l'*intuitu personae*, est présente pour toutes les formes de capital investissement. Cependant, son intensité varie selon les segments du métier : exacerbé en capital investissement dans les pays émergents et en capital risque, parfois jusqu'à s'apparenter à du mentorat, l'*intuitu personae* ressort estompé en capital développement et en LBO, où la dimension institutionnelle de l'investisseur et de l'entreprise relativise l'importance de la relation interpersonnelle. Cette dilution du poids de l'interpersonnel au rythme de la croissance et de la structuration des organisations est expliquée dans un article de recherche de 2007 d'Elen Riot, Bernard Ramanantsoa et Etienne Krieger intitulé « *La reprise d'entreprise à l'aune de l'analyse du récit* ». Il s'agit du processus de transformation du lien de « *confiance* » envers le dirigeant en lien d'« *allégeance* » envers la structure identifiée comme entité sociologique (voir *infra*<sup>247</sup>).

La création de valeur, but ultime de la phase de suivi, est l'un des 4 critères discriminants étudiés. En effet, si le désendettement est un levier de création de valeur majeur pour le capital développement et pour le LBO, il est inexistant en capital investissement dans les pays émergents et en capital risque, où cet endettement n'est ni préalable, ni contemporain à l'investissement, et où la valeur de la PME ne se crée qu'à travers l'amélioration de ses fondamentaux et l'éventuel paiement d'une prime stratégique à la sortie.

Critère 24 : La posture du fonds de capital risque est de type « *hands-on* » : cette démarche active auprès de la *start-up* financée représente le point de contact entre l'apport de financement et l'accompagnement, que résume l'expression américaine « *smart money* ». En capital risque, cet apport de connaissances, de savoir-faire, de gouvernance et de réseaux revêt une importance telle, que la démarche de l'investisseur est parfois comparée à celle d'une entreprise vis-à-vis d'une de ses divisions opérationnelles « *Business Unit* ». C'est l'analyse présentée dans l'article

---

<sup>247</sup> Critère 24

« *Do VCs matter? The importance of owners on performance variance in start-up firms* » par Markus Fitza, Sharon F. Matusik et Elaine Mosakowski, qui y expliquent : « *To some extent, this relationship between VCs and their start-up firms is analogous to the role of a corporate owner and its business units. Like corporations, VCs help the companies in which they invest formulate strategy, develop the professionalization of the firm, and transfer reputational assets, network resources, and other intangible assets* ». Et d'ajouter : « *In addition to capital, VCs can bring legitimacy, prestige, governance expertise, social networks, management ability, and knowledge related to a start-up's technological or market foundations. The VC effect may not be restricted, however, to the contribution of resources*<sup>248</sup> ».

La recherche clive le capital risque et la reprise d'entreprise à partir de l'importance qu'occupe le fonds de capital investissement dans l'économie de la transaction. C'est l'analyse que développent Elen Riot, Bernard Ramanantsoa et Etienne Krieger dans l'article de recherche « *La reprise d'entreprise à l'aune de l'analyse du récit* » publié en 2007, lorsqu'ils écrivent : « *Certes, un modèle inspiré par le cas spécifique de la création d'entreprise ne s'applique pas spontanément au cas d'entreprises déjà existantes. Toutefois, dans les deux cas, le problème de l'identité organisationnelle est central : on substitue donc au couple entrepreneur/investisseur le duo filial cédant/repreneur. L'effacement du rôle de l'investisseur est fondé sur les déclarations des différents acteurs de la reprise, qui ont unanimement souligné son rôle plus secondaire que dans le capital-risque lors des premiers tours de table financiers d'une jeune poussée*<sup>249</sup> ».

Critère 25 : En capital risque, le relationnel est très largement fondé sur la personnalité du dirigeant de la cible, et se construit sur l'*intuitu personae*. C'est ce que rappellent Leslie Pratch et Jordan Jacobowitz dans leur article de recherche « *Successful CEOs of Private Equity funded Ventures* » (cité *supra*) : « *Investors need confidence in the CEO's capacity to function in this environment. The CEO needs not only cognitive*

---

<sup>248</sup> FITZA, M. MATUSIK, S. MOSAKOWSKI, E. Do VCs matter? The importance of owners on performance variance in start-up firms. *Strategic Management Journal*. April 2009; 30(4):387-404.

<sup>249</sup> RIOT, E. RAMANANTSOA, B. KRIEGER, E. La reprise d'entreprise à l'aune de l'analyse du récit. *Gestion 2000*. Mai 2007; 24(3):125-140

*ability and functional skills, but also a generalized coping ability that allows him to utilize all his skills and experience. Can the CEO improvise to exploit unexpected opportunities and deal with threats? ». Les auteurs considèrent que la personnalité du promoteur de l'entreprise-cible est essentielle au succès de l'investissement, et recommandent à ce titre au capital risqueur de recourir à des tests psychologiques pour évaluer cet aspect central de l'opération.*

Critère 26 : La gestion de crise en capital risque représente un mode habituel de gestion : le « *crisis as usual* » remplace le « *business as usual* ». Comme l'analyse Josh Lerner dans son article de recherche « *Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms* » : « *If venture capitalists are intensive monitors of managers, their involvement as directors should be more intense when the need for oversight is greater. I show that venture capitalists' representation on the board increases around the time of chief executive officer turnover, while the number of other outsiders remains constant*<sup>250</sup> ».

Critère 27 : En capital risque, la création de valeur se fait par l'amélioration des fondamentaux de l'entreprise en portefeuille dans trois dimensions : l'augmentation de son chiffre d'affaires, l'apparition et le développement de sa marge opérationnelle, et enfin la valorisation de son positionnement stratégique mesurée par l'augmentation du multiple de valorisation à la sortie. Ces aspects ont été analysés dans l'étude « *Création de valeur dans le secteur des NTIC* » menée par l'AFIC, et qui a été présentée *supra* pour les critères 8 et 9.

---

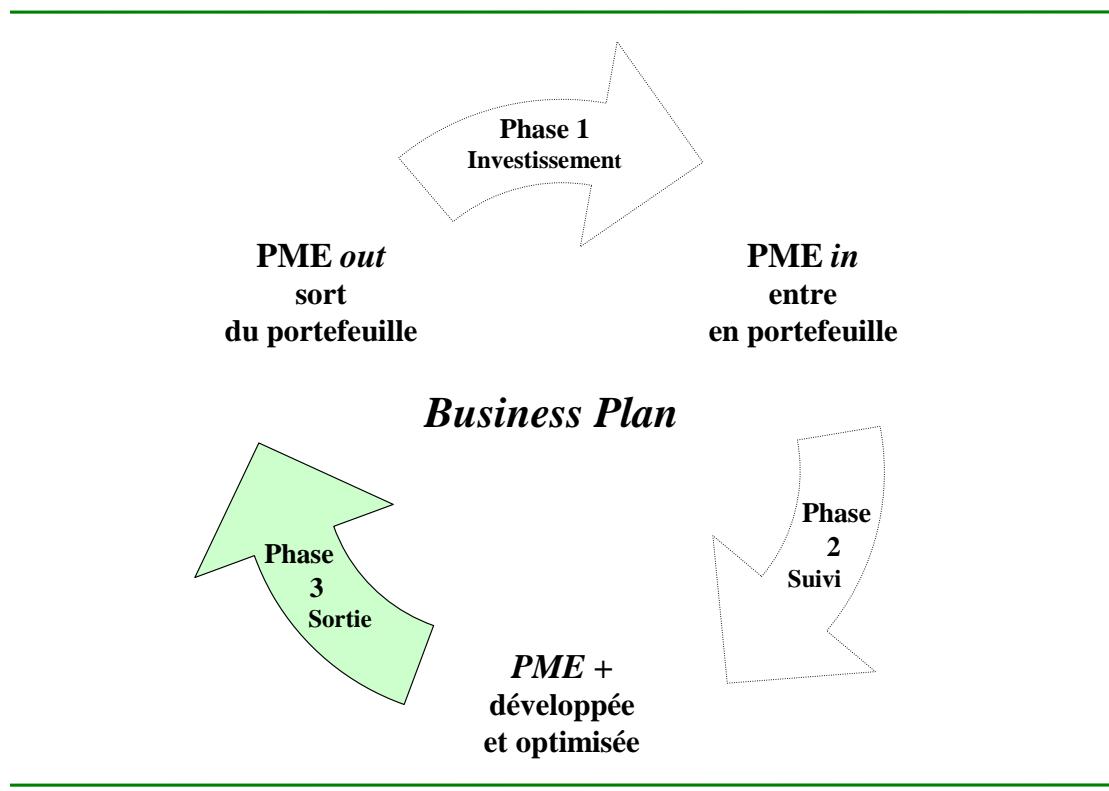
<sup>250</sup> LERNER J. Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *Journal Of Finance*. March 1995; 50(1):301-318.

### **III.** La troisième phase du *business plan* : la sortie

#### **1.** La hiérarchie contextuelle des stratégies de sortie

La phase de sortie constitue la troisième et dernière étape du *business plan* de Beltone MidCap Egypt au sens de Timmons, comme l'illustre le schéma ci-dessous :

Figure 43. La phase de sortie chez Beltone MidCap Egypt



Source : Olivier Younès

Pour le dirigeant d'entreprise comme pour son partenaire financier, l'entreprise a franchi une étape de son développement (développement international, croissance par acquisitions) qui justifie de valoriser les accomplissements par une liquidité des actions.

Cinq stratégies de sortie existent : la cession à un industriel et la cession à un fonds d'investissement (par LBO), qui concernent l'ensemble de la PME ; la cession secondaire et la cession au dirigeant actionnaire (« *management buy-back* »), qui ne concernent que les actions détenues par le fonds d'investissement ; enfin, l'introduction en bourse (IPO), qui permet, après une période d'engagement de conservation dite de « *lock-up* » de procéder à la cession des actions sur le marché.

Dans le contexte égyptien, trois scénarios de sortie sont privilégiés : la cession de la PME à un industriel, l'introduction en bourse de la PME, et le « *management buy-back* », ce dernier étant conçu comme une modalité de sortie défensive, dans le cas où les deux premiers scénarios se révèleraient inopérants.

Ainsi, deux des cinq scénarios de sortie théoriquement possibles ne sont pas retenus dans le cas de Beltone MidCap Egypt, pour les raisons suivantes : la cession de la PME à un fonds d'investissement LBO est écartée parce que directement liée à la diffusion de cette pratique, considérée comme marginale en Égypte ; de même, la cession secondaire des actions détenues par le fonds d'investissement à un autre fonds est écartée, du fait du nombre encore limité de sociétés de gestion actives en Égypte qui constituaient les acquéreurs secondaires potentiels. Dans le futur, ce dernier scénario pourrait se développer à la faveur de nouveaux entrants régionaux - qui connaîtraient des difficultés à investir localement par manque de relais historiques sur le terrain.

Le premier des trois scénarios de sortie que nous retenons est la cession à un acteur industriel. Il s'agit aussi de notre scénario privilégié. L'actionnaire entrepreneur et son partenaire financier s'entendent pour céder conjointement leurs actions à un acquéreur, appartenant généralement à la même industrie ou à une industrie connexe. La cession de l'entreprise peut se réaliser à travers un mandat donné à un intermédiaire financier, ou *via* une négociation de gré-à-gré avec un acquéreur identifié. Cette deuxième façon de procéder peut permettre de bâtir un projet industriel commun avec l'acquéreur. En cas de mandat confié à un intermédiaire financier, la durée du processus de cession est

assez variable, mais dure rarement moins de six mois, en ce compris le temps de préparation de la cession avec la rédaction d'un *mémorandum* de présentation synthétique, la mise en place d'une *data-room* et l'établissement d'une documentation financière et juridique. L'acquéreur industriel cherche habituellement à contrôler 100% du capital de l'entreprise cible, pour profiter pleinement des synergies associées au projet industriel, simplifier l'intégration de la cible dans le groupe et optimiser la fiscalité de l'opération. Les vendeurs, quant à eux, cherchent habituellement à négocier une « *prime de contrôle* » (ce qu'une cession secondaire ne permet pas) et à disposer d'une liquidité immédiate (ce que la bourse n'offre pas).

Le deuxième des trois scénarios de sortie que nous retenons est l'introduction en bourse. C'est un scénario élitiste, qui est parfois délicat à mettre en œuvre. Ce scénario peut s'envisager sous une double condition. Premièrement, il convient de sélectionner une bourse de valeurs dynamique en termes de volumes échangés et de nombre d'actions cotées. De ce point de vue, le lancement du compartiment alternatif égyptien Nilex en 2008 et l'existence de places financières dans les pays du Golfe, élargissent la perspective. Deuxièmement, la société financée doit pouvoir faire appel public à l'épargne : une forte lisibilité de son activité, de son actionnariat et l'existence de projets de développement ambitieux justifieront une levée de fonds auprès du public. Ces conditions se révèlent nécessaires pour attirer un actionnariat éparpillé et de moindre « *affectio societatis* ». L'introduction en bourse constitue une solution de sortie en deux temps pour l'investisseur financier, la liquidité totale de sa participation n'étant possible qu'à l'issue de la période d'engagement de conservation des titres (dite période de « *lock-up* »).

Enfin, le troisième et dernier des scénarios de sortie que nous retenons est le « *management buy-back* ». Il constitue un scénario défensif. Si l'actionnaire entrepreneur dispose de la surface financière suffisante, il peut en effet décider de racheter lui-même les actions détenues par le fonds d'investissement. Si ce scénario est particulièrement flexible, sa limite principale est de remettre en cause l'alignement d'intérêt entre le promoteur et le fonds d'investissement, puisque les deux partenaires se retrouvent alors contreparties d'une même transaction. L'actionnaire entrepreneur

cherchera à diminuer la valeur des titres rachetés à son partenaire financier, alors que ce dernier cherchera au contraire à valoriser au mieux son investissement. Pour gérer une discussion délicate entre les partenaires sur la valorisation de l'entreprise, il n'est pas rare de fixer dès l'investissement les modalités de détermination de la valeur de l'entreprise, en cas de *management buy-back* : le prix de sortie conventionnel apparaît généralement comme une formule de valorisation, sur la base d'un multiple, possiblement complétée par l'intervention d'un expert indépendant.

## 2. Beltone MidCap Egypt : une phase de sortie « *entrepreneuriale* »

Nous qualifions la phase de sortie de Beltone MidCap Egypt d'*« entrepreneuriale »*, du fait de la priorité donnée aux stratégies de cession industrielle et d'introduction en bourse. En effet, ces deux types de stratégies nécessitent un projet de développement important à l'issue de la sortie du portefeuille, en comparaison de sorties par LBO, fréquentes en capital développement et en LBO (opérations secondaires, tertiaires...). Nous proposons de mesurer la dimension *« entrepreneuriale »* de la sortie par la structure du prix de cession : ainsi, si la part relative du *goodwill* y est significative, nous considérons que cela sous-tend une part de valeur potentielle ou à venir importante. Ce critère s'avère pertinent, car, au moment de la sortie du portefeuille de la PME des pays émergents ou de la *start-up* technologique (soit après une durée de détention de l'ordre de 3 à 5 ans), l'essentiel de la valeur demeure encore implicite : faute de disposer du temps et des financements nécessaires, le potentiel de marché n'est pas encore monétisé sous la forme de parts de marché, alors même que la pertinence du couple produit/marché et la stabilité de l'entreprise sont désormais avérées. C'est ce que rappelle l'AFIC pour ce qui est des *start-ups* technologiques, dans sa fiche « *Les Abcdaires du capital investissement : Création de valeur dans le secteur des NTIC* » : « *S'agissant d'entreprises typiquement innovantes, à fort potentiel et présentant de fortes barrières à l'entrée, le principal moteur de création de valeur réside dans la croissance durable de ces entreprises sur leur marché. Cette*

*croissance se mesure par divers indicateurs comptables et parfois extra-comptables pertinents en fonction du secteur d'activité de l'entreprise concernée (par exemple : nombre d'utilisateurs, nombre de points de présence, concentration des clients, revenus par client, etc...). Le second facteur de mesure de la création de la valeur est celui de l'augmentation du multiple de valorisation de l'entreprise entre l'entrée et la sortie de l'investisseur. Cette croissance peut résulter notamment de (i) l'appréciation d'actifs incorporels déterminants sur le secteur de l'entreprise (rareté ou degré d'avancement technologique, qualité des brevets, expertise des équipes) ou de (ii) l'évolution favorable de ses caractéristiques financières (taille de l'entreprise, présence dans différents pays, rentabilité)<sup>251</sup> »*

Le tableau ci-dessous résume les critères de sortie pour Beltone MidCap Egypt :

Tableau 36. Qualification de la sortie de Beltone au sens de Timmons

Pôle du BP		Beltone MidCap Egypt
Sortie		Entrepreneuriale
28	Valorisation à la sortie	Part élevée du <i>goodwill</i> dans le prix d'acquisition : le prix valorise majoritairement le potentiel
29	Trade sale (cession industrielle)	Opération stratégique pour l'initiateur : acquisition pour pénétrer le marché égyptien, difficile d'accès et à forte croissance (justifiant le paiement d'une prime stratégique)
30	IPO	Segment alternatif (Nilex, AIM) avec possibilité de cotation sur une place régionale (GCC)

Source : Olivier Younès

---

<sup>251</sup> DUBUS, Geoffroy (AFIC). *Les ABCdaires du Capital Investissement. Crédit de Valeur dans le secteur des NTIC.* Paris, 2006

### 3. La sortie : proposition d'un modèle de capital investissement destiné aux pays émergents

L'étape ultime de sortie de la PME se révèle aussi discriminante sur la base de la composition de la valeur à la sortie : il s'agit de la part relative de la valeur potentielle (*goodwill*, synergies attendues) par rapport à la valeur réelle (chiffre d'affaires, marges et parts de marchés). A nouveau, l'analyse différencie deux-à-deux les segments du capital investissement : d'une part, le capital investissement dans les pays émergents et le capital risque, dont le prix de sortie correspond majoritairement à une valeur potentielle ; d'autre part, le capital développement et le LBO, dont le prix de sortie correspond majoritairement à une valeur effective et déjà monétisée au moment de la transaction. Le tableau ci-après résume la vision discriminée selon 3 critères :

Tableau 37. Le *business plan* phase 3 : la sortie selon Timmons

Echantillon de référence : segments matures du capital investissement				
Phase 3 du BP	EMPE (*)	Capital risque	Capital développement	LBO
Sortie	Entrepreneuriale		Financière	
	Potentiel de valeur et synergies attendues		Valeur de sortie objective	
28	Valorisation à la sortie	Part élevée du <i>goodwill</i> dans le prix d'acquisition : le prix valorise majoritairement le potentiel	Part faible du <i>goodwill</i> dans le prix d'acquisition : le prix valorise majoritairement la situation présente ou la rente actuelle	
29	Trade sale (cession industrielle)	Opération stratégique pour l'initiateur : acquisition pour pénétrer un marché émergent difficile d'accès et à forte croissance (reprise d'une société établie dans un pays émergent ou acquisition d'une technologie)	Opération de croissance pour l'initiateur : acquisition de parts de marché existantes ou relution de la marge opérationnelle	
30	IPO	Segment alternatif du marché boursier (Nilex, AIM, Alternext)	Segment principal du marché boursier (en France: compartiments A, B, C de NYSE-Euronext)	

(\*) EMPE : Emerging Markets Private Equity, Capital investissement dans les pays émergents

Source : Olivier Younès

Critères 28 et 29 : La part élevée du *goodwill* dans le prix de cession d'une société financée par le capital risque se mesure par l'augmentation de son multiple de valorisation, dont le poids est important dans la création de valeur en capital risque, comme cela a été décrit précédemment (voir *supra* : l'analyse de l'AFIC « *Création de valeur dans le secteur des NTIC* »). Cette création de valeur par la prime stratégique

est consubstantielle des opérations d'adossement industriel, où un acteur établi cherche à pénétrer une niche émergente et inefficace (technologie ou pays émergent). Pour ce qui concerne les segments matures du capital développement et du LBO, les opérations d'acquisition industrielle revêtent généralement un rationnel de consolidation : les positions de l'entreprise-cible sont établies, et les approches de valorisation se concentrent en conséquence sur l'acquisition de parts de marché ou la révolution de la marge opérationnelle.

Critère 30 : Parmi les autres modalités de sortie, l'introduction en bourse occupe une place particulière dans la littérature sur le capital risque : elle y est en effet présentée comme la plus prestigieuse et la plus rentable des options de sortie pour l'investisseur. Certes, à l'instar de la cession industrielle (Critère 29), l'introduction en bourse est une voie de sortie commune à tous les segments du capital investissement : en ce sens, elle serait non-discriminante. Mais certains des paramètres de cette opération introduisent un clivage : ainsi, l'introduction en bourse d'une *start-up* technologique et d'une PME des pays émergents se fera généralement sur des segments boursiers alternatifs, soit du fait de la nature technologique de l'entreprise, soit à cause de sa faible capitalisation boursière. En revanche, les opérations d'introduction en bourse initiées par des fonds de capital développement et de LBO visent généralement les segments principaux des marchés boursiers, dans la mesure où les entreprises concernées relèvent de secteurs traditionnels et affichent des capitalisations boursières relativement supérieures. Dans son article de recherche « *That thing Venture Capitalists Do* », Mitchell Berlin explique pourquoi l'introduction en bourse représente la modalité de sortie du capital risque la plus rémunératrice, à la fois au plan de la performance financière et de la visibilité médiatique : « *In the venture capital market, the portfolio firm that goes public generates nearly all of the returns. It is also the ‘home run’ that establishes a venture capitalist’s reputation. Venture capitalists who have previously taken firms public find it easier to secure commitments from investors and organize new funds*<sup>252</sup> ».

---

<sup>252</sup> GOMPERS, P. KOVNER, A. LERNER, J. Specialization and Success: Evidence from Venture Capital. *Journal Of Economics & Management Strategy*. September 2009; 18(3):817-844.

## **IV. Conclusion : une dynamique « *entrepreneuriale* » des trois pôles, équilibrée au sens de Timmons**

À l'image de ses trois pôles d'ancrage, la dynamique de Beltone MidCap Egypt ressort équilibrée, et qualifiée d'*entrepreneuriale* selon le modèle de Timmons. Cette analyse s'élargit, selon nos travaux, à la fois aux fonds des pays émergents et aux fonds de capital risque. On peut y voir la robustesse du double maillage organisationnel, fondé sur la relation d'agence de Michael Jensen et sur le *business plan* opérationnel de Timmons.

Le premier maillage organisationnel de la relation d'agence, est bâti pour résister à la fois au « *temps long* » et au « *gros temps* » que l'équipe de gestion - l'équipage et son capitaine - devra affronter au cours de l'aventure (« *venture* »), selon l'image héritée des expéditions de Christophe Colomb.

