



HAL
open science

Analyse de la pertinence du modèle de financement du capital investissement

Laurent Kevin Cerveaux

► **To cite this version:**

Laurent Kevin Cerveaux. Analyse de la pertinence du modèle de financement du capital investissement. Economies et finances. Université de la Réunion, 2014. Français. NNT : 2014LARE0007 . tel-01130136

HAL Id: tel-01130136

<https://theses.hal.science/tel-01130136v1>

Submitted on 11 Mar 2015

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

UNIVERSITÉ DE LA RÉUNION

**Analyse de la pertinence du modèle de financement
du capital investissement**

Laurent Kevin CERVEAUX

Thèse soumise en vue de l'obtention du titre de Docteur en Sciences Économiques et de
Gestion

Thèse défendue le 6 octobre 2014

**Thèse dirigée par M. Philippe NARASSIGUIN, Maître de conférences à l'Université de
La Réunion**

Jury :

M.Philippe Narassiguin, Maître de conférences, Université de La Réunion,
M.André Cartapanis, Professeur des Universités, Institut d'études politiques
d'Aix-en-Provence,

M.Serge Rey, Professeur des Universités, Université de Pau,
M.Jean-François Hoarau, Maître de conférences, Université de La