Le second maillage organisationnel du *business plan*, directement issu du modèle de Timmons, se présente quant à lui comme une plate-forme efficace de dialogue et d'équilibrage des trois pôles d'ancrage. Ce *business plan* constitue, de notre point de vue, une réponse adaptée à l'environnement turbulent et opaque du marché égyptien : gestion « *hands-on* » du portefeuille de PME, gestion de crise régulière, interaction avec les réseaux informels et communautaires environnants. Enfin, les stratégies de sortie du portefeuille valorisent la cession industrielle, idéalement auprès d'un groupe international souhaitant optimiser son arrivée sur le marché égyptien ; en effet, ce type de transaction permet de monétiser le *goodwill*, par la prime stratégique payée en rémunération d'une partie des synergies attendues.

Le cas d'étude clinique Beltone MidCap Egypt fait apparaître la complémentarité des enseignements théoriques (théorie financière et théorie des organisations de Timmons et de Jensen), des bonnes pratiques de gestion (standards internationaux) et de la contextualité du cas clinique (le cas égyptien, singulier et cependant exemplaire des pays émergents). La stratégie de sortie en est une illustration : la théorie financière

hiérarchise les différents scénarios selon l'existence d'une prime stratégique permettant d'optimiser le prix de cession attendu ; la grille de lecture de Timmons en détaille le mode opératoire, à travers l'implémentation pratique des phases préparatoires puis d'exécution de la stratégie de sortie ; la théorie des organisations de Jensen met en garde contre les dangers du *management buy-back* qui rompt la relation d'agence au moment de son dénouement ; les bonnes pratiques de gestion prennent en compte la dimension temporelle, faisant des clauses de *lock-up*, propres à l'introduction en bourse, une altération à la hiérarchie des scénarios de sortie ; enfin, la connaissance de la topographie égyptienne réhabilite le *management buy-back*, tout en le positionnant sous une forme défensive (dernier de nos trois scénarios de sortie).

Cette illustration donnée par la stratégie de sortie, particulièrement critique puisqu'elle marque le dénouement du partenariat entre le fonds d'investissement et la PME et en scelle la performance, permet de façonner une approche du métier qui se veut adaptée à l'environnement émergent : un univers où le périmètre du capital investissement doit perpétuellement s'adapter aux réticences des familles propriétaires, tout en préservant l'essence de son modèle – gage de sa propre pérennité.

# CONCLUSION

### I. Résumé et conclusion

#### 1. Résumé

La question de recherche de cette thèse a été formulée en ces termes :

« *Quel modèle de capital investissement pour les pays émergents ?* »

Il ressort de nos recherches que le modèle de capital investissement adapté aux pays émergents devrait s'inspirer du capital risque, tel qu'il a été développé par le Général Doriot dans l'Amérique d'après-guerre. Les entreprises américaines de haute technologie, notamment issues de la recherche militaire, y affichaient déjà ces caractéristiques paradoxales que partagent les *start-ups* technologiques et les PME des pays émergents : vulnérabilité et croissance rapide. Avec la création du fonds d'investissement ARD en 1946, le Général Doriot introduit une façon inédite d'accompagner ces PME singulières, à la fois en fonds propres et en conseils. Au cours de cette période exploratoire, il opère un incessant dialogue entre sphères professionnelle et académique, permettant validation mutuelle, fertilisation croisée et dissémination élargie sous la forme de bonnes pratiques et de *business cases* destinés aux meilleures universités du pays. Sur le contenu comme sur la méthode, le Général Doriot a inspiré l'approche que nous avons suivie tout au long de nos travaux. Avec soixante ans de recul, le modèle de capital risque est aujourd'hui stabilisé. Mais dans le même temps, le territoire tout entier s'est élargi : désormais, la nouvelle frontière du capital investissement se nomme « *pays émergents* », et nous l'abordons comme un Nouveau Monde, à l'opposé du Tiers-Monde que l'expression a longtemps cherché à (dis)qualifier.

## Conclusion

Placer nos recherches sous l'autorité symbolique du fondateur du capital risque moderne ne suffit cependant pas : en effet, la distance qui sépare les *start-ups* technologiques des PME des pays émergents semble se mesurer en années-lumière.

Notre hypothèse de recherche, aux allures de paradoxe, a entraîné des difficultés méthodologiques : la jeunesse de la recherche sur le capital investissement dans les pays émergents, directement liée à celle du métier lui-même, s'est ainsi conjuguée à la triple opacité de l'information potentiellement disponible - la PME, les pays émergents, et le capital investissement - pour nous interroger sur la démarche de recherche idoine. La revue de la littérature et les échanges continus avec des chercheurs aguerris ont fini de nous convaincre de la nécessité d'aborder le sujet à travers une approche inductive, fondée sur l'étude d'un cas clinique longitudinal considéré comme exemplaire. Ce cas est celui du fonds d'investissement Beltone MidCap Egypt, expérience vécue en tant qu'*acteur-observateur*, sur une période significative et contemporaine allant de 2008 à 2011.

L'ambition de notre thèse est d'élargir certains des enseignements de terrain dans une perspective plus générale, et partant, de contribuer à la proposition d'un modèle de capital investissement spécifiquement adapté à la topographie des pays émergents. Pour une meilleure efficacité, et pour permettre aux travaux de terrain d'atteindre un écho plus large, un modèle théorique est venu s'interposer entre le chercheur et la chose étudiée : le modèle de Timmons. Ce modèle théorique, qui a servi de grille de lecture aux quatre années qu'a duré l'expérience vécue du cas clinique, est en soi l'illustration de la porosité entre activités traditionnelles des pays émergents et technologies des pays développés : originellement destiné aux *start-ups* technologiques, ce modèle a été appliqué à des PME rentables et non technologiques des pays émergents. Ce faisant, l'analyse du cas Beltone MidCap Egypt a en effet permis de rapprocher les fondamentaux de ces deux populations d'entreprises situées aux antipodes, tout en les discriminant par rapport aux PME matures des pays développés. Par un raisonnement analogique, cette discrimination en a entraîné une autre, sur les segments du capital investissement : capital investissement dans les pays émergents et capital risque ont ainsi révélé des résonances multiples à travers l'étude

## **Conclusion**

de 30 critères ; dans le même temps, ces critères ont discriminé le capital développement et le LBO tels qu'ils se pratiquent dans les économies avancées.

La portée de nos conclusions bénéficie d'un champ d'application étendu : sont ainsi concernés les pays émergents de la première vague - les BRIC - ainsi que ceux de la vague actuelle notamment représentée par les pays émergents méditerranéens. Nos conclusions pourront également se diffuser aux pays pré-émergents, qualifiés de «*frontière*» (parmi lesquels figurent de nombreux pays d'Afrique subsaharienne) : même s'ils constituent un champ d'application qui peut sembler prématuré pour nos recommandations (force exécutoire des contrats limitée, corruption perçue comme prégnante, bonnes pratiques de *management* et esprit entrepreneurial encore embryonnaires), l'approche entrepreneuriale et versatile du modèle proposé nous apparaît compatible.

## **2. Conclusion**

À l'issue de nos travaux, nous concluons à la nécessité d'un capital investissement entrepreneurial, marqué par la posture exigeante de l'actionnaire minoritaire actif, et inspiré de ce que le capital risque américain promeut depuis près de 60 ans. Cette conclusion est contre-intuitive pour qui s'attache aux caractéristiques visibles des PME considérées : les PME matures des pays émergents évoluent dans des activités traditionnelles, sont profitables, et à croissance modérée ; face à elles, les *start-ups* des pays développés se déploient dans des secteurs technologiques, sont structurellement déficitaires et affichent de fortes croissances.

Comment, dès lors, établir une correspondance entre ces deux extrêmes, au-delà de la seule intuition qui a présidé à nos recherches ? Il est nécessaire pour cela de chauffer des lunettes particulières, à la fois macroscope et microscope, filtrées par le couple rentabilité/risque qui fonde la finance moderne : cette acuité nouvelle permet de

## Conclusion

scruter les PME des pays émergents à livre ouvert et les *start-ups* technologiques aux Rayons X. A travers ce prisme - reformulé pour intégrer l'hypothèse d'un risque spécifique non-diversifiable en capital risque - les distances se réduisent, les métiers se rapprochent et finissent par se confondre : la transposition du capital risque aux pays émergents devient alors une évidence. Enfin, puisqu'il s'agit ici de fertiliser, par une pratique accomplie, le territoire récent du capital investissement dans les pays émergents, nous proposons de retenir la forme du capital risque la plus aboutie et la plus exigeante qui soit : celle qui se pratique dans la *Silicon Valley* américaine. Les fondations de cette pratique, détaillées à travers 30 critères sous-jacents, reposent sur une profonde connaissance culturelle des PME et de leurs réseaux (formels et informels), sur la gestion de crise au quotidien, sur le management « *hands on* » et sur un actionnariat minoritaire. Les bonnes pratiques des tontines et du microcrédit, en ce qu'elles valorisent le lien social, peuvent inspirer le capital investissement entrepreneurial que nous recommandons, et en faciliter la pénétration au cœur des tissus industriels et communautaires des pays émergents.

Ce modèle s'avère élitiste, à la fois en gouvernance et en gestion opérationnelle. La gouvernance d'abord : nécessairement maillée par la posture actionnariale, elle est celle du « *minoritaire actif* », qui sonne comme un oxymore : minoritaire, l'actionnaire est censé demeurer discret et suivre les décisions adoptées par le consensus - dans la mesure où elles ne heurtent pas sa propre philosophie d'investissement ; actif, sa voix porte dans les cercles du pouvoir entrepreneurial : à la fois au conseil d'administration et dans les réunions d'actionnaires dont il prend souvent l'initiative, notamment pour promouvoir ses idées, parfois contraires à la vision de l'actionnaire majoritaire, trop sûr de son bon droit. L'actionnaire minoritaire actif fait œuvre de pugnacité, de vision et de diplomatie, car il sait que seul l'alignement d'intérêt avec le *management* et ses coactionnaires le protégera de la destruction de valeur : il sait la protection du pacte d'actionnaires illusoire dans les moments décisifs. La gestion opérationnelle ensuite : à la difficulté du suivi fondé sur un strict *monitoring* financier s'ajoutent les enjeux propres à l'univers entrepreneurial, pétri d'ambiguïté et perpétuellement tiraillé entre intuition et processus.

## Conclusion

La conclusion de nos travaux de recherche nous amène ainsi à qualifier scientifiquement l'hypothèse d'un modèle de capital investissement entrepreneurial à destination des pays émergents. Cette hypothèse s'inscrit dans la vision du « *Capital investissement entrepreneurial en Méditerranée*<sup>253</sup> » publiée en juillet 2011 par le Journal de la Méditerranée (voir *infra*<sup>254</sup>). Nous considérons en effet que cette forme versatile du métier est la plus à même de répondre aux besoins des PME des pays émergents. Éloigné de la figure du financier qui lit le passé, conçoit le présent, et projette le futur à travers l'analyse de *reportings* et la simulation de modèles mathématiques, le capital investissement entrepreneurial que nous proposons pour les pays émergents se présente comme le double du dirigeant d'entreprise, son *alter ego* dans la sphère financière. En la matière, le fonds de capital risque Sequoia Capital est emblématique de la *Silicon Valley*, pour avoir permis à Cisco, Apple, Microsoft et Google de traverser la « *vallée de la mort* » Moorienne de leurs premières années, et devenir en quelques années des empires globaux. Son *motto* résume notre proposition de modèle de capital investissement destiné aux pays émergents :

« *The entrepreneurs behind the entrepreneurs* ».

---

<sup>253</sup> YOUNES, O. *Le capital investissement entrepreneurial, outil d'avenir pour la Méditerranée*, Le JMed - Journal de la Méditerranée, 2011, [www.lejmed.fr](http://www.lejmed.fr).

<sup>254</sup> document intégral reproduit en annexe

## II. Les contributions de la thèse

### 1. Cinq contributions théoriques, cinq contributions pratiques

Notre thèse présente cinq contributions théoriques et cinq contributions pratiques.

La première contribution théorique est de montrer la singularité du capital investissement lorsqu'il se pratique dans les pays émergents. Or, cette vision est orthogonale à l'approche linéaire du métier, fondée sur le cycle de vie de l'entreprise financée. Nous considérons au contraire que le capital investissement dans les pays émergents n'est pas un simple dépassement d'une pratique posée comme absolue, mais représente au contraire le cinquième segment d'un métier construit sur la séquence du capital risque, développement, transmission et retournement. À ce titre, nous suggérons que la taxonomie du métier puisse évoluer en intégrant ce segment, dont nous pensons qu'il continuera de se développer à la faveur de la macroéconomie, de la géopolitique, et de la crise mondiale - qui touche plus spécifiquement les économies avancées et encourage des arbitrages géographiques favorables aux régions émergentes.

La deuxième contribution théorique est de rapprocher la pratique du capital investissement dans les pays émergents de celle du capital risque dans les pays développés, alors même que les environnements apparaissent, en première lecture, particulièrement éloignés. Cette démonstration illustre aussi l'acuité et l'actualité du couple rentabilité/risque, pierre angulaire de la théorie financière moderne.

La troisième contribution théorique est de proposer une définition élargie et multidimensionnelle de la notion d'émergence, qualifiée par de fortes turbulences et un potentiel élevé. Cette notion englobe l'émergence sociétale (*start-up*), l'émergence technologique (NTIC et biotechnologie) et l'émergence macroéconomique (pays émergents).

## Conclusion

La quatrième contribution théorique de la thèse est d'appliquer le modèle de Timmons de façon inédite, à un fonds d'investissement destiné à financer les PME des pays émergents, alors qu'il est originellement destiné aux *start-ups*. Une telle application a permis de tester le modèle de Timmons sur le cas vécu du fonds Beltone MidCap Egypt : l'harmonie nécessaire entre les trois pôles d'ancrage de Timmons (que le modèle décrit comme un indicateur avancé de succès) et le *business plan* (qui permet l'alignement dynamique des 3 pôles) y a été validée grâce aux réalisations de terrain du fonds égyptien.

Enfin, la cinquième contribution théorique consiste dans une revue approfondie de la littérature du capital risque, mettant ainsi en exergue sa forte proximité d'avec le capital investissement dans les pays émergents - notre hypothèse de recherche – et son éloignement d'avec la pratique des deux autres segments matures du métier que sont le capital développement et le capital transmission (LBO).

En complément de ces cinq contributions théoriques, cinq contributions pratiques peuvent être dégagées de nos travaux.

La première contribution pratique est de fournir des recommandations aux sociétés de gestion évoluant dans les pays émergents, à la fois en termes de conformation d'équipe de gestion et de souscripteurs, et de nature du processus interne opérationnel « *investissement – suivi – sortie* ».

La deuxième contribution pratique est de soulever les risques de certaines approches d'investissement, malgré leur popularité sur le terrain. Une description à charge du « *deal by deal* » et du portage est ainsi argumentée, qui présente ces pratiques comme dévoyées à l'aune des fondamentaux du capital investissement.

La troisième contribution pratique est d'offrir un panorama à jour des pays émergents (en macro et microéconomie) et de la pratique du capital investissement dans ces pays, au-delà des effets d'annonce dont la presse et les grands cabinets d'études se font régulièrement l'écho.

## **Conclusion**

La quatrième contribution pratique est de faire un retour d'expérience de la création d'un fonds de capital investissement en Égypte destiné aux PME locales, discutant les principaux paramètres structurants de la stratégie d'investissement retenue sur le terrain. Les arbitrages en la matière se sont pris sur la base de l'état du marché, du contexte macroéconomique, et de la maturité professionnelle des principaux partenaires - que le modèle de Timmons représente par les 3 pôles d'ancrage : les PME égyptiennes (Pôle 1), l'équipe de gestion du fonds (Pôle 2) et les souscripteurs du fonds (Pôle 3).

La cinquième et dernière contribution pratique est de présenter les implications à la fois substantielles et fonctionnelles que pourraient connaître dans le futur les parties prenantes au capital investissement dans les pays émergents : les PME des pays émergents (Pôle 1), les équipes de gestion des fonds d'investissement (Pôle 2) et les souscripteurs de ces fonds (Pôle 3). Pour ce faire, nos conclusions devront trouver un écho auprès de la communauté des praticiens, relayées en cela par des recherches complémentaires et des communications ciblées.

## **2. Un petit pas pour la science, un grand pas pour la profession ?**

Nos présents travaux nous ont amenés, à travers un cheminement à la fois issu de la recherche et de la pratique professionnelle, à qualifier une proximité forte entre le jeune métier du capital investissement dans les pays émergents et la pratique établie du capital risque. Cette mise en parallèle entraîne des implications structurantes au plan professionnel, pour l'ensemble de l'écosystème. Nous présentons dans les lignes qui suivent une série non-exhaustive de ces implications, en reprenant la nomenclature du modèle de Timmons. Pour chacun des trois pôles d'ancrage, nous évoquons les implications substantielles (susceptibles de transformer la nature des acteurs) et les implications fonctionnelles (qui feraient évoluer leur pratique professionnelle).

## Conclusion

Pour les PME des pays émergents (Pôle 1), les implications substantielles de nos travaux les encourageraient à se doter d'une direction, ou d'une gouvernance, sur le modèle des *start-ups* technologiques : ces organes auraient une approche agile et audacieuse, gérant de façon habituelle les crises quelle qu'en soit la nature. Les implications fonctionnelles quant à elles consisteraient notamment à accepter la remise en cause régulière et profonde des *business plans*, qui semblent se présenter aujourd'hui comme relativement définitifs dans les échanges entre promoteurs et investisseurs.

Pour les équipes de gestion (Pôle 2), les implications substantielles de nos travaux ouvriraient des perspectives de carrière dans les pays émergents à de nouveaux profils d'investisseurs issus du capital risque dans les pays développés. En outre, les implications fonctionnelles dans la constitution et la gestion de portefeuille pourraient apparaître : nouvelle approche de génération de *deal flow* essentiellement fondée sur l'appartenance à des réseaux locaux ou à des *clusters* ; recours aux techniques d'évaluation d'entreprise empruntant aux valorisations variables par *milestones* ; approche « *hands-on* » laissant une part importante à la gestion de crise dans les portefeuilles, désormais autant valorisée que la création de valeur ; préférence affirmée pour un actionnariat minoritaire ; et enfin, recours à des stratégies de sortie privilégiant la cession à un industriel ou l'introduction en bourse, au détriment d'opérations secondaires très populaires en capital développement et en LBO.

Enfin, pour les souscripteurs (Pôle 3), les implications substantielles des présents travaux consisteraient dans la mise en place systématique d'un partenariat public-privé désormais présenté comme tel, éventuellement complété d'incitations fiscales. Le financement public par les seuls organismes multilatéraux et bilatéraux perdrait ainsi son exclusivité, permettant une diversification des risques, y compris au sein de la puissance publique, à travers d'autres vecteurs plus diffus tels que des crédits d'impôt destinés aux PME éligibles ou des avantages fiscaux bénéficiant aux souscripteurs

## **Conclusion**

privés. Par ailleurs, des implications fonctionnelles seraient possibles, notamment dans la perception par les souscripteurs du couple rentabilité/risque du « *capital investissement dans les pays émergents* », en tant que classe d'actif spécifique : en conséquence, une exigence nouvelle pourrait apparaître à la fois dans le discours et dans la stratégie d'investissement présentés par les équipes de gestion au cours de leurs levées de fonds (« *road show* ») ; de même, une fois les fonds levés, les souscripteurs seraient susceptibles de demander l'enrichissement des formats de *reporting*, en s'inspirant des éléments financiers et non-financiers retenus comme pertinents dans le monde du capital risque technologique.

### III. Prolongations de la thèse

Les limites de la thèse nous laissent envisager trois séries de travaux ultérieurs.

Une première série de travaux pourrait consister dans l'étude de nouveaux cas cliniques de fonds d'investissement dans les pays émergents : cela permettrait, toujours à partir d'une approche inductive, de conforter ou d'apporter certaines contradictions au cas égyptien support de notre thèse. Ces cas cliniques subséquents peuvent s'imaginer en Égypte sur d'autres typologies de fonds d'investissement (infrastructures, *large cap*) ou d'autres pays que l'Égypte.

Une seconde série de travaux pourrait augmenter la compréhension des PME des pays émergents, à travers la prise en compte de leur nature d'entreprises familiales. Ainsi, l'ouvrage « *La stratégie du propriétaire – Enquête sur la résilience des entreprises familiales face à la crise*<sup>255</sup> » (Bloch, Kachaner, Mignon, 2012) révèle une dualité de ces entreprises entre prudence et audace, dont la projection sur les pays émergents pourrait enrichir nos présentes conclusions. Cela permettrait d'affiner encore la proposition d'un modèle de capital investissement idoine, pour qu'il s'adapte au mieux à la morphologie des PME cibles et à leurs fondamentaux économiques, financiers et culturels.

Enfin, une troisième série de travaux pourra s'envisager, lorsque le *corpus* de recherches et la qualité de l'information exploitable en capital investissement dans les pays émergents permettront la construction d'un raisonnement hypothético-déductif. Alors, l'hypothèse scientifiquement qualifiée ici dans une perspective exploratoire débouchera sur des conclusions étayées par la puissance statistique : cela rendra ces travaux plus largement opposables à la communauté scientifique - *modulo* les nuances qui auront été apportées au fil des contributions en la matière.

---

<sup>255</sup> BLOCH, A. KACHANER, N. MIGNON, S. *La stratégie du propriétaire – Enquête sur la résilience des entreprises familiales face à la crise*. Pearson Education France, 2012, 189 p.

# BIBLIOGRAPHIE

## Bibliographie

1. ABDELKRIM, S (ouvrage collectif), ANIMA. *Diasporas : passerelles pour l'investissement, l'entrepreneuriat et l'innovation en Méditerranée*. Etude n°20. Décembre 2010, 102 p.
2. ABILLAMA, Jean. BOLURFRUSHAN, Arya. MAMMADOV, Zaur. *The Anatomy of Private Equity investments in the MENA region*. Harvard Business School MBA, Class of 2010, Juin 2010, 18 p.
3. AFIC. *Activité des acteurs français du capital investissement*. Année 2011. Paris : AFIC, mars 2012
4. AFIC. *Associés pour construire – 27 ans auprès des entrepreneurs*. Paris : AFIC, nov 2010, 6 p.
5. AFIC. *Guide pratique du capital développement*. Paris : AFIC, 2005, 54 p.
6. AIGNER, P. ALBRECHT, S. BEYSCHLAG, G. FRIEDERICH, T. KALEPKY, M. ZAGST, R. What Drives PE? Analyses of Success Factors for Private Equity Funds. *The Journal of Private Equity*, Automne 2008, 11(4), 63-85
7. ALVAREZ, N. JENKINS, R. Private Equity's New Frontier: Operational Investing. *The Journal of Private Equity*, Printemps 2007, 10(2):27-29
8. ANTE, Spencer E. *Creative Capital: Georges Doriot and the Birth of Venture Capital*. USA : Harvard Business School Press, April 2008, 320 p.
9. ARGOS SODITIC. *Mid-Market Index*. Editions 2007 et 2011.
10. BALMASEDA, M. NIETO, E. Les économies émergentes dans un monde interdépendant : le cas de l'Amérique latine. *Revue d'Économie Financière*, Novembre 2009, 95, 71-86
11. BANCE, Alex. *Why and how to invest in Private Equity*. Bruxelles, Belgique : EVCA, Mars 2004, 24 p.
12. BANCEL, F. PERROTIN, T. Le coût du capital dans les pays émergents. *Revue d'Analyse Financière*, 1999, n° 119, 76-88
13. BANERJEE, Arindam. Private Equity in Developing Nations. *Journal of Asset Management*, 2008, Volume 9, Numéro 2, 158-170

## Bibliographie

14. BARGER, T. *Sustainable Growth and Development through Private Equity Funds.* USA, IFC, Janvier 2003, 25 p.
15. BELLAGHA, Yadh. *Sous-jacents explicatifs de l'indigence du capital investissement privé d'origine européenne et notamment française au Maghreb portant sur le tissu industriel et les PME.* Thèse professionnelle, Executive Master Gestion Financière, HEC Paris, 2009, 96 p.
16. BELLOCQ, F. ZLOTOWSKI, Y. Les pays émergents dans l'après-crise : l'intégration financière en question ? *Revue d'Économie Financière*, Mars 2011, vol 101, 273-288
17. BERLIN, Mitchell. That Thing Venture Capitalists do. *Business Review – Federal Reserve Bank of Philadelphia*, Janvier / Février 1998, 15-27
18. BEROUTSOS, Andreas. FREEMAN, Andrew. KEHOE, Conor. What public companies can learn from Private Equity. *McKinsey on Finance*, Hiver 2007, Numéro 22, <http://corporatefinance.mckinsey.com>
19. BLOCH, A. KACHANER, N. MIGNON, S. *La stratégie du propriétaire – Enquête sur la résilience des entreprises familiales face à la crise.* Pearson Education France, 2012, 189 p.
20. BOEDY, S. MATHIS, F. Private equity's new world. *Thunderbird International Business Review*, Novembre 2008, 50(6), 339-341
21. BOORSTIN, D. *Les Découvreurs.* France : Robert Laffont, Collection : Bouquins, mars 1988, 760 p.
22. BOSTON CONSULTING GROUP. *The Product portfolio.* Publication Janvier 1970. <http://www.bcg.com/documents/file13255.pdf>
23. BOUILLOT, I. Le private equity en Chine. *Revue d'Économie Financière*, Juin 2011, 102, 117-132
24. BOURDIEU, Pierre. *Réponses : pour une anthropologie réflexive.* Paris : Seuil, 1992, 267 p.
25. BRAUNERHJELM, P. *Josh Lerner : Recipient of the 2010 Global Award for Entrepreneurship Research.* Working Paper Series in Economics and Institutions of Innovation Royal Institute of Technology, CESIS - Centre of Excellence for Science and Innovation Studies, Août 2010, 19 p.

## Bibliographie

26. BRUNER, Robert F. CONROY, Robert M. LI, Wei. O'HALLORAN, Elizabeth F. PALACIOS LLERAS, Miguel. *Investing in Emerging Markets*. Charlottesville, Virginie, USA : The Research Fondation of AIMR, 2003, 111 p.
27. BRYANE, Michael. *Principles and Practices of Corporate Valuation and Investment in Emerging Markets*. Syllabus de cours, Linacre College, 2004, 13 p.
28. BURROUGH, B. HELYAR, J. *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*. USA : J. Harper Paperbacks. Mai 2003, 592 p.
29. CAMPBELL, C. Private equity in Africa : Lessons learned. *Thunderbird International Business Review*, Juillet 2009, 51(4), 403-405
30. CHAIGNEAU, P. (ouvrage collectif sous la direction de). *Enjeux diplomatiques et stratégiques 2011*. Centre d'Etudes Diplomatiques et Stratégiques. Paris : Economica, 2011, 363 p.
31. CHALMERS, A. *Qu'est-ce que la science ?* Paris : La Découverte, 1998, 286 p.
32. CHALMET, E. Les marchés émergents, nouveaux centres de gravité du capital investissement. *La Tribune*, édition du 4 novembre 2010
33. CHARREIRE PETIT, S. DUBOCAGE, E. L'apprentissage du capital-risqueur : une singularité des liens entre sa légitimité et ses échecs. *Université Paris Sud 11*, PESOR. 2010.
34. CHATONSKY, Stéphane. *Venture Capital : an introduction*. Syllabus de cours, Université MacQuarie (Sydney, Australie), 20/12/2007, 3 p.
35. CHEN, Zhiwu. *Emerging Market Finance*. Cours de finance (Lecture), Yale School of Management, 10 p.
36. CHERTOK, Grégoire. De MALLERAY, Pierre-Alain. POULETTY, Philippe. *Le financement des PME*. Paris : La Documentation Française, 2009, 160 p.
37. CHI-CHENG, H. FULLER, B. CHEN, B. Is Beta Dead or Alive? *Journal of Business Finance & Accounting*, Avril 2000, 27(3/4):283-311

## Bibliographie

38. CNCT - CONSEIL NATIONAL DU CREDIT ET DU TITRE (sous la direction d'Henri Guillaume). *Le financement de l'entreprise*. Paris : Editions Bière, 343 p.
39. COEURE, B. SANTISO, J. Les marchés émergents : Des marchés d'avenir : Introduction. *Revue d'Economie Financière*, Novembre 2009, vol 95, 9-20
40. Conférence « *Le financement early-stage : le mendiant du private equity ?* » organisée par le Club Essec Private Equity, le 5 décembre 2011.  
[http://www.essec.fr/fileadmin/user\\_upload/Rubrique\\_Alumni/Delphine/Pro/APPE/E-APPE-05-12-2011.pdf](http://www.essec.fr/fileadmin/user_upload/Rubrique_Alumni/Delphine/Pro/APPE/E-APPE-05-12-2011.pdf)
41. CORDET-DUPOUY, Annie. NETTER, Jean-Michel. *Study in Support of the Implementation of the Mediterranean Business Development Initiative (MBDI)*. Luxembourg, Mars 2010, 68 p.
42. CORNELIUS, Peter. Emerging Markets: Net Importers or Exporters of Private Equity Capital ? *The Journal of Private Equity*, Automne 2007, 10 (4), 18-27
43. COVA, B. PARANQUE, B. Repenser la dialectique individuel versus collectif en management. *Papiers de rechercher de l'Ecole Euromed Marseille. France*. 2007. 24 p.
44. CUMMING, D. JOHAN, S. Socially Responsible Institutional Investment in Private Equity. *Journal Of Business Ethics*. November 2007; 75(4):395-416.
45. DAMODARAN, A. *Corporate Finance: Theory and Practice, Second Edition*. USA : John Wiley & Sons, 2001
46. DAUGERAS, B. Le financement de la création et de la croissance des ‘start-up’ de technologie. In GLACHANT, Jérôme. LORENZI, Jean-Hervé. TRAINAR, Philippe. *Private Equity et capitalisme français*. Paris : La Documentation Française, 2008, 329 p.
47. DAVID, A. Des rapports entre généralisation et actionnabilité : le statut des connaissances dans les études de cas. *Revue Sciences de Gestion*, 2005, numéro 39, 139-166

## Bibliographie

48. DAVIS, J. H. ALIAGA-DIAZ, R. COLE, W. SHANAHAN, J. (Recherche Vanguard). *Investir dans les pays émergents : Quelle importance donner à la croissance économique rapide ?* USA, Avril 2010.
49. DE CLEYN, S. BOSMANS, G. BRAET, J. The Technological Background of Venture Capitalist Teams: Literature Myths versus Reality. *The Journal of Private Equity*, Automne 2007, 10(4), 7-17
50. DE LAROSIERE, J. *L'avenir à long terme des pays « avancés »*, Genève : Académie des Sciences Morales et Politiques, novembre 2010.  
[http://www.asmp.fr/fiches\\_academiciens/textacad/larosiere/2010\\_11\\_18\\_Seminaire\\_Geneve.pdf](http://www.asmp.fr/fiches_academiciens/textacad/larosiere/2010_11_18_Seminaire_Geneve.pdf)
51. DIAMANTIS, E. GONNET, M. CHEVREAU, A. *Mesures pour favoriser et garantir l'investissement en Méditerranée*. Ipemed, CDC et CDG, Décembre 2010, 15 p.
52. DILLER, C. KASERER, C. What Drives Private Equity Returns? – Fund Inflows, Skilled GPs, and/or Risk? *European Financial Management*. June 2009; 15(3):643-675.
53. DOTZLER, Fred. What do Venture Capitalists really do, and where do they learn to do it? *The Journal of Private Equity*, Hiver 2001, 6-12
54. DUBOIS, D. GABRIELLI, D. Epargne des ménages et financement en fonds propres des PME – Obstacles et leviers d'action. *Revue D'économie Financière*. N°54 (4-1999).
55. DUBUS, Geoffroy (AFIC). *Les ABCdaires du Capital Investissement. Crédit de Valeur dans le secteur des NTIC*. Paris, 2006
56. DURRANI, M. USMAN, A. MALIK, M. AHMAD, S. Role of Micro Finance in Reducing Poverty: A Look at Social and Economic Factors. *International Journal Of Business & Social Science*. November 15, 2011; 2(21):138-144.
57. EID, F. Private Equity Finance as a Growth Engine: What It Means for Emerging Markets. *Business Economics*, Juillet 2006, 41(3), 7-22

## Bibliographie

58. EMPEA, Emerging Markets Private Equity Association, ouvrage collectif. *EMPE Annual Fundraising and Investment Review*. Washington DC, USA : EMPEA, Avril 2011, 24 p.
59. EMPEA, Emerging Markets Private Equity Association, ouvrage collectif. *Insight: North Africa*. Washington DC, USA : EMPEA, Avril 2011, 8 p.
60. EMPEA. Emerging Markets Private Equity approaching a risk tipping point. *Communiqué de presse*, Washington DC, 12 Mai 2010, 1-2
61. ENNIS, R. SEBASTIAN, M. Asset Allocation with Private Equity. *The Journal of Private Equity*, Eté 2005, 8(3), 81-87
62. ERNST & YOUNG. *How do private equity investors create value? A global study of 2007 exits – Beyond the credit crunch*. Grande-Bretagne, 2008
63. EVCA. *Capital investissement : Effet de levier et politique d'investissement au niveau des sociétés de portefeuille*. Bruxelles (Belgique) 12 Mars 2010
64. EVCA. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. Bruxelles (Belgique) Novembre 2007
65. EVCA. *Private Equity and Venture Capital in the European Economy: An industry response to the European Parliament and the European Commission*. Bruxelles, Belgique : EVCA, Février 2009, 302 p.
66. FARAG, H. HOMMEL, U. WITT, P. WRIGHT, M. Contracting, monitoring, and exiting venture investments in transitioning economies: a comparative analysis of Eastern European and German markets. *Venture Capital*, Octobre 2004, 6 (4), 257-282
67. FENN, George W. LIANG, Nellie (Board of governors). PROWSE, Stephen (Federal Reserve bank of Dallas). *The economics of the private equity market*. Washington, DC : published in the Staff Studies series, Déc 1995, 67 p.
68. FERRARY, M. Les capital-risqueurs comme « transiteurs » de l'innovation dans la Silicon Valley. *Revue Française De Gestion*. January 2009; (190):179-196.
69. FIGUEIREDO (DE), Joao Neiva. Unique characteristics of Cross-Boarder Emerging Market Private Equity : implications for investors and managers.

## Bibliographie

- Journal of International Finance and Economics*, 2008, Volume 8, Numéro 3, 42-55
70. FITZA, M. MATUSIK, S. MOSAKOWSKI, E. Do VCs matter? The importance of owners on performance variance in start-up firms. *Strategic Management Journal*. April 2009; 30(4):387-404.
  71. FMI. *Perspectives de l'économie mondiale*. Etudes économiques et financières. Washington. Avril 2011, 251 p.
  72. FMI. *World economic outlook*. World Economic and Financial Surveys. Washington. April 2012, 250 p.
  73. FRASER-SAMPSON, Guy. *Private equity as an asset class*. Chichester, Angleterre : John Wiley and Sons Ltd, 2007, 286 p.
  74. FRIED, V. BRUTON, G. KERN, D. The Entrepreneurial CEO as "Coach/Player". *The Journal of Private Equity*, Eté 2006, 9(3), 35-41
  75. G8, *Déclaration du G8 sur les Printemps Arabes*. Sommet de Deauville, 26-27 Mai 2011, 5 p.  
[http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/IMG/pdf/Declaration\\_G8\\_Printemps\\_Arabs\\_20110527.pdf](http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/IMG/pdf/Declaration_G8_Printemps_Arabs_20110527.pdf)
  76. GARNIER, Olivier. THESMAR, Daniel. *Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers*. Paris : La Documentation Française, 2009, 190 p.
  77. GEISS, R. HAJDENBERG, J. RENCHON, M. *L'Afrique, terre d'investissement – le private equity en Afrique, réussites et nouveaux défis*. Rapport Capafrique. 2008. 30 p.
  78. GLACHANT, Jérôme. LORENZI, Jean-Hervé. QUINET, Alain. TRAINAR, Philippe (ouvrage collectif sous la direction de). *Investissements et investisseurs de long terme*. Paris : Direction de l'Information légale et administrative, 2010, 264 p.
  79. GLACHANT, Jérôme. LORENZI, Jean-Hervé. TRAINAR, Philippe (ouvrage collectif sous la direction de). *Private Equity et capitalisme français*. Paris : La Documentation Française, 2008, 329 p.
  80. GLASER, B.G. STAUSS, A.L. *Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*. Chicago : Adlin, 1967, 267 p.

## Bibliographie

81. GLASSMAN, James K. Big Deals. *Washingtonian*, Juin 2006, 56-61 et 130-139
82. GOMPERS P, LERNER J. The Venture Capital Revolution. *Journal Of Economic Perspectives*. Spring 2001. 15(2):145-168.
83. GOMPERS, P. KOVNER, A. LERNER, J. Specialization and Success: Evidence from Venture Capital. *Journal Of Economics & Management Strategy*. September 2009; 18(3):817-844.
84. GOMPERS, P. LERNER, J. Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations. *Journal Of Financial Economics*. February 2000; 55(2):281-325.
85. GREENBERGER, J. Private Equity Co-Investment Strategies: Issues and Concerns in Structuring Co-Investment Transactions. *The Journal of Private Equity*, Automne 2007, 10(4), 54-59
86. GRINOLD, R. Is Beta Dead Again? (cover story). *Financial Analysts Journal*, Juillet 1993, 49(4),28.
87. GROH, Alexander Peter. LIECHTENSTEIN, Heinrich. CANELA, Miguel A. *Limited partners' perceptions of the Central Eastern European Venture Capital and Private Equity Market*. IESE Business School – Université de Navarra, Espagne, Janvier 2008, 33 p.
88. GROH, Alexander Peter. LIECHTENSTEIN, Heinrich. CANELA, Miguel A. *International Allocation Determinants of Institutional Investments in Venture Capital and Private Equity Limited Partnerships*. IESE Business School – Université de Navarra, Espagne, Working Paper 726. 2009, 41p.
89. GROH, Alexander Peter. *Private Equity in Emerging Markets*. IESE Business School – Université de Navarra, Espagne, Février 2009, 21 p.
90. GROH, P. PHALIPPOU, L. The first move disadvantage: the case of emerging market private equity. In : *The private equity Forum in Paris, France, 3 et 4 mars 2011*. Abstract p. 9-10
91. GUPTA, U. *The First Venture Capitalist: Georges Doriot on Leadership, Capital, & Business Organization*. Bayeux Arts Inc.,Canada. 2004, 240 p.

## Bibliographie

92. HAMROUNI, Mounira. ZOA, Estelle. (Mémoire dirigé par Olivier Younès). *Les années terribles du LBO 2008-2010.* Mémoire de fin de Master 2 Stratégie et Expertise Financière, CNAM, 2010, 38 p.
93. HARRIS, L. A critical theory of Private Equity. *Delaware Journal of Corporate Law*, Mai 2010, 35(1), 259-293
94. HASS, W. PRYOR IV, S. What Public Companies Can Learn from Private Equity: Pursue the Value Journey. *The Journal of Private Equity*, Eté 2009, 12(3), 20-28
95. HASSAN, A. LEECE, D. The Influence of Venture Capitalists' Source of Finance on their Post-Investment Behavior in Investee Companies. *The Journal of Private Equity*, Eté 2008, 11(3), 69-84
96. HASSAN, Abeer. An Explanatory Study of Private Equity and Venture Capital in an Emerging Economy: Evidence from Egypt. *The Journal of Private Equity*. Printemps 2010, 13(2), 55-66
97. HAVERS, Simon (BVCA). *A Guide to Private Equity*. Londres, Royaume-Uni, Février 2010
98. HEEL, Joachim. KEHOE, Connor. Why some Private Equity firms do better than others. *The McKinsey Quarterly*, 2005, N°1.  
<http://corporatefinance.mckinsey.com>
99. HELLMANN, T. Venture Capitalists: the coaches of Silicon Valley. *Working Paper, Stanford University*. Février 2008.
100. HILL, J. GAMBACCINI, J. The Private Equity Paradox: When Is Too Much Control a Bad Thing? *Journal of Private Equity*, Eté 2003, 6(3), 1-37
101. HOSKISSON, R. EDEN, L. LAU, C. WRIGHT, M. Strategy in Emerging Economies. *Academy of Management Journal*, Juin 2000, 43(3), 249-267  
<http://www.argos-soditic.com/fr/actualites/index.html>
102. IFC, International Finance Corporation. *Annual Report 2010: Where innovation meets impact*. Washington DC, USA, 2010
103. IFC, International Finance Corporation. *Doing Business 2012 : Entreprendre dans un monde plus transparent*. Washington DC, USA, 2012

## Bibliographie

104. IFC, International Finance Corporation. *Beltone MidCap Fund. Summary of proposed investment.* Washington DC, USA, 2009.  
[http://www.ifc.org/ifcext/spiwebsite1.nsf/ProjectDisplay/SPI\\_DP26936](http://www.ifc.org/ifcext/spiwebsite1.nsf/ProjectDisplay/SPI_DP26936)
105. IFC, International Finance Corporation. *The Case for Emerging Markets Private Equity.* Washington DC, USA, Février et Avril 2011
106. IFC, International Finance Corporation. *The SME Banking Knowledge Guide.* USA, 2010.  
[http://www.ifc.org/ifcext/gfm.nsf/AttachmentsByTitle/SMEBankingGuide2010-E.pdf/\\$FILE/SMEBankingGuide2010-E.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/gfm.nsf/AttachmentsByTitle/SMEBankingGuide2010-E.pdf/$FILE/SMEBankingGuide2010-E.pdf)
107. INNOVATION VENTURES. *The Timmons Model of the Entrepreneurial process.* 2008
108. IPEMED. *Projet Convergence.* Paris, Septembre 2008
109. IRRMANN, Gaëtan. *Le Capital-Investissement : Source de développement économique ou nouvelle forme de colonialisme ? L'exemple du Maghreb.* Cahier de recherche, Observatoire du management alternatif, HEC Paris, Septembre 2008, 117 p.
110. JACQUILLAT, B. (ouvrage collectif sous la direction de). Les cahiers du Cercle des Economistes. *Hedge Funds, Private Equity et marchés financiers, les frères ennemis ?* France : PUF, 2007, réédité en 2009, 149 p.
111. JAFFRELOT, C. *La France, le G20 et les "Pays émergents" - un nouvel équilibre des pouvoirs.* Paris : L'Institut Montaigne, 2011,  
[http://www.institutmontaigne.org/medias/documents/institut\\_montaigne\\_la\\_france\\_le\\_g20\\_et\\_les\\_pays\\_emergents\\_24012011\\_d.pdf](http://www.institutmontaigne.org/medias/documents/institut_montaigne_la_france_le_g20_et_les_pays_emergents_24012011_d.pdf)
112. JENSEN, M. Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, Septembre 1989, 67(5), 61-74
113. JENSEN, M. KAPLAN, S. DAVIS, C. Morgan Stanley Roundtable on Private Equity and Its Impact for Public Companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, Eté 2006, 18(3), 8-37
114. JENSEN, M. MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Finance Economics*, Année 1976, vol 3-4, p.305-360.

## Bibliographie

115. JENSEN, M. *The Economic Case For Private Equity*. Harvard Research Paper. No. 07-02 2007, 34 p.
116. JO, H. Why do private equity funds of funds grow? *Journal Of The Academy Of Business & Economics*. October 20, 2008, 8(3):8-18.
117. JOHAN, S. NAJAR, D. The Role of Corruption, Culture, and Law in Investment Fund Manager Fees. *Journal of Business Ethics*, 2 Septembre 2010, N°95, 147-172
118. JURGENSEN, P. Venture capital et PME. *Revue D'économie Financière*. October 2008; 93:77-87.
119. KABAK, Samuel. (Mémoire dirigé par Olivier Younès). *Les SPAC et le marché français*. Mémoire de fin de Master 2 Stratégie et Expertise Financière, CNAM, 2009, 27 p.
120. KAPLAN, S. LERNER, J. It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, Eté 2010, 22(2), 36-47
121. KATEB, A. *Les nouvelles puissances mondiales. Pourquoi les BRIC changent le monde*. Paris : Ellipse, mai 2011, 267 p.
122. KEHOE, Conor. PALTER, Robert N. The Future of Private Equity. *McKinsey on Finance*, Printemps 2009, Numéro 31, <http://corporatefinance.mckinsey.com>
123. KELL, G. Responsible investment: why should private equity care? *International Trade Forum*. December 2009; (4):7-9.
124. KELLER, J. NANLI, M.K. *The macroeconomics of labor market outcomes in MENA over the 1990s : how growth has failed to keep pace with a burgeoning labor market*. The Egyptian Center for Economics Studies. Working Paper 71.
125. KEMAYOU, L. TADJUIDJE, F. MADIBA, M. Tontine et banque en contexte camerounais. *Revue Des Sciences De Gestion*. Mai 2011; (249/250):163-170

## Bibliographie

126. KHANIN, Dmitry. BAUM, J. Robert. MAHTO, Raj V. HELLER, Charles. Venture Capitalists' Investment Criteria : 40 Years of Research. *Small Business Institute - Research Review*, 2008, volume 35, 187-192
127. KIRSCH, D. GOLDFARB, B. GERA, A. Form or substance: the role of business plans in venture capital decision making. *Strategic Management Journal*. May 2009; 30(5):487-515.
128. KLIER, D. WELGE, M. HARRIGAN, K. The Changing Face of Private Equity: How Modern Private Equity Firms Manage Investment Portfolios. *The Journal of Private Equity*, Automne 2009, 12(4), 7-13.
129. KLONOWSKI, D. GOLEBIOWSKA-TATAJ, D. Using Performance-Based Share-Adjustment Mechanisms or "Ratchets" in Economies in Transition: Evidence from Russia. *The Journal of Private Equity*, Automne 2008, 11(4), 53-62
130. KNILL A. Should Venture Capitalists Put All Their Eggs in One Basket? Diversification versus Pure-Play Strategies in Venture Capital. *Financial Management (Blackwell Publishing Limited)*. September 2009; 38(3):441-486.
131. KOENIG, G. Production de la connaissance et constitution des pratiques organisationnelles. *Revue de l'AGRH*, 1993, N°9.
132. KOLLER, T. GOEDHART, M. WESSELS, D. (MC KINSEY & COMPANY). *Valuation – Measuring and managing the value of companies, 5<sup>th</sup> Edition*. USA : John Wiley & Sons, 2010, 860 p.
133. KUMAR, Vinay. ORLECK, Scott. *Why does Private Equity vary across Countries and Time*. Université de Duke, Durham, USA, 2002, 38 p.
134. LAZARD ASSET MANAGEMENT, Investment Research. *Evolution of the Emerging Markets Equity, Asset class: No Longer “One Size Fits All”*. USA. Mars 2009, 8 p.
135. LEEDS, R. SUNDERLAND, J. Private equity in emerging markets. *Journal of applied corporate finance*, Printemps 2003, 15(4), 8-16

## Bibliographie

136. LEEDS, Roger. *Private Equity in Emerging Markets*. Syllabus de cours, The Wharton School of Business, University of Pennsylvania, Printemps 2009, 15 p.
137. LEEDS, Roger. Private Equity in Emerging Markets: Learning from early experience. In : *5th Annual Financial Markets & Development Conference World Bank / IMF / Brookings Institution, Washington DC, 15 Avril 2003*. 1-18
138. LEFOURNIER, Philippe. Nos trois révolutions silencieuses. *L'Expansion*, édition du 01/10/2007
139. LERNER J. Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *Journal Of Finance*. March 1995; 50(1):301-318.
140. LERNER, J. FELDA, H. ANN, L. *Venture Capital and Private Equity – A casebook (3ème édition)*. New Jersey, USA : John Wiley and Sons, 2005, 570 p.
141. LERNER, J. SCHOAR, A. Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. *Quarterly Journal Of Economics*. February 2005; 120(1):223-246
142. LERNER, J. The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital. *Small Business Economics*. Juillet 2010; 35:255-265.
143. LERNER, J. The Syndication of Venture Capital Investments. *The Journal Of The Financial Management Association*. September 1994; 23(3):16-27.
144. LERNER, J. When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective ‘Public Venture Capital’ Programmes. *Economic Journal*. February 2002; 112(477):F73.
145. LERNER, Josh. GURUNG, Anuradha. *The Global Economic Impact of Private Equity*. World Economic Forum Report USA, 2008.
146. LERNER, Josh. *Venture Capital and Private Equity: a course overview*. Syllabus de cours, Harvard Business School, Novembre 1997, 47 p.
147. LIMA RIBEIRO (DE), Leonardo. GLEDSON DE CARVALHO, Antonio. VILAR FURTADO, Claudio. *Private Equity and Venture Capital in an*

## Bibliographie

- emerging economy: evidence from Brazil.* FGV Business School et Université de Sao Paulo, 2006, 14 p.
148. LISLE, C. Outsource a Core Competency? Why Private Equity Groups Are Outsourcing Business Strategy Due Diligence. *The Journal of Private Equity*, Hiver 2003, 7(1), 72-75
  149. LORENZI, Jean-Hervé. GLACHANT, Jérôme. QUINET, Alain. TRAINAR, Philippe (ouvrage collectif sous la direction de). *Investissements et investisseurs de long terme*. Paris : Direction de l'Information légale et administrative, 2010, 264 p.
  150. LUCQUIN, Denis. Sofinnova, un pionnier du Seed-Capital. In : Les Amis de l'Ecole de Paris, *Séminaire Ressources Technologiques et Innovation, Ecole de Paris du Management, Paris, 23 Avril 2003*, 1-9
  151. MAHIEUX, X. La gestion déléguée dans les fonds de capital investissement : relation d'agence et clauses contractuelles des fonds. *Revue d'Économie Financière*, Mars 2010, vol 97, 253-274
  152. MARKOWITZ, H. Portfolio selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. (Mars 1952), pp. 77-9
  153. MARKS, K. Four Places to Find Capital. *The Journal of Financial Planning*, 02 Mai 2010, 22-23
  154. MATUSIK, S. FITZA, M. Diversification in the venture capital industry: leveraging knowledge under uncertainty. *Strategic Management Journal*. April 2012; 33(4):407-426.
  155. MEERKATT, H (Boston Consulting Group). LIECHTENSTEIN, H. (IESE). *New markets, new rules: Will emerging markets reshape Private Equity?* Novembre 2010
  156. MENA. Can MENA Private Equity 2.0 get started now? *Private Equity Annual Review 2010*, 2010, 118-120
  157. MESSICA, A. The Valuation of Cash-Flowless High-Risk Ventures. *The Journal of Private Equity*, Printemps 2008, 11(2), 43-48
  158. MEYERSON, G. AGGE, A. Biotech Venture Capital : The Investment Decision Process. *The Journal of Private Equity*, Eté 2008, 11(3), 85-95

## Bibliographie

159. MIDANEK, D. Cultivating Companies: Growing Value Using Turnaround Management Techniques. *The Journal of Private Equity*, Printemps 2008, 11(2), 19-23
160. MIDLER, Christophe. SILBERZAHN, Philippe. Creating Products in the Absence of Markets: A Robust Design Approach. *Journal of Manufacturing Technology Management*. 2008, Vol. 19, N° 3, pp. 407-420.
161. MISSANKOV, Ivan. VAN DYK, Riaan. VAN BILJON, Andrew. HAYES, Mark. VAN DER VEEN, Werner. Private Equity Returns in Emerging Markets: The South African Case. *The Journal of Private Equity*, Automne 2008, 11(4), 42-52
162. MOORE, Geoffrey A. *Crossing the Chasm: Marketing and Selling Disruptive Products to Mainstream Customers*. USA: Collins Business Essentials, 2002 (révisé, 1ère édition en 1991), 256 p.
163. NKAKLEU, Raphaël. Quand la tontine d'entreprise crée le capital social intra-organisationnel en Afrique : Une étude de cas. *Revue Management et Avenir*. Septembre 2009; (27):119-134.
164. NOUTARY, E (ouvrage collectif), ANIMA. *Invest in Med - La carte des investissements en Méditerranée*. Etude n°7. Octobre 2009, 166 p.
165. O'NEILL, Jim (Goldman Sachs Asset Management). *The Rise of the BRICs and N-11 Consumer*. Etats-Unis, 03 Décembre 2010
166. PACEK, Nenad. THORNILEY, Daniel. *Emerging Markets - Lessons for business success and the outlook for different markets*. Londres, Grande-Bretagne : The Economist, 2004, 225 p.
167. PAPPAS, G. ALLEN, I. SCHALOCK, A. Why PE Firms are Restructuring (and Not Just Their Portfolio Companies). *The Journal of Private Equity*, Automne 2009, 12(4), 22-28
168. PEREIRO, Luis. *Valuation of companies in emerging markets – A practical approach*, New York : John Wiley & Sons, 2002, 507 p.
169. PINCHOT, Gifford. *Intrapreneuring: Why You Don't Have to Leave the Corporation to Become an Entrepreneur*. USA : Joanna Cotler Books, 1985, 400 p.

## Bibliographie

170. PORTER, Michael. *Competitive Advantage of Nations*, USA: Free Press, 1998 (1ère édition : 1990), 896 p.
171. PORTER, Michael. *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, USA: Free Press, 1998 (1ère édition : 1985), 592 p.
172. PRATCH, L. JACOBOWITZ, J. Successful CEOs of Private Equity Funded Ventures. *The Journal of Private Equity*, Eté 2004, 7(3), 8-31
173. PREQIN, ouvrage collectif. *Preqin Global Private Equity Report*. Londres, UK : Preqin Ltd, 2011, 120 p.
174. QUINTART, A. ZISSWILLER, R. *Théorie de la finance*. Paris : PUF, 1990, 341 p.
175. RAMANANTSOA, B. RIOT, E. KRIEGER, E. La reprise d'entreprise à l'aune de l'analyse du récit. *Gestion 2000*. Mai 2007; 24(3):125-140
176. REY, S. *La macroéconomie des PSEM : état des lieux et relations avec l'Union Européenne*. Centre d'Analyse Théorique et de Traitement des données économiques (CATT-UPPA). Université de Pau, Septembre 2011, CATT WP No.3, 18 p.
177. RIP, Peter. What Venture Capital can learn from Private Equity. *BusinessWeek*, 14 Avril 2009
178. ROBBINS-ROTH, Cynthia. *Le business des biotechnologies*. France : Dunod, Avril 2001, 236 p.
179. ROBERTS, Michael J. BARLEY, Lauren. How Venture Capitalists evaluate potential Venture opportunities. *Harvard Business School*, 2004, 1-19
180. SCHON, D. *The reflective practitioner*. New York: Basic Books, 1983, 375 p.
181. SCHRAGER, J. Strategies and Techniques for Venture Investing. *The Journal of Private Equity*, Hiver 2005, 9(1), 1-2
182. SENOR, Dan. SINGER, Saul. *Start-up Nation: The Story of Israel's Economic Miracle*. USA: Twelve – HachetteBookGroup, Novembre 2009, 304 p.

## Bibliographie

183. SETTEL, Daniel. CHOWDHURY, Abu. ORR, Ryan. The Rise of MDFI Investments in Private Equity Funds. *The Journal of Private Equity*, Printemps 2009, 12 (2), 60-76
184. SILBERZAHN, Philippe. *La détermination par la firme entrepreneuriale de ses produits et marchés : un modèle socio-cognitif*. Thèse présentée pour obtenir le grade de Docteur, Ecole Polytechnique, Mars 2009, 212 p.
185. SILBERZAHN, Philippe. MIDLER, Christophe. Creating Products in the Absence of Markets: A Robust Design Approach. *Journal of Manufacturing Technology Management*. 2008, Vol. 19, N° 3, pp. 407-420.
186. SINGH, Satyendra. *Handbook of business practices and growth in emerging markets*. Singapour : World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 2010, 577 p.
187. Site Internet de Beltone Financial. [www.beltonefinancial.com/untitled2](http://www.beltonefinancial.com/untitled2)
188. SMIMOU, K. KARABEGOVIC, A. On the relationship between economic freedom and equity returns in the emerging markets: Evidence from the Middle East and North Africa (MENA) stock markets. *Emerging Markets Review*, Juin 2010, 11(2), 119-151
189. SORENSEN, M. How Smart is Smart money? An Empirical Two-sided Matching Model of Venture. *Journal of Finance*, 2007, 62, 2725-2762.
190. STALLINGS, Scott. *Introduction to Private Equity*. Wharton, MBA Carreer Management, Université de Pennsylvanie, Août 2006, 62 p.
191. STROMBERG, Per. *The economic and social impact of private equity in Europe: summary of research findings*. Stockholm: SIFR (Stockholm Institute for Financial Research) en partenariat avec l'EVCA, Juin 2009, 24 p.
192. TABET, Manal. De SAINT-LAURENT, Bénédict. ABDELKRIM, Samir. *Med Funds 2011 : Panorama du Capital-Investissement dans la région MED, étude N°17 / Mai 2011*. Marseille, France : Anima, Mai 2011, 92 p.
193. TALEB, Nassim N. *Le Cygne Noir. La puissance de l'imprévisible*. Traduit de l'anglais (Edition originale 2007). France : Les Belles Lettres. 2011, 496 p.

## Bibliographie

194. TARVER, A. Dix raisons pour investir sur les marchés émergents. *AGEFI*, le 19/10/2010. <http://www.agefi.fr/articles/Dix-raisons-investir-marches-emergents-1154671.html>
195. TEAL, E. HOFER, C. The Determinants of New Venture Success : Strategy, Industry Structure, and the Founding Entrepreneurial Team. *The Journal of Private Equity*, Automne 2003, 6(4), 38-51
196. THOLLY, P. YOUNES, O. *Euromed Capital Forum, Capital-Investissement et financement des PME dans les pays riverains de la Méditerranée*. Programme du Forum, 23-24 octobre 2009 Tanger – Maroc. 4 p.
197. TIAN, L. MANN, A. High-Tech Business Survivorship: An Analysis By Organization Type. *Journal Of Business & Economics Research*. October 2011; 9(10):1-15
198. TIMMONS, Jeffrey A. ZACHARAKIS, Andrew. SPINELLI, Stephen. *Business plans that work: A Guide for Small Business*. USA : McGraw-Hill, 2004, 193 p.
199. VERMA, S. SANGHI, K. MICHAELIS, H. DUPOUX, P. KHANNA, D. PETERS, P. (Boston Consulting Group). *2011 BCG Global Challengers. Companies on the move*. Janvier 2011
200. WALDECK, Andy. *Note on Venture Capital Portfolio Management*. Tuck School of Business at Dartmouth, 12 Août 2003, 18 p.
201. WANG, C. Key Success Factors and Career Risks for Junior-Level in Venture Capital. *The Journal of Private Equity*, Hiver 2006, 10(1), 73-79
202. WEBER, M. *Économie et Société*. Édition Pocket (1ère édition 1921), France, janvier 2003, 410 p.
203. WOOD, G. WRIGHT, M. Private equity: A review and synthesis. *The International Journal of Management Review*, Décembre 2009, 11(4), 361-380
204. WRIGHT, M. FILATOTCHEV, I. HOSKISSON, R. PENG, M. Strategy Research in Emerging Economies: Challenging the Conventional Wisdom. *The Journal of Management Studies*, Janvier 2005, 42(1), 1-33

## Bibliographie

205. YIN, R. K. *Case Study Research Design and Methods - Fourth Edition.* SAGE Publications, Inc 2009, 240 p.
206. YOUNES, O. Chapitre 8 : Etes-vous le Directeur Financier idéal ? In : BRAULT, D, *Le livre blanc du BFR et de la Direction Financière en période de crise.* Paris : Les Editions de la Transformation, 2010, 97 p.
207. YOUNES, O. *Finance pour les entrepreneurs.* Examen final, Master HEC Entrepreneurs (HEC Business School), juin 2010.
208. YOUNES, O. Intervention à la Conférence organisée par le CNAM et l'AfiCnam le 30 novembre 2011 sur le thème « *Coût du capital et stratégie financière : vers un nouveau paradigme ?* ». Lien avec support et vidéos des interventions : <http://www.aficnam.org>
209. YOUNES, O. Interview. L'Afrique du Nord tarde à émerger. *Private Equity Magazine*, Avril 2012, N°74
210. YOUNES, O. Interview. Une place au soleil du Maghreb. *Private Equity Magazine*, 2009, N°44
211. YOUNES, O. Le capital investissement entrepreneurial, outil d'avenir pour la Méditerranée, *Le JMed - Journal de la Méditerranée*, 2011, [www.lejmed.fr](http://www.lejmed.fr)
212. YOUNES, O. *Le capital investissement.* Formation auprès de la banque ATB (Arab Tunisian Bank) et ATD SICAR. Proposée par l'AFD (Agence Française de Développement – Proparco), Tunis, Avril 2007.
213. YOUNES, O. Les critères ESG (Environnement, Social et Gouvernance) tendent à s'imposer dans les fonds nouvellement levés. *Finance News Hebdo*, 26 mai 2011
214. YOUNES, O. Nous préférons une équipe de choc à une technologie de rupture. *Clubic*, 10 mai 2007. <http://www.clubic.com/actualite-73506-olivier-younes-siparex.html>
215. ZONG, L. Governance Lessons from the Private Equity Industry. *The Journal of Private Equity*, Hiver 2005, 9(1), 63-66

## ANNEXES

## Sommaire des annexes

Annexe 1. Private Equity in Developing Countries, Josh Lerner .....	340
Annexe 2. Private equity in emerging markets, R. Leeds et J. Sunderland .....	350
Annexe 3. Beltone MidCap Egypt Summary of Proposed Investment, IFC.....	360
Annexe 4. IFC, EIB and EDBE invest in Beltone MidCap Fund .....	364
Annexe 5. Euromed Capital Forum Tanger .....	367
Annexe 6. Euromed Capital Forum Tunis .....	371
Annexe 7. Le capital investissement entrepreneurial, outil d'avenir pour la Méditerranée..	374
Annexe 8. Emerging Markets Private Equity, Syllabus.....	378
Annexe 9. Fiche de résumé bilingue et mots clés de la thèse .....	381

## **Annexes**

### Annexe 1. Private Equity in Developing Countries, Josh Lerner

---

LERNER, J. Private equity in developing countries, in LERNER, J. FELDA, H. ANN L. *Venture Capital and Private Equity – A casebook* (3rd edition), New Jersey, USA : John Wiley and Sons, 2005, 570 p. <http://www.people.hbs.edu/jlerner/develop.html>



# Private Equity in Developing Countries

---

## Introduction

The past several years have seen a boom in private equity activity in the developing world. This has been fueled largely by institutional investors based in the United States. The reasons for this growth are several. Among them has been the recent rapid growth of many developing nations and the relaxation of curbs on foreign investments in many of these nations. Perhaps equally important has been the recent perception by many institutional investors that the returns from private equity investments in the U.S. are likely to decrease in upcoming years.

While comprehensive data is hard to come by, a few examples may help illustrate these patterns. [No single directory captures private equity activity in the developing world. The Asian data is drawn from Asian Venture Capital Journal, *The Guide to Venture Capital in Asia: 1995/1996 Edition*, Hong Kong, Asian Venture Capital Journal, 1995; the Latin American data is compiled from the *Private Equity Analyst* and various stories and studies cited in the "Further Readings" section.] In 1994 alone, private equity funds based in Hong Kong and China raised a total of \$3.1 billion in capital. Two-thirds of the capital came from outside Asia, with the single largest source being U.S. institutions. This sum was more than the total raised by professional private equity organizations there since the first fund was raised in Hong Kong in 1981. In 1994 and 1995, Latin American funds raised \$1.4 billion. This represented several times the amount that had been raised previously by funds in the region. India, Eastern Europe, South Africa, and Israel are just a few of the other areas where multiple private equity funds have recently been or currently are being raised. In addition, funds based in the U.S. are increasingly investing directly in transactions in the developing world, often in conjunction with these funds.

This essay seeks to identify some of the key challenges and opportunities that private equity investors in developing nations will face. The first section presents a broad overview of some of the key reasons why developing nations are increasingly seen as an attractive investment environment by institutional investors and private equity funds. The note then considers the "private equity cycle." Sections II through IV examine the process from fundraising through investing to exiting, contrasting developing and developed nations. The opportunities that make private equity in developing countries so attractive are highlighted, as well as the potential risks.

It is worth cautioning that this essay only tries to identify broad patterns. This discussion should not blind the reader to the substantial heterogeneity in the private equity industries of various developing countries. A key reason for these differences, of course, is that developing nations differ along many dimensions among themselves. Please bear this caution in mind as you read through this essay.

## I. Why Invest in Developing Nations?

In this section, we will discuss two sets of rationales for the growth of private equity activity in the developing world. [According to the World Bank, developing nations are those countries that have either low- or middle-level per capita incomes; have underdeveloped capital markets; and/or are not industrialized. It should be noted, however, that the application of these criteria is somewhat subjective. For instance, Kuwait appears on many lists of developing nations despite its high per capita gross domestic product. The reason for its inclusion lies in the income distribution inequality that exists there, which has not allowed it to reach the

general living standards of developed countries.] The first relate to the changes in the developing nations themselves. Many have undertaken radical reforms. External changes--e.g., technological innovations--have also helped make these nations more attractive arenas for investment. The second set relate to the changing conditions in the developed nations. Many institutional investors are skeptical that attractive returns that have recently characterized venture capital and leveraged buy-out investments in many developed nations can be sustained, and are looking for new arenas in which to invest.

**The increasing attractiveness of developing nations** Much of the interest in private equity investing in developing nations must be attributed to their economic progress over the past decade. A critical impetus to much of this progress, in turn, has been the economic reforms adopted by many of these nations. The pace at which capitalism has rolled through developing economies is breathtaking. It is easy to forget that as recently as a decade ago, only one billion of the world's citizens were in capitalist economies. Today, three times that number are in economies that are strongly capitalist in orientation. [For a provocative discussion of these changes from a practitioner perspective, see Lucy Conger, "Interview-Garantia launches Brazil Equity Fund", Reuters News Service, September 26, 1995.]

While a detailed discussion of these changes is beyond the scope of this note, it is worth noting a few of these reforms. One of the most substantial macroeconomic shifts was the 1989 Brady Plan. This allowed several Latin American countries to restructure their external debt. The enormous reduction in debt service led to a substantial boost in the economic health of these markets. The successful reform process led to a increase in major investors' confidence in developing nations: as seen, for instance, in the increase in the market prices of these nations' debt.

Other macroeconomic reforms were initiated by the developing nations themselves, though often with the prodding of such international bodies as the International Monetary Fund. One arena for such reforms has been major tax reforms. Many developing countries realized that one way to fuel the economy is by lowering taxes on capital gains, thereby encouraging equity investment and stock market growth. Likewise, in many nations, restrictions on foreign investment--which often prohibited investments in particular industries, stipulated that foreign investors needed to hold a minority stake, or limited the repatriation of profits--have been relaxed. Finally, several developing nations have made great progress in improving their accounting and disclosure standards. These changes have served to lower the costs of investing in these nations, as well as to diminish the information asymmetries that the foreign investors face.

Other drivers of the economic progress of developing nations have been external. An example is the lowering by many developed nations of many tariff and non-tariff barriers to imports from developing nations. Both exports and imports by developing nations more than tripled between 1987 and 1995. [ International Monetary Fund, *International Financial Statistics Yearbook*, Washington, International Monetary Fund, 1996.] A second example is technological change. Thanks to innovations in information and communication technologies, investors in developed countries--whether corporations or institutions--can better monitor their investments. A substantial decline in inflation-adjusted transportation costs has also made greater trade and investment feasible. These trends have led to spectacular growth in many of the developing nations. While the developed economies grew at an inflation-adjusted annual rate of 1.9% between 1990 and 1994, emerging market economies grew at 5.2%. [*Ibid.*]

**The decreasing attractiveness of developed nations** A second critical factor in the growth of private equity investing in developing countries has been the perception of diminishing investment opportunities in the developed nations, particularly the United States. The pool of private equity under management in the U.S. has grown from \$4 billion in 1980 to about \$125 billion in 1995. This growth has largely been attributable to the relaxation of the formal and informal curbs that limited private and pension funds from investing in private equity.

This growth, many institutional investors argue, has had three deleterious consequences. First, the increase in the size of many private equity funds has led to an alteration in the incentive structure of these funds. In particular, the management fees charged by private equity investors have remained relatively constant, averaging about 2% (typically calculated as a percentage of capital under management). But since the capital managed per partner has increased dramatically, this has meant that these fees have become a significant source of income. Many investors fear that the incentive provided by the share of the profits reserved for the private equity investors has consequently become less effective. Second, many private equity organizations have encountered strong demand when they seek to raise new funds. This allowed them to negotiate partnership agreements without the many covenants that protect investors in these funds. If an institution insisted on the inclusion of a particular form of protection, the venture capitalists could simply exclude them from the transaction. Finally, many institutional investors argue that the current market is characterized by an imbalance between the supply of capital and attractive investments. Many argue that this has led to unjustifiable increases in valuations, or, more colloquially, the phenomenon of "money chasing deals."

These concerns are also leading to institutional investors, particularly in the U.S., to consider more favorably private equity funds specializing elsewhere. One focus has been continental Europe, which has lagged both the U.S. and United Kingdom in the supply of private equity. But the low inflation-adjusted growth rates in many European nations have led many institutions to focus on the developing nations.

**Why private equity?** In view of the above patterns, it may not be surprising that institutional investors have been investing in a broad array of asset classes in developing nations. Institutional holdings of both public equities and corporate and government debt have both increased sharply in recent years. But a particular focus of interest recently has been international private equity funds.

This interest is illustrated by a 1995 survey of 204 of the largest U.S. institutional investors conducted by Goldman Sachs and Frank Russell Capital. It found that international private equity had increased from representing 0.0% of all alternative investments in 1992 to 5.8% in 1995. In a few short years, participation in this asset class (by the institutions that had invested in any alternative assets) went from virtually zero to 51%. Of the remaining firms, more than one-half indicated that they were currently considering investments in international private equity funds. Furthermore, international private equity was the asset class that the institutions identified as the most attractive and with the highest expected future returns. [Goldman, Sachs & Co. and Frank Russell Capital Inc., *1995 Survey of Alternative Investments by Pension Funds, Endowments and Foundations*, New York: Goldman, Sachs & Co. and Frank Russell Capital Inc., 1996.]

Institutional investors frequently justify their interest in private equity funds in developing nations by highlighting the similarities to venture capital in the United States. Like venture capital investments, many companies in developing nations are characterized by great uncertainty, difficult-to-value assets, and substantial information asymmetries. In the developing world, a venture capital-like style of investment should consequently yield attractive returns.

## II. The Private Equity Cycle: Fundraising

In many respects, private equity in developing and developed countries is similar. In both settings, it can be defined as professional investors who provide equity or equity-linked capital to privately held firms. Another key element is the ongoing involvement of the private equity investor in monitoring and assisting the company. Where private equity in developing countries differs is in its implementation. The next three sections will highlight some of these differences.

**Fund structures** The fund structure standard in developed countries is the limited partnership. The general

partners are the individual venture capitalists (or an investment management firm controlled by these individuals). The general partners are in charge of raising, making, monitoring, and exiting the investments. In return they are paid a management fee plus a share of the profits. The limited partners are prohibited from playing an active role in managing the investments and usually enjoy tax benefits. For instance, taxes are typically paid not at the fund level, but rather by the individual general and limited partners. This enables tax-exempt investors to avoid almost all tax obligations.

This limited partnership structure has served as a model for many private equity funds in developing countries. For instance, all but one of the funds focusing in Latin America have been structured along the lines of U.S.-style limited partnerships. [Lorenzo Weissman, "The Advent of Private Equity in Latin America," *The Columbia Journal of World Business*, 31 (Spring 1996) 60-68 (this information is on page 68).] A major issue for venture capital funds in Asia, however, has been the general lack of legal structures that allow the establishment of limited partnerships.

Without the ability to form a limited partnership, most Asian venture capital funds are structured as corporations. This corporate structure puts several limitations on the limited partners' ability to insure that the fund will dissolve at the end of a stated period (e.g., ten years). With the corporate structure, it is easier for the general partners to prolong the fund's life. Since the forced liquidation--and the consequent need for general partners to return for additional funds--is one of the most powerful control rights exercised by limited partners, it is not surprising that this has been a major concern.

**Capital sources** The sources of funds for private equity funds in the developing nations have largely been the same ones who invest in private equity funds based in the United States: pension funds, corporations, insurance companies, and high net worth individuals. To date, U.S.-based organizations have made up the bulk of these investors. European investors are gradually increasing in importance.

Several additional set of parties, however, have played an important role in the raising of private equity funds in developing nations. These have included U.S. foreign aid organizations like the U.S. Agency for International Development (USAID), quasi-governmental corporations like the Overseas Private Investment Corporation (OPIC), and multilateral financial institutions like the International Finance Corporation (IFC). Their role has been two-fold. First, USAID and IFC have invested in funds directly. Rather than serving as traditional limited partners, however, they have typically provided financial support through long-term loans or direct grants. Second, these agencies have provided guarantees to private investors that they will receive some or all of their capital back. OPIC has been particularly aggressive in providing such guarantees.

The track record of these public efforts has been somewhat mixed. A recent internal critique at USAID argued that of all the funds that it had supported over the past two decades, only one--the Latin American Agribusiness Development Corporation (LAAD)--had proven over time to be sustainable. [James W. Fox, "The Venture Capital Mirage: An Assessment of USAID Experience with Equity Investment," Working paper, Center for Development Information and Evaluation, U.S. Agency for International Development, Washington, 1996.] Furthermore, it argued, this fund had become sustainable only by shifting from equity funding to more conventional agribusiness lending.

The critique attributed this poor performance to two factors. First, the government bodies often chose the wrong investors to invest in or guarantee. In many cases, the implementing institution had little or no previous experience as a private equity investor. The funds' ability to attract the right individuals to manage the portfolios was often been limited by government restrictions on the compensation of the investors. A second problem was the excessive constraints on the implementers. Many private equity funds were given very narrow mandates, such as very small businesses, the agricultural sector, and women-owned businesses. Since the number of potential investments was somewhat limited at best, the sustainability of the funds was severely

impacted by these restrictions. In other cases, the government bodies conducted lengthy reviews of potential investments, and consequently the funds lost the opportunity to participate in attractive deals. It should be noted, however, it would have been very difficult to obtain attractive returns from private equity investments in most developing nations during the 1970s and 1980s, even under the best of circumstances.

One source that is likely to become an increasingly important source of capital for private equity funds is retirement savings in the developing nations themselves. East Asian nations have very high savings rates, often about 30% of gross domestic product. These high rates partially reflect the younger average age in developing countries, as well as cultural differences. While many of these individual savings are invested informally in the privately held businesses of relatives and friends, little has been directed into institutional private equity funds.

These patterns are likely to change in future years. Leading the way has been Chile, which has privatized much of its retirement savings. Assets in private pension plans have risen to \$25 billion—50% of current GDP. Pension funds have already helped to finance privatization programs in Chile, taking equity positions of between 10% and 35% in privatized firms. As the funds have grown, regulators have increasingly widened the fields in which they can invest. Several are considering initiating private equity investment programs. [For a general overview, see Jim Freer, "The Private Pension Path," *LatinFinance*, (July/August 1995) 34-38; for a specific discussion of future investment plans, see Felipe Sandoval, "CORFO Targets Small and Medium Enterprises," *Chile Economic Report*, (Summer 1995) 2-9.]

### III. The Private Equity Cycle: Investing

The investment process in developing and developed nations is often very different. In this section, we will discuss four aspects of these differences: the types of deals that are considered, the process by which companies are identified and evaluated, the structuring of the investments, and valuation.

**Types of investments** Private equity funds in developed nations undertake a diverse array of potential transactions. Venture capitalists in the United States usually target high-technology sectors of the economy, while buyout firms focus on more mature firms in a variety of industries which need to restructure or combine. By way of contrast, funds in developing nations generally target already-established firms in traditional industries. (A notable exception is India, where software firms have been successfully attracting investments.)

Typical investments by developing country private equity funds fall into four broad categories. The first are privatizations. The World Bank estimates that 80 countries in recent years have made privatization a primary public-policy concern. More than 7,000 large-scale privatizations have been undertaken, at an annual rate of \$25 billion per year. [These statistics are from William L. Megginson, Robert C. Nash, and Matthias van Randenborgh, "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms," *Journal of Finance*, 49 (1994) 403-452 (the information is on page 404).] Many of these newly privatized enterprises are undercapitalized and desperately need to modernize. The simple distribution of shares to employees or others will not solve their need for financing. In many cases, the national capital markets are still not well developed, and access to international markets is limited to the largest firms. Consequently, governments and the private sector are turning to private equity to fill the investment gap.

A second market opportunity has been corporate restructurings. Globalization has implied increased competition for many businesses in developing countries: lower trade barriers and new regulatory frameworks have forced companies to refocus their activities. Furthermore, the transfer of technologies and techniques from developed nations have provided new challenges, which existing management has often not been capable of meeting. Consequently, many private equity investments in developing nations have focused on either (i) purchasing and improving the operations of established firms or business units, or (ii) consolidating

smaller businesses to achieve large, more cost-effective enterprises.

The final two categories of private equity investors are largely unique to the developing world. The first of these is investments in strategic alliances. In many cases, major corporations have made strategic investments (acquisitions, joint ventures, and alliances) in developing countries without a detailed knowledge of the business environment or their partners. To address these information gaps, corporations have increasingly welcomed private equity funds as third-party investors. The private equity investor is expected to provide much of the informed monitoring of the local partner that the corporation finds difficult to undertake.

A final class of investment has been infrastructure funds. Most infrastructure projects in the developed world have been financed through the issuance of bonds. In some developing nations, particularly in Asia, private equity funds have financed major projects, such as bridges, docks, and highways.

There are several reasons for the reluctance of private equity investors in developing nations to make the kinds of early-stage, technology-intensive investments that U.S. venture capitalists specialize in. First, of course, in many markets trained technical talent and the necessary infrastructure (e.g., state-of-the-art research laboratories) are scarce. Second, in many nations intellectual property protection is weak, or the enforcement of these rights questionable. Thus, even if one was able to develop a successful product, it is unclear how rapid imitation could be avoided. A third factor is the difficulty in exiting these investments (discussed in more detail below). Finally, many investors argue that investing in a developing country is already a very risky act. To take on additional business risk would be imprudent. Consequently, they concentrate on mature enterprises with established track records.

**Deal identification and due diligence** The screening of investments is a major focus of private equity funds in developed nations. Typically, a venture capitalist in the U.S. receives several hundred times more proposals than he could invest in. Funds develop broad criteria to quickly select the deals that later on will be subject to in-depth evaluation.

In developing countries, private equity investors have to be more opportunistic, since the number of attractive investments is lower. While deals are identified from the same sources--e.g., other entrepreneurs and business intermediaries like lawyers and accountants--most investors take a much more active strategy. They exploit tight relationships among business and social groups in the region. This often gives them a first-mover advantage over outside investors without such ties.

The criteria employed by private equity investors are similar in developed and developing nations. In interviews, both sets of investors place management as the overriding factor in the success of any venture. Many speak of the need for "chemistry" among venture capitalists and the entrepreneur, and seek to evaluate the management team's commitment, drive, honesty, reputation, and creativity. Other criteria--such as the size of the market, the threat of obsolescence, and the ability to exit the investment--are also similar. In evaluating potential deals, however, private equity investors in developing nations emphasize two sets of risks often not encountered in developed nations. The first of these is country risk. A revolution, for instance, might lead to the nationalization of foreign investments. A more common threat, however, is the potential costs of rent-seeking behavior. The highly regulated infrastructure sector is usually of great concern to investors because politically motivated regulatory changes can directly affect cash flows. Investors need to carefully analyze the institutions and legal framework as well as industry regulations. One very visible example of the potential costs of this behavior was the Enron Dabhol project in India. In this case, the recently elected government of Maharashtra, a state in India, canceled the power plant contract of Enron for the largest proposed foreign investment in India. Accused of bribery and overcharging, Enron agreed to renegotiate the contract even though it claimed already to have spent \$300 million on the unfinished plant. [For an overview, see Louis T. Wells, and Courtney Sprague, "Conflict in Maharashtra," Case No. 9-796-147, Graduate School of

Business Administration, Harvard University, Boston, 1996.] Working to limit these dangers, however, may be government's concerns about the reputational consequences of such actions: i.e., the potential of their actions to deter future private investment and to invite criticism from multilateral financial organizations.

A second concern is exchange rate risk. While this is hardly unique to developing countries, the Mexican peso devaluation dramatically demonstrated the volatility of these markets. A major devaluation of a developing nation's currency could lead to a sharp drop in the returns enjoyed by its U.S. investors. Ways to mitigate this risk include entering into currency swaps, the purchase of options based on relative currency prices, or the purchase of forward currency. Since the nature and timing of the future payments is usually unknown to private equity investors, however, this poses some real challenges. While hedging tools have attracted increasing interest, their actual use by private equity investors in developing nations appears to be very limited to date.

**Deal structuring** The choice of financing vehicle also differs between developed and developing markets. Investors in developed nations use a variety of instruments, including common and several classes of preferred stock, debt, and convertible preferred. These financial instruments allow the private equity investors to stage investments, allocate risk, control management, provide incentives to executives, and demarcate ownership.

In many developing countries, private equity investors primarily use plain common stock. This reflects several factors. First, in several countries, especially in Asia, different classes of stock with different voting powers are not permitted. Thus, investors must seek other ways in which to control the firm. These are often of extreme importance, since most of the companies are family owned or controlled. Such control rights allow the venture capitalists to step in during such messy controversies such as a dispute between two sons as to who should succeed the father as president.

While the structure of the investments may differ, shareholder agreements in developed and developing countries are likely to include the same control rights. These include affirmative covenants--such as the investors' right to access the firm's premises and records--as well as negative covenants that limit actions that the entrepreneur might take, such as the sale or purchase of significant assets of the firm. While the terms may be similar, their enforceability may vary. The enforceability of these shareholders' agreements depends strongly on the country or region of the investment. For instance, they are usually enforceable in Latin courts, but they may not hold in some Asian courts like China's.

**Pricing** Significant differences also appear in the pricing of transactions in developed and developing nations. Reflecting the later stage of most investments, the types of spectacular returns seen in U.S. ventures such as Digital Equipment, Genentech, and Netscape are not often encountered. As William Hambrecht, chairman of the San Francisco-based investment bank Hambrecht & Quist, points out, "Asian investing success in baseball terms is characterized by double and triples, not the occasional home run characteristic of U.S. venture capital." [Wendi Tanaka, "Advising the Asia Investor: Experts Say It May be a Gold Mine, but No Quick Rewards," *The San Francisco Examiner*, September 20, 1994.]

Venture capitalists' assessment of the value of a company in a developing nation is often problematic. Challenges abound at many levels. For instance, many developing countries lack timely and accurate macroeconomic and financial information. Sometimes macroeconomic variables published by central banks are manipulated by governments to portray a healthier economy. These uncertainties--combined with political and regulatory risks--may make it extremely difficult to draw up reasonably accurate projections. The uncertainty increases further since most private companies do not even have audited financial statements, especially family-run businesses. Furthermore, accounting principles and practices, although improving, are still very different from Western standards.

## IV. The Private Equity Cycle: Exiting

Perhaps the most vexing aspect of venture investing in developing nations has been the difficulty of exit. The fortunes of private equity investors in the developed world have been largely linked to those of the market for initial public offerings (IPOs). Studies of the U.S. market suggest that the most profitable private equity investments have, on average, been disproportionately exited by way of IPOs. In both Europe and the U.S., there has been a strong link between the health of the IPO market and the ability of private equity funds to raise more capital.

Private equity investors in developing countries cannot rely on these offerings. Even in "hot markets" where large foreign capital inflows are occurring, institutional funds are usually concentrated in a few of the largest corporations. Smaller and new firms typically do not attract significant institutional holdings, and have much less liquidity.

An illustration of these claims is India, which saw over 2000 IPOs between January 1991 and April 1995. Despite the volume of IPOs, the public market has not been an attractive avenue for exiting private equity investments. The bulk of these offerings appear to be bought by individual investors, who purchase them at huge discounts (the typical share trades on the day of its offering at 106% above its offering price). After the offering, trading appears to be very thin for most offerings. For instance, 18% of the offerings do not trade on the day immediately after the offering (most of these apparently never trade again). It would be very difficult for a private equity investor to liquidate a substantial stake in a young firm through this mechanism. [Ajay Shah, "The Indian IPO Market: Empirical Facts," Working paper, Centre for Monitoring the Indian Economy, Bombay, 1995.] The situation in many other emerging markets, which lack the infrastructure of settlement procedures, payment systems, custodial or safekeeping facilities, and regulations is even bleaker.

Consequently, private equity investors in developing countries have tended to rely on the sale to portfolio firms to strategic investors. This can be problematic, however, when the number of potential buyers is small. The purchaser can exploit the private equity investor's need to exit the investment, and acquire the company for below its fair value. This is particularly likely to be the case when the firm invests in a strategic alliance: the only feasible purchasers are likely to be the other partners in the alliance.

Several private organizations have tried to develop creative approaches to the exiting problem. Examples include the listing of the shares on an exchange in a developed country, and the acquisition of a similar firm in a developed country (which is subsequently merged with the firm in the developing nation). This is likely to be an area for continued innovation in the years to come.

## V. Looking Forward

The future of private equity in the developing world remains highly uncertain. But there are reasons to be optimistic. The growth in interest on the part of U.S. institutional investors suggest that--at least for the next few years--capital should be available. The increasing involvement of leading private equity organizations in investments in developing nations should increase the quality of the deal selection and management. The evolution of institutions such as national securities exchanges, regulatory agencies, banking systems, and capital markets suggest that the difficult problem of exiting investments may be eventually be addressed. Perhaps most persuasively, the types of environments where private equity funds have thrived in the U.S. are quite similar to developing nations: the investors have specialized in financing illiquid, difficult-to-value firms in environments with substantial uncertainty and information asymmetries. In short, it would not be surprising if the private equity industry in developing nations slowly matures, with the investment cycle becoming increasingly similar to that of developed nations.

## Further Reading

Claessens, Stijn and Moon-Whoan Rhee (1993), "The Effect of Equity Barriers on Foreign Investment in Developing Countries," Working Paper No. 4579, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Foust, Dean, Karen L. Miller, and Bill Javetski (1994), "Special Report: Financing World Growth," *Business Week*, (October 3) 100-103.

Fox, James W. (1996), "The Venture Capital Mirage: An Assessment of USAID Experience with Equity Investment," Working paper, Center for Development Information and Evaluation, U.S. Agency for International Development, Washington.

Fretz, Deirdre (1995), "Emerging Markets' Push for Private Equity," *Institutional Investor*, 29 (October) 319-320.

Mobius, Mark (1992), *The Investors Guide to Emerging Markets*, Burr Ridge, Illinois, Irwin Professional Publishing.

Sagari, Silvia B. and Gabriela Guidotti (1992), "Venture Capital: Lessons from the Developed World for the Developing Markets," Discussion Paper No. 13, International Finance Corporation, Washington.

Schwartz, Larry W. (1994), "Venture Abroad: Developing Countries Need Venture Capital Strategies," *Foreign Affairs*, 73 (November-December) 14-19.

Sedelnick, Lisa (1995), "Sector Funds Surge," *LatinFinance*, (December) 13-16.

Weissman, Lorenzo (1996), "The Advent of Private Equity in Latin America," *The Columbia Journal of World Business*, 31 (Spring) 60-98.

---

Gonzalo Pacanins, MBA '97, prepared this essay under the supervision of Professor Josh Lerner.

---

Josh Lerner

| [Home page](#) | [Course overview](#) | [Course outline](#) | [Module I](#) | [Module II](#) | [Module III](#) | [Module IV](#) |

---

Comments about this page can be sent to [Josh Lerner](#)

or to Josh Lerner; Morgan Hall; Harvard Business School; Boston, MA 02163.

## **Annexes**

### Annexe 2. Private equity in emerging markets, R. Leeds et J. Sunderland

---

LEEDS, R. SUNDERLAND, J. Private equity in emerging markets. *Journal of applied corporate finance*. Printemps 2003, 15(4), 8-16.

[www.sais-jhu.edu/bin/y/i/journal\\_of\\_acf\\_final\\_5102.pdf](http://www.sais-jhu.edu/bin/y/i/journal_of_acf_final_5102.pdf)

# PRIVATE EQUITY INVESTING IN EMERGING MARKETS

by Roger Leeds and  
Julie Sunderland,  
Johns Hopkins University\*

**B**y the mid-1990s, a broad global consensus had emerged that the private sector, rather than the state, should be the primary catalyst for new investment and development, and many emerging economies were demonstrating encouraging progress. Growth had finally picked up, inflation and interest rates were declining, and the political and regulatory environments had shifted in favor of open markets and lower barriers to competition. For the private sector strategy to succeed, however, the explosive demand for investment capital by a burgeoning number of companies had to be satisfied.

Private equity looked like a clear winner, offering many advantages to both the suppliers and users of investment capital. By "private equity" we mean financing for early- and later-stage private companies from third-party investors seeking high returns based on both the risk profiles of the companies and the near-term illiquidity of these investments (venture capital is a form of private equity that generally applies to start-ups). As the private sector expanded, an increasing number of firms had to move beyond their traditional reliance on so-called "friends and family" for financing if they were to continue to grow and be competitive. By virtue of their size and track record, however, many of these firms had risk profiles that were unappealing to banks and securities markets. Notoriously weak domestic equity and credit markets were closed to all but the largest companies, and international financial markets were even more impenetrable. Private equity offered an attractive midpoint along the financing spectrum.

Investors were attracted by the severe capital shortages in many emerging markets, which implied low valuations (and hence high returns) for the

expanding number of companies hoping to raise capital. In addition, many prospective foreign investors were flush with funds, due to the booming performance of financial markets and venture capital funds in the industrialized countries during the late '90s. Encouraged by improving macroeconomic conditions, the new receptivity of governments to foreign investors, and the prospects of earning high returns, investors were willing to look at higher-risk investments in emerging markets. The factors of supply and demand appeared to be in perfect harmony for emerging market funds to succeed.

But the promise of private equity in emerging markets has failed to meet expectations. After an initial proliferation of new funds in the mid-'90s, growth has slowed to a trickle, and few practitioners believe that this trend will soon be reversed. Not only have results been disappointing in absolute terms, they are even worse relative to comparable funds in the U.S. and Europe, where the risks are measurably lower. In an understatement shared by many of his industry colleagues, one practitioner candidly noted, "Broadly, the asset class hasn't returned versus expectations."<sup>1</sup>

The obvious conclusion is that the venture capital model that worked so successfully first in the U.S. and then in Europe does not travel well to emerging markets. Virtually everyone involved in the early years assumed that a little tinkering around the edges would suffice to replicate the success achieved by private equity investors in the industrialized nations. Development finance institutions, as strong promoters of private sector development, encouraged investors to support identical fund structures and investment approaches even though the regulatory and legal frameworks did not provide

\*We wish to thank the private equity fund managers and investors who agreed to be interviewed for this article as well as the participants in the ongoing seminar series at SAIS on this topic.

1. Quotes and anecdotes cited in this article are taken from interviews conducted by the authors and from industry sources including *Latin American Private Equity Analyst*, *Private Equity Analyst*, *Private Equity Week*, *European Venture Capital Journal*, *Asia Private Equity Review*, and *Venture Capital Journal*.

adequate investor protection. Fund managers used existing processes for identifying, analyzing, and valuing target companies as well as for structuring deals, despite dramatic differences in accounting standards, corporate governance practices, and exit possibilities. Investors willingly jumped on the bandwagon.

Faced with disappointing early results, however, all participants are being forced to rethink their approach. Although the rationale for private equity investing in emerging markets remains as compelling as ever, the original model must change on every level. The funds must become less foreign and more local. Emerging market governments must recognize the indispensable role that private equity can play in deepening and broadening the private sector, and willingly institute the necessary reforms. Development finance institutions must fulfill their catalytic role more effectively by sharing the financial risk with their private sector counterparts, cajoling and assisting governments to strengthen regulatory environments, and providing support for creative new approaches to private equity investing.

## A SHORT HISTORY OF EMERGING MARKET PRIVATE EQUITY

Whether in developed or developing countries, a broad range of companies possess risk profiles that inhibit their ability to raise capital through conventional channels such as bank borrowings or public securities issues. Some are too new to have a convincing track record, others are overburdened with debt, and still others have opaque financial statements. At a certain stage of growth, however, these firms can no longer compete effectively without making new investments that are too large and costly to be financed internally. Private equity fills this gap between self-financing and conventional capital market activity.

Candidate firms may be entrepreneurial start-ups, more established small- and medium-size firms, or troubled companies that investors perceive as undervalued (such as buyouts). Because the risk associated with these firms is unusually high, private equity investors expect financial returns that exceed more conventional investments—typically 25% or more. The higher risk levels also spur investors to undertake rigorous due diligence and, once they

have committed capital to a company, to play a far more active, hands-on oversight role than is the custom with shareholders of publicly traded firms. Because the shares are rarely listed on public stock exchanges, such investments are illiquid until a buyer can be identified or a public offering allows the private equity investor to exit with a profitable return.

Some of the most legendary high-growth companies in the U.S., including Federal Express, Oracle, Apple Computer, and Intel, were initially financed with private equity. As these success stories multiplied and became widely known, large institutional investors like pension funds and insurance companies were drawn to the asset class, fueling the industry's explosive growth in the 1980s and 1990s. By the early '90s, emerging markets seemed like equally fertile ground for this tested and successful paradigm. With the unprecedented returns generated from the surge in U.S. equity markets, institutional investors were on the lookout for new opportunities. They also began to worry that the enormous increase of capital flowing into U.S. private equity would outpace the supply of high-return investments. The door opened wide, therefore, for those attracted by the prospect of portfolio diversification and the opportunity to earn exceptional returns.

These developments were reinforced by events unfolding in many emerging economies. A resurgence of growth and new investment opportunities was attributed in large measure to a more receptive attitude towards the private sector generally and foreign investors in particular. Between 1992 and 1998, foreign direct investment increased at a compound annual growth rate of 19% in Asia, 27% in Eastern Europe, and 19% in Latin America.<sup>2</sup> Nonetheless, only a handful of the largest companies were capturing these private sources of financing. Governments compounded the problem with their excessive reliance on private savings to finance public sector deficits, crowding out private sector access to capital. In Brazil, for example, a World Bank report revealed that about 40% of private bank assets in 2000 were invested in government securities. With financing patterns heavily biased in favor of a relatively small number of large firms, the premise that demand for private equity financing would be strong was convincing. The case was further buttressed by the presumption of cooperative local

2. International Monetary Fund, *International Financial Statistics*.

governments, given their commitment to a heavier private sector role in the development process.

### The Mid-'90s: Optimism and Growth

With so many factors pointing in the right direction, emerging market funds proliferated in the mid-'90s. By the end of 1999, there were more than 100 Latin America funds, where virtually none had existed earlier in the decade. Between 1992 and 1997, the peak years for fund-raising in Latin America, the value of new private equity capital grew by 114% annually, from just over \$100 million to over \$5 billion. In the emerging markets of Asia (excluding Japan), about 500 funds raised more than \$50 billion in new capital between 1992 and 1999. As the transition to market economies in Eastern Europe took hold in the mid-'90s, the rapid growth of private equity told a similar story.<sup>3</sup>

This private equity expansion was strongly supported by bilateral development institutions such as the Overseas Private Investment Corporation and the U.S. Agency for International Development, as well as by the multilateral development finance institutions that focus on private sector development, such as the International Finance Corporation (IFC) and the European Bank for Reconstruction and Development. By the end of 1998, these institutions had committed more than \$15 billion to some 220 private equity funds. Their participation was critical in the early years, when private investors were hesitant to commit capital to countries with unfamiliar local conditions and highly uncertain risk-return tradeoffs. As one fund manager acknowledged, "Having the IFC in our fund as an investor is important to assuring other investors."

In almost every respect, the new breed of private equity funds were clones of their U.S. predecessors in terms of fund-raising strategy, organization structure, investment processing, staffing, and exit strategy. Most funds were headquartered in U.S. or European financial centers, attracted staff trained by U.S. investment banks, invested in dollars, and expected to achieve U.S.-style IPO exits. The analytical skills were also the same, as was the step-by-step process of doing a deal: originate transaction opportunities through good market intelligence and word

of mouth, conduct due diligence, build financial models that indicate future company performance and value ranges, negotiate with capital-hungry entrepreneurs, prepare documentation, and close the deal. As one veteran emerging markets investor acknowledged, "The idea was to adapt the U.S. venture capital model to promote private sector development in these countries."

### Late '90s: Unmet Expectations

By the late '90s, however, the emerging market private equity funds were seriously underperforming. Even though the funds have no obligation to publicly divulge their results, there is considerable anecdotal evidence that exits are taking longer to materialize than expected, and when they do, returns are not commensurate with the higher risk levels associated with emerging markets. IFC officials, managers of the largest portfolio of emerging market private equity funds, have acknowledged that cumulative returns on its investments in private equity funds are in single digits or lower. One survey of 227 Latin American private equity investments between 1995 and mid-2000 indicated that only 15 investments had been exited, or 7% of the total. Performance has been only slightly more encouraging in Asia, where capital markets are more developed and liquid. Divestitures in 1998 and 1999 averaged about \$2.5 billion per year in the region, a paltry proportion of the \$35 billion invested between 1992 and 1999.

Of course, many of these first-generation funds have been in business for only three or four years, far too short a time frame to begin measuring results. Even in the U.S., most funds have a ten-year life and do not begin generating positive returns until about five years into the cycle. Until mid-2000, emerging market funds also bore the unenviable burden of comparison to their industrialized country counterparts at a time when returns in the U.S. and Europe were at historically unprecedented levels. The National Venture Capital Association reported that the average return for all venture funds in the U.S. was a staggering 146% in 1999, and the five-year average was 46%, setting a pretty high—and probably unrealistic—standard. Defenders also point out that emerging market funds have been victimized by the

3. The authors compiled and analyzed all of the statistical data in this article on fund capital flows and performance from *Latin American Private Equity Review & Outlook 2000/2001; 2001 Guide to Venture Capital in Asia*; European Venture

Capital Association *European Private Equity Statistics*; Venture Source; OPIC (James C. Brenner, Direct Equity Investment Funds: Public-Private Partnership Experience, 1999); and IFC documents (Annual Report, 2000).

dollar's sharp appreciation against most currencies in Asia and Latin America since the mid-'90s, eroding real returns to foreign investors.

Still, the conclusion was inescapable that the industry had performed poorly both in absolute and relative terms. Private equity investors responded by turning away from emerging markets. Funds raised in 2002 by Latin American private equity funds were at the lowest level since 1993, when the industry first began to take off in the region, and Asian funds last year also (excluding Japan) had their worst fund raising year since 1993.<sup>4</sup> "After three or four years of lousy returns in Asia, Latin America and Russia," one fund manager lamented, "it's going to be very difficult to find new money. Investors do not have any high profile role models of consistently successful funds to demonstrate that this type of investing works well. The publicity is bad, and getting worse." An institutional investor in Latin America explained, "Basically, we don't want to increase our exposure in the region, and only when money starts coming back will we re-invest."

## **EXPLAINING UNDERPERFORMANCE**

The private equity industry evolved gradually in the United States over a 30- or 40-year period in response to strong demand from cooperative entrepreneurs, a sympathetic public policy environment, a reliable legal system, political and economic stability, and well-developed financial markets. These success factors, however, are demonstrably absent in emerging markets. Three shortcomings in particular highlight the contrast between the two environments and explain why emerging market funds have underperformed: low standards of corporate governance in terms of the quality of information required to make investment decisions and monitor performance once investments have been made; the weakness of legal systems in enforcing contracts and protecting all classes of investors; and the inability of domestic equity markets to offer a reasonable prospect of exit through the IPO market.

### **Low Standards of Corporate Governance**

The first gaping imbalance in the emerging markets private equity equation was the accuracy,

timeliness, and transparency of financial and operating information provided to investors, and the willingness of managers to subject themselves to some degree of accountability to outsiders. Even in the best of circumstances, relationships between investors and the managers of their portfolio companies are complex and often contentious, but the absence of sound corporate governance practice has sharply accentuated that tension. Nowhere does this issue become more problematic than with family-owned firms. Although widespread in all countries, family ownership tends to be even more prevalent in developing countries. The prototype is an entrepreneur who has built a successful business with virtually no capital or shareholders beyond his or her immediate family and close friends. Absent any accountability to outside shareholders, the interests of the owner and the firm are indistinguishable, and financial accounts are frequently intermingled. These traditions of autonomy, secrecy, and independence run deep within the corporate culture of most developing country firms, rarely challenged until the need for outside capital becomes imperative.

Few entrepreneurs, for example, have ever undergone an independent audit or adhered to international accounting standards that are the prerequisites for virtually every professional investor. The prospective investor is thus at the mercy of the entrepreneur for access to information necessary to make critical judgments about company performance and value. The common practice, for example, of maintaining two or even three sets of accounting records in order to avoid the tax collector frustrates the due diligence team's task of gaining an accurate picture of performance. Opaque bookkeeping and disclosure habits also may impede access to other important information that might alter investor perceptions of company value, such as environmental liabilities or unresolved legal disputes. As one investor noted, "One big problem is skeletons in the closet. Many of these great companies have hidden subsidiaries, offshore sales and other tax avoidance schemes." Nor is the lure of badly needed capital likely to overcome resistance to outside investors who are inclined to push and prod management to make painful changes they believe are needed to increase transparency and enhance company value. It is not surprising, there-

4. *Asia Private Equity Review*, 2002 Year-End Review, and *Venture Equity Latin America* 2002 Year-End Report.

fore, that most fund managers cite the difficulty of assessing the competence and integrity of the entrepreneur as their most difficult task during the due diligence phase.

The corporate governance problem does not lessen after the deal is consummated. The investor needs a regular flow of accurate financial and operating information in order to monitor company performance and participate in major decisions that are likely to affect future results. Normally, a newly structured board of directors is established, along with a clear set of governance procedures that define relations between management and the new board. In many emerging markets, however, minority shareholders encounter a much different reality, where new board members have little leverage to exact the necessary information if management chooses to circumvent agreements, further undermining the outside investor's ability to orchestrate an acceptable exit.

### **Limited Legal Recourse**

Weak corporate governance is compounded when legal systems do not offer a reliable outlet for resolving disputes. Carefully constructed and enforceable legal contracts serve as the bedrock for all financial transactions, regardless of the country. Indeed, whether as banks or equity providers, financiers normally have little direct control over the firms in which they invest and depend heavily on the legal system to protect their rights.

Early private equity experience in emerging markets demonstrates too frequently that regardless of the soundness of the signed agreements that define the terms and conditions of the relationship between investors and the company, there is minimal legal recourse in the event of serious differences with management. As one law firm opined about Latin America, "...there are significant issues of 'enforceability' of key contractual rights and statutory protection for minority rights, [which] collectively act as an unintended disincentive to private equity investors."<sup>5</sup> The problem often is accentuated because local owners tend to be exceedingly adept at navigating the ins and outs of the legal system, placing investors at a distinct disadvantage in the judicial resolution of disputes.

Inadequate shareholder protection has created a severe backlash, with many fund managers altering their investment strategies or pulling out of countries entirely unless they can gain majority control, all because of their painful experience as minority shareholders. One fund manager acknowledged that because of low confidence in local laws and courts, "It is a fact that we have become more and more rigid in regards to investment terms." These are reasonable responses, but they also undermine the expanded use of private equity as a financing tool.

### **Dysfunctional Capital Markets**

Every aspect of the private equity cycle is driven by the imperative to orchestrate a profitable exit within a certain time frame. In the U.S. and other developed nations, a well-functioning IPO market provides the fundamental underpinning for the success of the entire private equity industry. Without a credible IPO market, exit options are limited to management buyouts and sales to strategic investors or later-stage financial investors. According to most empirical evidence, exits achieved through IPOs tend to maximize firm value, relative to the alternatives of selling shares to strategic investors or back to the original owners (through management buyouts). In the U.S., for example, venture capital funds have earned an average annual return of about 60% when exit is by IPO, compared to 15% when the sale is to private investors. Yet in Eastern Europe, 38% of all private equity exits in 1998 and 1999 were sales to strategic investors, compared to only 3% through IPOs and 16% through secondary offerings. Of the 18 large exits in Latin America between 1998 and 2001, only two were IPOs. In Asia, IPO activity has been somewhat more encouraging, albeit dominated by technology companies that have suffered share price declines as severe as their counterparts in the U.S. and Europe.

But equity markets in even the most advanced emerging economies fail to provide a viable outlet for the sale of companies in private equity portfolios. The primary market functions as a vehicle for raising capital for only a handful of the largest companies, and secondary market trading is dominated by an even smaller number of big firms. In Latin America, 58% of the average daily trading volume on the major

5. Morrison & Forrester LLP, "The Need For Legal and Regulatory Reforms in Argentina, Brazil, Chile, El Salvador and Mexico To Promote Risk Capital Investments in Small and Medium Size Enterprises," Washington, D.C., February 2001.

stock exchanges is dominated by the ten largest firms in each country; the percentage in Asia is only slightly lower at 42%.<sup>6</sup> In many countries, already weak stock markets are getting worse, leading some major companies to delist their shares locally in favor of more established foreign or international exchanges.<sup>7</sup> "You are going to be discouraged," explained one fund manager, "if you think the only way to exit is to go public."

## RETHINKING THE APPROACH

These fundamental shortcomings magnify the reality of a private equity environment that is starkly different and more difficult than what practitioners were accustomed to closer to home. The basic assumptions underlying the U.S. venture capital approach are largely missing in emerging markets, with a predictably adverse effect on performance. Results will improve, therefore, only if the fund managers align their business model more closely with emerging market realities.

**Go local.** Initially, many funds preferred to locate in the U.S. or Europe, bowing to convenience and the preferences of Western professional staffs. But just as a vibrant venture capital presence mushroomed in Silicon Valley in response to the proliferation of new technology clients, fund managers belatedly are recognizing that a local base of operation is even more necessary when the target companies reside in distant, unfamiliar emerging markets. Generating market intelligence, investigating new investment opportunities, conducting due diligence, and maintaining ongoing direct involvement can be much more complicated and less effective when the investment team literally commutes between the home office and company headquarters on other continents. As one badly burned Latin American private equity pioneer—who originally located most of his professional staff in New York—acknowledged, "We will no longer do an investment in a country where we don't have eyes and ears on the ground." More fund managers now recognize that it makes sense to hire local professionals who are culturally attuned and have a deeper understanding of the unique circumstances that differentiate emerging markets from countries with more hospitable

investment climates. "You need to have people that live there," explained one fund manager, "have the passport, and are committed to the community. That is the only way you will gain the critical intuitive sixth sense about what is going on, what are the good deals and who are the people you want to work with."

**Add value.** The management role of the private equity investor in emerging markets is even more important than in developed countries, given the extraordinary challenges of creating a viable exit opportunity. Fund managers must re-think the professional expertise required for these tasks, recognizing that the analytical and negotiating skills required to *make* an investment are not same as those required to *enhance corporate value* during the post-investment phase. Initially, the industry relied too heavily on former investment bankers trained to "do deals," collect their fee, and move on to the next transaction. They badly underestimated the amount of hands-on time required to monitor portfolio company performance. Attending periodic board meetings, reading financial reports, and observing performance from afar is not sufficient. Instead, professionals must take on the difficult and time-consuming tasks of strengthening corporate governance practices, restructuring management, and positioning the company for a profitable exit. "Value enhancement is becoming the most important part of this business," noted one fund manager. "When you sign the deal is when the real work starts, not ends. Finding the right skill set in emerging markets is tricky. We need to know how to build company value—to say: 'Your brother has to go, or you must sell this subsidiary.'"

**More discerning deal selection.** After years of working with a range of mid-size companies, one fund manager concluded that he could no longer justify the time, expense, and frustration of investing in traditional family-owned firms, regardless of the sector or historical performance. "It simply is not worth the aggravation and tension," he explained, "so we are concentrating only on the 'new economy,' where both the firms and the managers are younger, more flexible, and less likely to have acquired many of the bad habits that hinder good relations with traditional family firms." Funds also are becoming

6. Information on stock market performance is compiled from IFC/Standard & Poor's *Emerging Market Fact Book*, 2000.

7. In Latin America, the number of listed firms declined by 2% annually between 1995 and 1999, causing secondary market trading volume also to shrink. In Asia, the number of firms stayed flat in 1998 and declined slightly in 1999.

more proactive in deal selection, rather than waiting for business proposals to land on their desks or for investment bankers to make a pitch on behalf of a client. Echoing a growing consensus, one prominent Asian fund manager observed, “The best deals are ones we create. In our most successful transaction, we proactively approached the company once we had decided that we wanted to be in the sector. We looked for an attractive company where we would not be in a bidding auction.” Good deals must fit the skill set and industry knowledge of the fund manager, and offer identifiable opportunities for enhancing value.

**Creative exit strategies.** “Now, every time we look at a new investment opportunity we rigorously assess our exit strategy *before* deciding whether to make the investment,” according to one emerging markets fund manager. Notwithstanding the inevitable uncertainties about an event that will not occur for at least three to five years hence, there is increasing rigor applied to the exercise of mapping out a viable exit at the outset, whether by an IPO, a management buyout, or a strategic investor, and then ensuring that company management understands and commits to the strategy. Are the owners willing and able to execute a management buyout after a prescribed time period? Or if a strategic investor is the preferred alternative, who are the likely candidates, and what must be achieved by management during the intervening years to attract these buyers? One practitioner explained his fund’s approach to attracting a strategic investor: “We try to get into the head of the strategic corporate planner. What’s *their* strategy? We are starting to think like a consulting firm, trying to think through industry strategies, understand industry trends, learn about the key players and whether consolidation is likely to occur.”

There also must be a greater willingness to experiment with new, more creative approaches to exit. One Latin American fund, for example, launched a mezzanine fund that offers debt financing with many of the same characteristics as equity, but provides investors with a greater assurance of a steady fixed income stream. Another has begun to recapitalize some successful portfolio companies, which allows the fund to realize some capital gains while waiting for a more opportune time to exit. And some are seeking to take control over underperforming funds, positing that the key to success is more effective, hands-on fund management.

## **LOCAL GOVERNMENTS MUST PROMOTE EMERGING MARKET DEVELOPMENT**

Given the magnitude of the financing gap that needs to be filled, most governments have done surprisingly little to institute reforms that would improve the environment for private equity and seem indifferent to their own role in attracting private investment capital. As global competition intensifies, local policies, regulations, and business practices become increasingly important in attracting investment. Private equity investors, ever more sensitive to location-specific problems, are beginning to distinguish sharply among countries based on criteria such as the protection of shareholder rights, tax treatment of capital gains, and securities markets development.

**Protecting shareholder rights.** Few reforms are more important to strengthening investor confidence, or more within the control of local governments, than regulations that affect minority shareholders, such as voting rights and timely and reliable enforcement of shareholder and creditor disputes. More countries must follow the example of the Chilean and Brazilian legislatures, which have passed new laws designed to better protect minority shareholders. Perhaps more important, reform-oriented countries also must demonstrate to investors that they are capable of effectively enforcing these new laws.

**Promoting sound corporate governance standards.** An international consensus also is emerging on acceptable standards of corporate governance, another increasingly important benchmark for investors. Countries will be at a distinct advantage with private equity investors if they effectively promote and enforce a set of rules and conventions that establish standardized public disclosure and management accountability, including internationally accepted accounting practices, independent audits, and defined responsibilities of boards of directors.

**Liberalizing investment restrictions for local institutional investors.** Contrary to conventional wisdom, the growth of private equity in emerging markets is rarely constrained by a shortage of local sources of capital. Many Asian nations, for example, have savings rates that reach 30% of GDP or more, creating a flow of investment capital to pension funds, insurance companies, mutual funds, and other financial intermediaries. Until recently, however, most countries had placed burdensome restric-

tions on how these institutions could invest, effectively eliminating private equity as an option. But some governments are beginning to respond. India recently revamped national regulations governing investment practices and rescinded some taxes in order to encourage a higher level of venture capital investing by overseas firms. Similarly, in 1998 Korea began to allow pension funds to invest alongside venture capital funds, and a number of the major Latin American nations also have initiated regulatory reforms.<sup>8</sup>

**Improving access to public equity markets.** In a statement that resonates for virtually all emerging markets, one survey of Latin America concluded that in order for private equity to realize its potential, "...a significant number of legal and regulatory changes will need to be implemented" to strengthen local stock exchanges. When public securities markets function well, institutional investors invariably become a major source of investment capital for private firms.

## DEVELOPMENT FINANCE INSTITUTIONS MUST PROVIDE LEADERSHIP

The IFC in particular, as the oldest, largest, and most experienced of the development finance institutions, has a responsibility to lead the way if there is to be a private equity rebound. By 2001, it had investments in 142 private equity funds and another 45 management companies, with total commitments of about \$1.7 billion. When resources from other investors are added to IFC-sponsored funds, it can claim responsibility for channeling approximately \$5 billion in private equity to firms in developing countries. But this broad experience has not translated into a track record that is any better than the private funds. Understandably disappointed by sub-par performance, some senior IFC decision makers have advocated an institutional retreat from private equity investing. Such a retreat would send a strikingly negative message to governments and private investors alike and do untold damage to the future of private equity in emerging markets.

Instead, the private-sector-oriented DFIs should capitalize on their deep reservoir of knowledge and practice to re-energize the industry. They are uniquely qualified to play this catalytic role because they alone

combine three essential capabilities critical to spurring a private equity turnaround: financial resources that are leveraged against private investor funds; credibility with local governments that can be used to initiate much-needed policy and regulatory reform; and powerful influence with private investors that can be applied to encourage more active participation in private equity.

**Financing that attracts additional investors.** The very purpose of these development institutions is to attract *additional* private investment on the basis of their own participation. DFIs will be credible in the eyes of investors and their client governments only if they sustain their financing role. This does not suggest that they should throw good money after bad. Instead, they should redouble their efforts to screen and select competent fund managers and then promote strict accountability to achieve solid results.

**Assist with policy and regulatory reform.** Up till now, there has been little evidence that policy reform is a DFI priority, although these institutions are uniquely positioned to exert pressure on governments to undertake necessary reforms. Local officials view the DFIs as honest brokers who objectively promote private sector development, in contrast to private fund managers. The DFIs thus have unparalleled sway over public sector decision makers, and can directly influence policy outcomes on such issues as liberalization of pension fund investment guidelines or establishing and enforcing international accounting and auditing standards.

**Support creative new initiatives.** DFIs should play a stronger leadership role as incubators for new private equity initiatives that draw on best practices from other countries. Successful private-public partnerships in numerous developed countries have included government-sponsored financial incentives designed to encourage private sector financing of small- and medium-size companies. Under the U.S. Small Business Investment Corporation (SBIC) program, for example, specially licensed venture capital funds raised more than \$1 billion in 2001 in private capital markets on competitive terms to invest in pre-IPO companies because the U.S. government guaranteed a portion of the amount raised. Israel's Yozma program, launched in the early '90s, also had remarkable success using government

8. The Brazilian regulatory authorities, for example, recently liberalized some restrictions on the amount that pension funds can invest in so-called alternative

asset classes such as private equity. Chile recently raised the amount that pension funds can invest in any way they see fit, which represents about \$1 billion.

funds as seed capital to encourage private investors to participate in the initial development of the Israeli venture capital industry. DFIs should more actively support local governments that launch similar programs, rather than reflexively dismissing any public sector initiatives that involve financial incentives for private sector development.

**Training for fund managers.** Many of the early private equity failures were rightly attributed to the poor quality of fund managers, which is hardly surprising since few individuals in these countries had previous experience in the screening, financing, and overseeing of companies that typically receive private equity. “The principal reason that we are not providing more funds to private equity,” explained a senior official at Brazil’s development bank, “is our inability to identify fund managers with the requisite experience.” Yet training for private equity fund managers is virtually nonexistent. DFIs are in the best position to assist and encourage the strengthening of indigenous capabilities, perhaps through local training of professionals as a condition for their financing of private equity funds.

## FUTURE PROSPECTS

Regardless of the country or culture, successful entrepreneurs share numerous traits, particularly during the critical start-up phase of launching a new business—they tend to have an uncompromising, single-minded persistence, a fierce determination to overcome adversity, and unbridled optimism, regardless of the odds. Successful private equity investors in emerging markets must cultivate a similar arsenal of personal characteristics, not unlike the U.S. venture capital pioneers in the ’60s. Early U.S. venture capitalists were hard pressed to convince skeptical investors to commit capital in high-

risk companies with no track records; they complained about inexperienced and secretive entrepreneurs; and, long before the NASDAQ emerged as an IPO outlet for small companies, they had difficulty effecting profitable exit opportunities. Then as now, failures outnumbered successes and naysayers had more credibility than the innovators and risk-takers. But U.S. venture capitalists rapidly ascended the learning curve, demonstrating an uncommon capacity to make creative adjustments along the way.

The new generation of emerging market private equity managers must follow a similar trajectory, and not permit early failures and disappointments to obscure a number of factors that bode well for the future. As long as there is an international consensus about the private sector’s important role in the development process, alternative financing techniques such as private equity must remain on center stage. Globalization, with its emphasis on open markets, lower barriers to trade and investment, and cross-border competition, will reinforce this trend by fostering intense competition among both countries and firms for scarce financial resources. Some governments already are responding by passing legislation to better protect the rights of minority shareholders and by liberalizing onerous tax regulations that discourage foreign investors. This new environment also favors so-called new economy companies, with managers who are less resistant to third-party investors and more accepting of international standards of corporate governance.

Thus, despite some early setbacks, there are encouraging signs that a private equity rebound in emerging markets is not only desirable but plausible. However, the key players must make innovative adjustments that reflect the realities surrounding this type of investing. With a different approach, the promise of private equity will begin to be realized.

### ■ ROGER LEEDS

is professor of international finance and director of the Center for International Business and Public Policy at the Paul H. Nitze School of Advanced International Studies (SAIS) at Johns Hopkins University.

### ■ JULIE SUNDERLAND

earned her Masters in International Affairs in 2001 from SAIS and is currently a consultant to fund managers and development banks on emerging market venture capital.

## **Annexes**

### Annexe 3. Beltone MidCap Egypt Summary of Proposed Investment, IFC

---

IFC, International Finance Corporation. *Beltone MidCap Fund. Summary of proposed investment.* Washington DC, USA, 2009.

[http://www.ifc.org/ifcext/spiwebsite1.nsf/ProjectDisplay/SPI\\_DP26936](http://www.ifc.org/ifcext/spiwebsite1.nsf/ProjectDisplay/SPI_DP26936)

# Beltone Midcap Fund

## SUMMARY OF PROPOSED INVESTMENT

This Summary of Proposed Investment is prepared and distributed to the public in advance of the IFC Board of Directors' consideration of the proposed transaction. Its purpose is to enhance the transparency of IFC's activities, and this document should not be construed as presuming the outcome of the Board decision. Board dates are estimates only.

<b>Project number</b>	26936
<b>Company name</b>	Beltone Egypt Sub-Fund
<b>Country</b>	Egypt
<b>Sector</b>	Private Equity/Venture Cap Fund - Regional
<b>Environmental category</b>	FI
<b>Date SPI disclosed</b>	January 29, 2009
<b>Projected board date</b>	March 6, 2009
<b>Department</b>	Reg Ind, Financial Markets, EMEA
<b>Status</b>	Active
<b>Previous Events</b>	Invested: December 29, 2009 Signed: June 29, 2009 Approved: May 15, 2009

### Overview

#### Project description

Beltone Egypt Sub-Fund (Beltone Egypt or the Fund) is a closed-end private equity fund which will make equity and equity-related investments in companies, including small and medium-sized enterprises (SMEs), in Egypt. The Fund will primarily target companies with a significant export-based growth potential in sectors such as textile, agribusiness, and packaging. The Fund is a sub-fund of Beltone MidCap Fund, which also proposes a Beltone GCC Sub-Fund for the Gulf Cooperation Council (GCC) countries under the same umbrella.

#### Sponsor/Cost/Location

#### Project sponsor and major shareholders of project company

The Fund will be managed by Beltone Private Equity (BPE) in partnership with SIGEFI Private Equity of Siparex Group in France (Siparex). BPE is the private equity arm of Beltone Financial, a Cairo-based diversified financial services company. Siparex has over thirty years of private equity experience and is one of France's preeminent private equity groups and a leader in the middle market segment.

## Total project cost and amount and nature of IFC's investment

It is proposed that IFC invest up to \$20 million in the Fund.

## Location of project and description of site

Beltone Egypt is a sub-fund of Beltone MidCap Fund, a specialized investment fund (SIF) incorporated in Luxembourg under the form of a limited partnership by shares (SCA) as a société d'investissement à capital variable (SICAV). The fund management team will be based in Cairo, Egypt. The Fund will invest in companies incorporated and operational in Egypt.

## Development Impact

### Anticipated development impact of the project

Project Development Impact:

- Private sector development: The Fund will add value to its investee companies, by providing managerial and strategic support to improve their competitiveness and sustainability.
- Adoption of best practices for corporate governance and environmental standards: The Fund will adopt international best practices for environmental and social risk assessment and management, as well as transparency and corporate governance, thus fostering knowledge and skill transfer, and encouraging best practices across the industry.
- Support for SMEs: The Fund is expected to allocate a substantial part of its capital for SMEs.
- Employment: It will have a positive role on employment at a time when the global economic crisis may hurt development and employment in Egypt.

### IFC's expected development contribution

IFC's role includes:

- Fund Structuring: IFC will work closely with the Manager to ensure the Fund's structure and terms are in line with IFC and international standards.
- Governance of the Fund: IFC will seek to play a governance role through participation on the Fund's governing structures.

## Environmental and social issues - Category F1

This project has been classified as a Category F1 project according to IFC's Environmental and Social Review Procedure.

During appraisal, IFC will analyze the Fund's expected portfolio and sectors of investment and determine the Applicable Requirements if any, that would include a combination of:

- The IFC FI Exclusion List and
- The applicable National Environmental and Social Laws and regulations and/or
- The IFC Performance Standards

IFC will also review, if required, the capacity of the Fund to manage social and environmental risks and to establish and maintain a Social & Environmental Management System (SEMS). IFC may suggest Supplemental Actions to address any gaps in the SEMS if required.

The Fund Manager will be required to:

- Develop an, or upgrade, if necessary, any existing SEMS, prior to disbursement to the satisfaction of IFC;
- Identify responsible, qualified persons to manage and implement the SEMS;
- Commit to implement the SEMS to ensure that its investments/activities are in compliance with the Applicable Requirements;
- Take action to remedy any gaps in SEMS implementation on an ongoing basis;
- Submit a periodic report to IFC as per a format to be provided by IFC.

## Contacts

---

### For inquiries about the project, contact:

Dr. Abdel-Monem Omran  
Chief Investment Officer, Beltone Private Equity  
Isis Building, Osiris Street, 9th Floor, Garden City, Cairo, Egypt - 11451  
Telephone: +20 2 2792 6610  
Fax: +20 2 2792 6875

---

### For inquiries and comments about IFC, contact:

General IFC Inquiries  
IFC Corporate Relations  
2121 Pennsylvania Avenue, NW  
Washington DC 20433  
Telephone: 202-473-3800  
Fax: 202-974-4384  
E Mail: [Webmaster](#)

---

### Local access of project documentation

## Attachments

There are no attachments for this document

## **Annexes**

### Annexe 4. IFC, EIB and EDBE invest in Beltone MidCap Fund

---

Communiqué de presse, 2010

[www.beltonefinancial.com/untitled2](http://www.beltonefinancial.com/untitled2)



## Press Release

### **IFC, EIB and EDBE invest in Beltone Midcap Fund**

Beltone Private Equity, the private equity arm of Beltone Financial Holding is launching the Beltone MidCap Fund, a USD 200 million fund that targets small and medium sized companies (SMEs) in Egypt and the Gulf States (GCC) through the two sub-funds. The International Finance Corporation (IFC) a member of the World Bank Group, the European Investment Bank (EIB) and the Export Development Bank of Egypt (EDBE) are the anchor investors in the Egypt Sub-Fund, committing USD 16.5 million, USD 16.5 million and USD 10 million respectively.

The Beltone MidCap Fund will invest in privately-owned, financially sound, and promising SMEs or potential spin-offs from large companies with growth and export potential. Dr. A.M Omran Director of Beltone Private Equity, said, "The fund will be managed from Egypt to ensure maximum returns for investors by leveraging Beltone Private Equity's expertise. In addition, Beltone Private Equity has established a joint venture with SIGEFI Private Equity, part of the Siparex Group in France, with its more than 30 years of expertise in private equity investments in SMEs in Europe and the US. Beltone and SIGEFI's combined knowledge of the market, industries, financial relations and international contacts, particularly in the Euro-Med region will provide a strong flow of investment into the pipe line for the fund and support the investee companies by adding both regional and international exposure to all of the Fund's investments."

Dr. Omran also said that given the current financial situation, the Fund aims to provide these companies with needed growth capital, operational and strategic experience which is fundamental at their current stage. He added that the fund will invest in significant minority stakes and selected majority stakes in companies with operating history and revenues of USD 5-50 million.

Mr. Paul Tholly, Managing Partner of SIGEFI, expressed his confidence in the success of this joint venture between two significant players in private equity to enhance and develop the economic and industrial relationships in the Euro-med region. Private equity funds play an important role in supporting companies in emerging markets, which in turn help spur economic growth," he said.

"We are pleased to partner with Beltone to support medium-sized enterprises in Egypt," said Haydee Celaya, IFC Director, Private Equity Funds.

Beltone MidCap aims to raise a total of USD 200 million of which USD 100 million will be invested exclusively in Egypt; the remainder being invested in the GCC in cooperation with a number of prestigious institution investors from the region.

#### **About Beltone Financial Holding SAE**

Beltone Financial Holding is one of the fastest growing investment banks in the Middle East and one of the region's leading financial services firms. Beltone serves investors in the world's most exciting investment market, outranking every other investment bank in the Middle East for year-on-year growth since its inception in 2002. The focus of Beltone's strategy is innovation and product differentiation.

Headquartered in Cairo, Egypt, Beltone Financial was founded by pioneers of the financial services industry and, attracting some of the brightest

brains, has grown to a staff of almost 300 .Offices have been established in New York, Riyadh, Jeddah Dubai, Doha, Tripoli and Damascus.

Institutions, banks and high-net-worth investors in Egypt and the Middle East, Europe, North America and Asia are offered a full range of services including Investment Banking, Asset Management, Securities Brokerage, Research, Capital Markets and Private Equity investment. Clients benefit from portfolio management for all-risk profiles, investment horizons and fixed-income products, mutual funds and money market funds.

Beltone Asset Management launched the first money market accounts denominated in USD, Euro and EGP in Egypt, in affiliation with Banque Misr and Egypt Post; the First 401(k)-type tax-efficient savings plan; the first regional hedge fund; the MENA Equity Fund, which invests in listed equities across the region and various investor funds in partnership with banks in Egypt, such as HSBC, Suez Canal Bank and ABC Bank. Assets under management currently exceed USD 3.7 Billion.

Beltone Investment Banking has closed deals worth more than USD 7.5 Billion across the Middle East with clients that include: Ghabbour Auto; Orascom Hotels and Development; Wind Weather investments, and Celtel-Vodafone in Egypt, and Medgulf Insurance Company; SAICO; ACIG and Al-Ahlia Cooperative Insurance Company in Saudi Arabia, and DAMAC in Dubai

#### About SIGEFI (SIPAREX Group)

With 30 years' experience and approximately Euro 900 million (820 million as of today) in assets under management, the Siparex Group is France's leading independent middle-market private equity specialist. The Group operates essentially in France and Southern Europe (Italy and Spain).

Since 1994, alongside its fund management business in Europe, Sigefi has developed a fund advisory, management, and co-management business in the emerging markets. It has conducted several assignments for the European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), the European Investment Bank (EIB), and International Finance Corp. (World Bank group). On the southern shore of the Mediterranean, it has helped launch and expand Tuninvest Finance Group (Tunisia) and Capital Invest, a subsidiary of BMCE (Morocco), which are the two largest private equity investment fund management companies in North Africa. It is a shareholder and board member of these two companies. Sigefi has also been conducting a number of advisory assignments in Algeria and Lebanon.

#### About IFC

IFC, a member of the World Bank Group, creates opportunity for people to escape poverty and improve their lives. We foster sustainable economic growth in developing countries by supporting private sector development, mobilizing private capital, and providing advisory and risk mitigation services to businesses and governments. The IFC's new investments totaled \$16.2 billion in fiscal 2008, a 34 percent increase over the previous year. For more information, visit: [www.ifc.org](http://www.ifc.org)

---

Printed from the Beltone Financial website

Page: Media Center > Press Release

URL: <http://www.beltonefinancial.com/untitled2>

## **Annexes**

### Annexe 5. Euromed Capital Forum Tanger

---

Communiqué de presse, 2009

26 octobre 2009



**Le 3<sup>ème</sup> EUROMED – CAPITAL FORUM  
LE FORUM EURO-MEDITERRANEEEN DU CAPITAL INVESTISSEMENT  
QUI S'EST TENU LES 23 – 24 OCTOBRE 2009 A TANGER (MAROC)  
A CONNU UN GRAND SUCCES**

- 250 participants
- 72 intervenants
- 14 pays représentés

Forte du succès de la 2<sup>ème</sup> édition de son Forum à Tunis en avril 2008, l'Association Euromed-Capital Forum, qui réunit la plupart des associations professionnelles du capital investissement des deux rives de la Méditerranée<sup>1</sup>, a invité les entrepreneurs, les professionnels et partenaires du financement des PME des pays riverains de la Méditerranée, à sa réunion à Tanger les 23 et 24 octobre 2009, autour du thème :

**« Préparer le rebond dans un monde instable »**

Dans les turbulences que traverse l'économie internationale, le métier du Capital Investissement dans les pays méditerranéens, et particulièrement en Afrique du Nord, au Proche et Moyen Orient, fait preuve de dynamisme et de maturité ; il s'affirme comme le partenaire indispensable du développement des PME de la région.

Après une ouverture officielle marquée par une intervention de M. Fouad Brini, Directeur Général de l'Agence pour le Développement du Nord (Maroc), 5 réunions plénières ont porté successivement sur :

- **un état des lieux et les perspectives de développement – les conditions du rebond**, avec notamment les interventions de M. Jaloul Ayed, Administrateur Directeur Général de BMCE Bank (Maroc) et Vice Président d'Euromed Capital Forum, de MM. Ahmed Abdelkefi, Président d'Integra Group (Tunisie), Angus Blair, Chief Economist de Beltone Financial (Egypte) et Simon Walker, Président de la British Venture Capital Association (Royaume-Uni).
- **les expériences et les succès du capital investissement en Afrique du Nord**, avec notamment les interventions de Mehdi Tahiri (Maroc), de Pascal Lagarde (CDC Entreprises – France), d'Aziz Mebarek (Tunisie), de Mohamed Loukal (Président de la Banque Extérieure d'Algérie) et de Bertrand Rambaud (Président du Groupe Siparex – France).

<sup>1</sup> AFIC (France), AIFI (Italie), AMIC (Maroc), APCRI (Portugal), ASCRI (Espagne), ATIC (Tunisie), EVCA (Bruxelles), IVA (Israël) ainsi que l'Association Africaine de Capital Investissement (AFCA) et l'Association Arabe du Private Equity, auxquelles s'est jointe à Tanger la BVCA (Grande-Bretagne).

- **les expériences et les succès du capital investissement au Moyen-Orient** avec les représentants de la Banque Européenne d'Investissement, de Capital Trust (Liban), de Nile Capital (Egypte) et de Beltone Private Equity (Egypte).
- **les infrastructures, le développement durable et le Partenariat Public-Privé**, avec les représentants de la BEI, de Tanger Med (Maroc), de BN Capital Assets (Espagne), d'Infra Invest (Maroc) et de la Caisse des dépôts (France).
- **le pilotage des entreprises, en vue de préparer le rebond dans un monde instable**, avec des chefs d'entreprise français, tunisiens et des conseils spécialisés en droit des affaires et en retournement.

Au cours de ces séances plénières, **M. Philippe de Fontaine Vive Curtaz, Vice Président de la BEI** est intervenu, comme « **keynote speaker** », pour marquer le profond intérêt de cet établissement et les mesures prises en faveur du développement des fonds propres des PME de la rive sud de la Méditerranée.

Des **ateliers thématiques** ont été organisés lors de la matinée du samedi 24 octobre afin **d'échanger entre dirigeants de PME, bailleurs de fonds, conseils spécialisés**, sur les thèmes : « Equipements automobile et aéronautique », « Agri-business », « Logistique – Packaging », « Systèmes d'information et autosourcing ».

L'ensemble des participants ont constaté avec satisfaction **le lancement en 2009**, malgré une conjoncture difficile, de **plusieurs nouveaux fonds de capital investissement, dédiés aux PME de la région Afrique du Nord – Moyen Orient** :

- un fonds de fonds destiné à abonder des fonds régionaux : **Averroes II** lancé par la Caisse des dépôts et Proparco (Agence Française de Développement),
- des fonds régionaux : **Beltone Mid Cap Fund**, lancé par Beltone et Siparex destiné aux PME égyptiennes, avec le concours de la Banque Mondiale (SFI) et de la BEI, **TVM Capital Mena**, lancé par le groupe allemand TVM, basé à Dubaï, et destiné aux PME du secteur médical et des biotechnologies,
- des fonds d'infrastructures : **Inframed**, lancé par la Caisse des dépôts et la Caisse de dépôt et de gestion du Maroc, **ARIF**, lancé par le Groupe Marocain Argan (BMCE).
- Au cours du Forum, M. Mohamed Loukal, Président de la Banque Extérieure d'Algérie (BEA) a annoncé le lancement du **1<sup>er</sup> fonds algérien de capital développement**, initié par sa Banque, en coopération avec les Groupes Banco Espírito Santo et Siparex.

Comme l'a déclaré M. Dominique Nouvellet, Fondateur et ancien Président du groupe Siparex, Président d'Euromed Capital Forum : « *Après l'éclatement de la bulle financière et, dans nos métiers, celle des LBO spéculatifs, le capital développement apparaît comme une source de financement essentielle pour les PME, en leur apportant la solidité financière qui leur permet de se développer, de créer des emplois et, pour les meilleurs, de devenir les 'champions de demain'* ».

## *ECF Tanger Communiqué de presse*

Quant à M. Paul Tholly, Membre du Directoire du Groupe Siparex et Secrétaire Général d'Euromed Capital Forum, il a fait observer : « *Aux côtés des financements publics bilatéraux et multilatéraux, le Capital Investissement a un rôle déterminant à jouer pour l'essor économique de la région, car il est l'outil privilégié du développement du secteur privé local et des partenariats entre entreprises du Nord et du Sud, facteur de création d'emplois, de transferts de savoir-faire et levier des investissements industriels.* »

### **Contacts Association / Presse :**

#### **EUROMED CAPITAL FORUM**

Paul Tholly	Olivier Younès
Vice-Président,	Manager
Secrétaire Général	Tel : 01 53 93 02 20
Tel : 01 53 93 02 20	<a href="mailto:o.younes@siparex.com">o.younes@siparex.com</a>
	<a href="mailto:p.tholly@siparex.com">p.tholly@siparex.com</a>

## **Annexes**

### Annexe 6. Euromed Capital Forum Tunis

---

Communiqué de presse, 2008



26 Septembre 2007

## **Le 2<sup>e</sup> Forum Euro-Méditerranéen du Capital Investissement se tiendra en Tunisie, les 24 et 25 avril 2008**

**Forte du succès de la première édition de son Forum, à Lyon en mai 2005, l'Association « Euromed Capital Forum » réunira quelque 500 professionnels et partenaires du Capital Investissement des pays riverains de la Méditerranée à Tunis, les 24 et 25 avril 2008.**

C'est en Tunisie, dans un cadre d'exception sur les côtes de Carthage, que professionnels du Capital Investissement, chefs d'entreprises, dirigeants du monde économique et financier et responsables politiques, se retrouveront les 24 et 25 avril 2008 pour partager leurs expériences et soutenir la dynamique de l'investissement en capital dans la région Euromed, et spécialement sur la rive sud de la Méditerranée. La Tunisie, du fait de l'expérience et des performances de ses professionnels du Capital Investissement au cours des dix dernières années, se positionne comme l'un des pionniers de cette activité au Maghreb. « Euromed Capital Forum » se réjouit du soutien qu'apportent les autorités et la communauté des affaires tunisiennes à cette première édition hors d'Europe de son Forum.

Ce Forum poursuivra plusieurs objectifs : rapprocher les différents acteurs du Capital Investissement et partager leurs expériences ; créer des passerelles professionnelles dans l'ensemble du Bassin Euro-Méditerranéen ; favoriser la croissance des entreprises du secteur privé et la création d'emplois en contribuant au développement du Capital Investissement dans la région Euromed ; accompagner le programme de privatisation des entreprises publiques, et participer ainsi au développement des marchés financiers des pays concernés.

Les principaux thèmes débattus durant ce deuxième Forum seront les suivants :

- Quelle est la situation du Capital Investissement dans les pays du pourtour méditerranéen ?
- Quels sont les facteurs d'attractivité de la zone Euromed, et particulièrement des pays de la rive sud de la Méditerranée ?
- La stratégie d'investissement des Pays du Golfe : quelle valeur-ajoutée attendre de cet afflux de liquidités pour les pays riverains de la Méditerranée ?
- Entrepreneurs & Capital Investissement : accélérateur de croissance et alternative à l'endettement ?
- Entreprises & développement : émergence de Champions Régionaux et « success stories » ?
- Entreprises & LBO : malgré la crise financière, des LBO bien maîtrisés ne facilitent-ils pas les transmissions d'entreprises à la génération de dirigeants en émergence ?
- Levées de fonds, privatisations, IPOs : de nouveaux acteurs, pour quelles performances ?
- Le Capital Investissement, vecteur du rapprochement économique Euro-Méditerranéen : Quel rôle pour les associations professionnelles ? Vers la création de Fonds de Capital-Investissement trans-nationaux ? Quelles opportunités d'affaires et de partenariats ?
- « Union Méditerranéenne » ou zone de libre-échange ?



Ce 2<sup>ème</sup> Forum est organisé par l'**Association « Euromed Capital Forum »** (voir, ci-après) avec le soutien actif des associations professionnelles du Capital Investissement de la région, de la Banque Européenne d'Investissement/Femip, du Réseau ANIMA et de l'Ecole de Management Euromed Marseille. Le Forum bénéficiera en Tunisie du sponsoring et du support logistique du « Forum de l'Economiste » représenté par Monsieur Hedi Mechri, directeur de la publication « *L'Economiste Maghrébin* ».

**Ce 2<sup>ème</sup> Forum réunira les acteurs et partenaires du Capital Investissement de la zone Euromed : des investisseurs internationaux, des gestionnaires de fonds, mais aussi des chefs d'entreprises et des décideurs des secteurs public et privé, sont conviés à se retrouver en Tunisie pour deux jours de travaux et d'échanges.**

**Le Forum comportera deux volets complémentaires :**

- **un volet « professionnel »,** permettant aux spécialistes du métier et à leurs actionnaires d'échanger sur leurs expériences, leurs résultats et sur les potentialités importantes de développement de la zone, au Nord comme au Sud.
- **un volet « networking »,** permettant aux entrepreneurs et aux gestionnaires de fonds de rencontrer et de mieux connaître des investisseurs non seulement européens, américains ou asiatiques, mais également du Moyen-Orient.

*Avec plus de 450 millions d'habitants, 7% de la population mondiale, représentant près de 20% du PIB mondial et 15% des richesses de la planète (mais inégalement réparties), la zone Euro-méditerranéenne représente un ensemble économique considérable et un enjeu d'avenir important. Sa prospérité et sa stabilité dépendent pour une large part du développement des rives sud et orientale du Bassin. Aux côtés des financements publics bilatéraux et multilatéraux, le Capital Investissement a un rôle déterminant à jouer pour l'essor économique de la région, car il est l'outil privilégié du développement du secteur privé local et des partenariats entre entreprises du Nord et du Sud, facteurs de création d'emploi, de transferts de savoir-faire et levier des investissements tant industriels que dans les utilités collectives.*

#### **Contacts Association**

##### **EUROMED CAPITAL FORUM**

Paul Tholly	Olivier Younès
Secrétaire Général	Directeur Adjoint
Tel : 01 53 93 02 20	Tel : 01 53 93 02 20
<a href="mailto:p.tholly@siparex.com">p.tholly@siparex.com</a>	<a href="mailto:o.younes@siparex.com">o.younes@siparex.com</a>

##### **FORUM DE L'ECONOMISTE**

Hedi Mechri (Tunis)
Directeur

## **Annexes**

### Annexe 7. Le capital investissement entrepreneurial, outil d'avenir pour la Méditerranée

---

YOUNES, O. Le capital investissement entrepreneurial, outil d'avenir pour la Méditerranée, *Le JMed - Journal de la Méditerranée*, 2011.

[www.lejmed.fr](http://www.lejmed.fr)



## Olivier Younès – Le capital investissement entrepreneurial, outil d'avenir pour la Méditerranée

*mercredi, 22 juin 2011*

**Partner de son holding familial de participations Casa Invest, enseignant à HEC et à Dauphine, Olivier Younès a développé depuis plus de dix ans une expérience d'investisseur en capital, accompagnant la création et la gestion de nouveaux fonds dans plusieurs pays émergents, notamment en Méditerranée.**

**Dans cette Tribune Libre, Olivier Younès analyse comment le capital-investissement lui paraît un outil particulièrement robuste et vertueux pour le financement des PME des pays émergents et, à ce titre, promis « à de grands accomplissements » en Euro-Méditerranée.**

*Photo ci-dessus : Olivier Younès. © Alfred Mignot - avril 2011*

*Tribune Libre*

Titre original

### **Pour un capital investissement entrepreneurial : réconcilier performances financières et sociale**

par **Olivier YOUNÈS**

Partner, Casa Invest  
Enseignant à HEC

Le souffle historique des Printemps arabes bouleverse la donne en Méditerranée, devient une source de réflexion et d'inspiration pour de nombreux peuples – jusqu'en Asie – et interpelle les organisations internationales : ainsi, réuni à Deauville le 27 mai, le G8 a-t-il annoncé la mise à disposition de 40 milliards de dollars pour soutenir les transformations régionales (1), renforçant d'une manière forte l'action de l'Union européenne qui, dès février à l'occasion de la conférence annuelle de la BEI, avait commencé de mobiliser des ressources en ce sens.

Reste, désormais, à ancrer dans le réel les perspectives ouvertes par cette nouvelle donne. Cela ne pourra se faire qu'avec l'action concertée des institutions internationales et des pouvoirs publics, démultipliée par l'engagement des professionnels de tous secteurs en Euro-Méditerranée.

Parmi ces acteurs de la « société civile économique », les professionnels de la finance, et particulièrement du capital investissement, doivent, tout en continuant de créer de la valeur actionnariale, évoluer eux aussi vers plus de responsabilité et de citoyenneté : en diffusant l'esprit d'entreprise et les bonnes pratiques de gestion, ils contribueront directement, de surcroît, à une plus grande transparence dans la conduite des affaires locales et régionales. C'est dans la perspective de cette vision d'avenir que le capital investissement nous paraît promis – appelé ! – à de grands accomplissements en Méditerranée. Voici pourquoi...

### **Le capital investissement entrepreneurial, un outil « robuste »**

Dans son acception la plus large, le capital investissement – ou *private equity* – consiste dans le financement en fonds propres d'actifs non cotés. A ce titre, il prend des formes mosaïques, allant du financement de grands projets

d'infrastructures de type PPP (Partenariat Public-Privé) à celui de *start-ups* (*early stage*). Entre ces deux extrêmes, le financement des PME devient une priorité (2).

Conforté et encouragé par les volontés politiques, un capital investissement entrepreneurial doit se diffuser dans l'ensemble de la région : pour porter la croissance, solidifier les fonds propres des PME à fort potentiel mais encore fragiles, et leur permettre de croître pour créer de la valeur et des emplois. Ce faisant, le capital investissement - à la fois actionnaire et administrateur des sociétés financées – diffusera les ressources à long terme, l'esprit d'entreprise et les bonnes pratiques de gestion à l'ensemble des économies.

## Les spécificités de la pratique dans les pays émergents

La crise financière a fragilisé l'ensemble de la profession du capital investissement : 660 milliards de dollars US ont été levés en 2008 ; 300 milliards de dollars US ont été levés en 2009. Enfin, 230 milliards de dollars US ont été levés en 2010, soit une évaporation des deux tiers des montants levés par le capital investissement en l'espace de 24 mois. Mais, dans ce contexte d'attrition généralisée, il faut noter la forte progression de la part des fonds levés à destination des pays émergents : celle-ci passe de 11 % des fonds levés en 2009 à 18 % en 2010. (source : Prequin)

Des études convergentes définissent les spécificités du capital investissement dans les pays émergents et en font une pratique à part entière – pour ne pas dire une « classe d'actif particulière ». Quelques-uns des facteurs-clés de succès régulièrement affichés par les experts – et validés sur le terrain – sont : la présence locale et active des investisseurs, la détention d'intérêts minoritaires au capital, la création de valeur par les fondamentaux (accroissement du chiffre d'affaires et des marges) et l'absence d'opérations à effet de levier bancaire.

En la matière, ce sont les études d'IFC-World Bank qui font autorité (International Finance Corporation, l'activité de *private equity* de la Banque Mondiale). Elles sont fondées sur la base de données propriétaire de l'institution, constituée de plus de 90 fonds d'investissement dans lesquels IFC-World Bank a souscrit, et qui détiennent à leur tour environ 800 PME en portefeuille (source : « *The Case for Emerging Markets Private Equity* », février 2011).

Parmi les autres contributions figure un rapport du Boston Consulting Group publié en novembre 2010, au titre explicite : « *Will Emerging Markets reshape private equity ?* ». Ce rapport, qui répond par l'affirmative à la question, conforte les principales conclusions d'IFC-World Bank. Le capital investissement dans les pays émergents y est présenté comme « le nouveau centre de gravité du métier dans le monde », étant passé de 5 % à 30 % du volume des transactions en dix ans - soit un poids désormais équivalent à celui des États-Unis ou de l'Europe.

Enfin, on notera que la pratique du capital investissement dans les pays émergents se caractérise par la gestion de toutes les inefficacités : celles des marchés locaux (de biens, de services, de financements), du climat des affaires et du fait politique. C'est grâce à des équipes de gestion professionnelles, agiles et entraînées à gérer les crises, que des fonds d'investissement créeront de la valeur au bénéfice de leurs souscripteurs – publics et privés – et accompagneront, en la consolidant, la dynamique de classes moyennes consommatrices et épries de libertés.

## Déjà une si longue histoire... en Méditerranée !

Malgré l'apparente technicité du métier, l'approche n'est pas totalement nouvelle. Le principe en a été conçu il y a cinq siècles, précisément en Méditerranée, et a accompagné depuis toutes les grandes découvertes : territoriales, industrielles et scientifiques. De ce point de vue, Christophe Colomb est une figure emblématique du capital investissement dans les pays émergents, ayant posé les invariants du modèle, encore en application aujourd'hui : dans cette analogie historique, les propriétaires des caravelles sont les souscripteurs (fonds souverain espagnol et family offices locaux), l'équipage est l'équipe de gestion et le projet, à fort potentiel et à risque élevé, s'inscrit nécessairement dans le temps long (ouvrir la route des Indes).

Le modèle de *private equity* prouve ainsi sa robustesse : malgré les mers et les années qui séparent durablement propriétaires et gestionnaires, la relation de mandat qui les unit demeure. Il faut y voir la vertu de deux mécanismes qui structurent, le temps de l'aventure, la relation entre commanditaires et équipage : le *reporting* fait par l'équipage (la comptabilité en partie double est inventée en Italie à la même époque par Luca Pacioli) et la perspective d'une juste répartition des richesses « créées » suivant une proportion de 80/20 – qui continue de structurer la profession.

En Méditerranée plus qu'ailleurs, les dimensions humaines et le savoir-faire entrepreneurial sont exacerbés, faisant de l'expérience du terrain le facteur clé de succès de tout projet. Le format des fonds d'investissement parachève l'approche : avec une durée de vie moyenne de dix ans, les fonds de capital investissement rendent possible - et

souhaitable - une exposition de long terme dans ces pays émergents méditerranéens, au-delà des turbulences du moment.

## Olivier YOUNÈS

Partner, Casa Invest  
Enseignant à HEC  
*Paris, 21 juin 2011*

◊ ◊ ◊

**1 - L'inspiration du G8 de mai 2011** - L'article Premier de la Déclaration du G8 sur les Printemps Arabes de mai 2011 réaffirme la portée historique des événements du début d'année :

*« Les changements historiques actuellement à l'œuvre en Afrique du Nord et au Moyen-Orient peuvent ouvrir la voie à des transformations comparables à celles survenues en Europe centrale et orientale après la chute du mur de Berlin ».*

Parmi les quatre lignes de son programme à destination des « *gouvernements réformateurs* », deux méritent particulièrement de s'y arrêter : « *La modernisation de leurs économies, le soutien au secteur privé, notamment aux PME, pour contribuer à la création d'emplois, et le développement du capital humain et des compétences professionnelles* » et « *La promotion de l'intégration régionale et mondiale pour bénéficier des fruits de la mondialisation.* »

La multiplication des partenariats entre les rives de la Méditerranée doit ainsi permettre, dans le futur, de construire un pôle de croissance économique majeur, alternatif à l'Asie et aux Amériques. Alors, la Méditerranée redeviendra un grand lac intérieur, à la faveur d'une tectonique économique, sociale et entrepreneuriale.

◊ ◊ ◊

**2 - Un retour aux fondamentaux focalisé sur les PME des pays émergents** – Face aux bouleversements qui nous entourent, un retour aux fondamentaux économiques s'impose :

- **Au niveau des nations** : la coopération entre les pays développés et émergents – le Nord et le Sud – comme celle entre pays du sud doit s'accélérer, permettant de combiner les avantages concurrentiels de chacun. Ce sont les partenariats équilibrés qui créeront des richesses, de la stabilité et une croissance partagée.
- **Au niveau des entreprises** : la croissance soutenable passe par la valorisation de l'entrepreneuriat et de la PME ; par l'encouragement de son financement à long terme par les fonds propres ; et par une défiance vis-à-vis du recours massif à la dette, qui vulnérabilise les entreprises, les marchés et les États.

Sur le terrain, les PME des pays émergents doivent concentrer tous les efforts, car elles constituent, à double titre, le moteur de la région :

- **Les PME sont le moteur des économies** et constituent, à plus de 80%, les tissus industriels mondiaux. Ce taux passe à 90% pour les pays émergents (source : IFC-World Bank)
- **Les pays émergents sont le moteur des nations** et affichent un taux moyen de croissance du PIB trois fois supérieur à celui des économies développées sur la décennie passée (source : Boston Consulting Group).

◊ ◊ ◊

> **La Bio Express d'Olivier Younès** – Olivier Younès est Partner de son holding familial de participations, Casa Invest. Il a une expérience d'investisseur en capital de 10 ans chez Siparex, où il a accompagné la création puis la gestion de nouveaux fonds dans plusieurs pays émergents (Égypte, Algérie, Koweit, Ukraine) et financé près de 20 sociétés technologiques.

Il enseigne le capital investissement à HEC Entrepreneurs (dont il est membre du Comité pédagogique), dans le Master 225 Finance d'entreprise de Dauphine et dans le Master Stratégie et expertise financière du Conservatoire des Arts et Métiers.

Entre 2007 et 2011, il a été Manager de l'Association Euromed Capital, un *think tank* et un réseau d'affaires pour le capital investissement en Méditerranée.

## **Annexes**

### Annexe 8. Emerging Markets Private Equity, Syllabus

---

YOUNES, O. Syllabus du cours Emerging Markets Private Equity, *Master 225 Dauphine – Finance d’entreprise et ingénierie financière*, 2011.

**UNIVERSITE PARIS-DAUPHINE**  
**MASTER 225 - FINANCE D'ENTREPRISE & INGENIERIE FINANCIERE**  
*Sous la codirection du Professeur Maurice Nussenbaum et de Jacques Biessy*

**CAPITAL INVESTISSEMENT DANS LES PAYS EMERGENTS**  
**EMERGING MARKETS PRIVATE EQUITY**

*Responsable : Olivier Younès*  
Nombre d'heures : 12 heures (4 séances de 3 heures)

• **OBJECTIFS**

Le capital investissement dans les pays émergents est une classe d'actifs à part entière, dont l'importance ne cesse de se confirmer au sein de l'industrie du *private equity*. Selon le Boston Consulting Group, les opérations de capital investissement dans les pays émergents sont passées en 10 ans de 5% à 30% des transactions mondiales en volume, et de 5% à plus de 20% en valeur. Certes, ce sont les quatre pays émergents BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) qui drainent l'essentiel des levées de fonds et des investissements. Mais d'autres pays révèlent une attractivité grandissante, en Europe de l'Est, en Asie et en Méditerranée. Cette nouvelle frontière du capital investissement offre un environnement turbulent, où l'inefficience, les attentes de rendements et les risques spécifiques semblent exacerbés.

L'objectif de cet enseignement est d'initier les étudiants à la pratique du métier telle que la vivent les professionnels du capital investissement dans les pays émergents.

• **PLAN DU COURS**

*Le cours a une durée de 12 heures. La pratique du capital investissement dans les pays émergents et ses spécificités y sont étudiées à travers le cycle du métier : la levée de fonds (Module 1), l'investissement (Module 2), le suivi (Module 3) et la sortie (Module 4).*

Séance 1 (3 heures). Module 1 : la levée de fonds

1. Positionnement dans la chaîne : fonds direct ou fonds de fonds. Primaire ou secondaire
2. Structuration : fonds local, fonds régional. Fonds aveugles, *pledge* et *deal by deal*
3. Les souscripteurs : le rôle des organismes multilatéraux et bilatéraux
4. Les critères ESG : Environnement, Social et Gouvernance.

Séance 2 (3 heures). Module 2 : l'investissement

5. Sourcing : présence locale, désintermédiation et privatisations
6. Les cibles : infrastructures, immobilier et PMEs. Les industries majeures
7. Les difficultés de l'évaluation d'entreprise dans les pays émergents
8. Le montage des opérations : *cash-in*, *cash-out* et portage.

Séance 3 (3 heures). Module 3 : le suivi

9. Création de valeur : retour aux fondamentaux et rareté de l'effet de levier financier
10. Améliorer la gouvernance au sein d'un *family business*
11. La gestion de crise comme *business as usual*.

Séance 4 (3 heures). Module 4 : la sortie

12. L'ambition d'une cession industrielle à un nouvel entrant international
13. Marchés boursiers lacunaires et pratique du management buy-back
14. Le partage de la performance entre l'équipe de gestion et les souscripteurs.

## • BIBLIOGRAPHIE PRE-REQUISE

YOUNES, O. *Le capital investissement entrepreneurial, outil d'avenir pour la Méditerranée*, Le JMed - Journal de la Méditerranée, mercredi 22 juin 2011.  
[www.lejmed.fr/Le-capital-investissement.html](http://www.lejmed.fr/Le-capital-investissement.html)

## • BIBLIOGRAPHIE DU COURS

- LEEDS, R. SUNDERLAND, J. Private equity in emerging markets. *Journal of applied corporate finance*. Printemps 2003, 15(4), 8-16  
[www.sais-jhu.edu/bin/y/i/journal\\_of\\_acf\\_final\\_5102.pdf](http://www.sais-jhu.edu/bin/y/i/journal_of_acf_final_5102.pdf)
- IFC, International Finance Corporation (World Bank). *The Case for Emerging Markets Private Equity*. Washington DC, USA, Février 2011.  
[www.ifc.org/ifcext/cfn.nsf/AttachmentsByTitle/EM\\_PE\\_SharingIFCsExperience+February2011/\\$FILE/EM\\_PE\\_Sharing\\_IFCs\\_Experience\\_v9\\_February2011.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cfn.nsf/AttachmentsByTitle/EM_PE_SharingIFCsExperience+February2011/$FILE/EM_PE_Sharing_IFCs_Experience_v9_February2011.pdf)
- MEERKATT, H (Boston Consulting Group). LIECHTENSTEIN, H. (IESE). *New markets, new rules: Will emerging markets reshape Private Equity?* Novembre 2010.  
[www.bcg.com/documents/file64907.pdf](http://www.bcg.com/documents/file64907.pdf)
- EMPEA, IFC. *Emerging Markets Private Equity toolkit*.  
[www.empea.net/Main-Menu-Category/Resources/toolkit.aspx](http://www.empea.net/Main-Menu-Category/Resources/toolkit.aspx)

## • METHODE PEDAGOGIQUE

Cours : Exposés, retours d'expérience et mini cas d'application discutés de façon collégiale.

L'étude d'un cas en équipes : Par groupes de 5, les étudiants incarneront le Comité d'investissement d'un fonds européen cherchant à bénéficier de la force de traction des pays émergents. L'étude portera sur l'opportunité de créer un fonds d'investissement dédié monopays. Un pays émergent spécifique sera assigné à chaque groupe d'étudiants, sur la base d'une liste de trois pays qu'il aura proposée. Parmi les thèmes traités dans l'étude figureront : (i) l'analyse critique des attraits et des risques économiques et géopolitiques du pays-cible ; (ii) la proposition d'une stratégie d'investissement adaptée : cibles, stade d'intervention, secteurs d'activité, organisation des équipes de gestion ; (iii) les principaux paramètres financiers du fonds et la performance attendue.

Cette étude de cas fera l'objet d'un rapport écrit sur l'opportunité de création d'un fonds de capital investissement dans le pays assigné. Ce rapport sera remis lors de la séance 5, avant l'administration du test individuel d'une heure. Aucun rapport ne sera accepté ultérieurement.

## • CONTROLE DES CONNAISSANCES

Examen terminal écrit individuel (séance 5, 1 heure) : 60% de la note finale.

Rapport rédigé par groupe sur la création d'un fonds d'investissement dans un pays émergent (remise en début de séance 5) : 40% de la note finale. Format : Word, 20 pages maximum.

## • SITES INTERNET

Emerging Markets Private Equity Association : [www.empea.net](http://www.empea.net)

## **Annexes**

Annexe 9. Fiche de résumé bilingue et mots clés de la thèse

---

# Olivier YOUNES

## QUEL MODELE DE CAPITAL INVESTISSEMENT POUR LES PAYS EMERGENTS ?

**Proposition d'un capital investissement entrepreneurial  
inspiré de l'univers des *start-ups* technologiques  
et fondé sur le modèle de Timmons**

**Le cas de la création d'un fonds en Egypte**

### Résumé

Les PME structurent 90% des économies émergentes. Elles sont *duales*, à la fois moteurs de l'activité mondiale et vulnérables à cause d'un recours excessif à l'endettement et d'une économie informelle prégnante. Nous pensons que le capital investissement peut consolider et diffuser cette traction économique devenue l'apanage des seules nations émergentes. Se pose alors la question :

**« *Quel modèle de capital investissement pour les pays émergents ?* »**

La méthodologie retenue répond à la contrainte d'une littérature encore réduite et d'un difficile accès à l'information. Nous suivons en conséquence une démarche inductive et étudions, au travers du modèle théorique de Timmons, la création d'un fonds d'investissement en Egypte de 2008 à 2011. A partir de ce cas clinique longitudinal, nous induisons un modèle de capital investissement entrepreneurial, à destination des pays émergents et inspiré du capital risque technologique.

Finance - Capital investissement - *Private equity* - Capital risque - *Venture Capital* - Innovation

Entrepreneuriat - PME - *Start-up* - Pays émergents - Méditerranée - PSEM - Egypte - Timmons

### Résumé en anglais

SMEs represent 90% of emerging economies. They are dual, both engine for the world economy and vulnerable because of their excessive indebtedness and the weight of informal activities. We think private equity can enhance and spread this economic traction that only qualifies emerging countries. Thus, our question appears as:

**“*Which model for emerging markets private equity?*”**

We select an inductive approach to address constraints of limited research literature and a difficult access to data. Through the theoretical Timmons' model, we perform a longitudinal clinical study of a private equity fund in Egypt, during its inception from 2008 to 2011. We design from our research an entrepreneurial private equity model, dedicated to emerging markets and inspired by venture capital.

Finance - Private equity - Venture Capital - Innovation

Entrepreneurship - SME - Start-up - Emerging Markets - Mediterranean - MENA - Egypt - Timmons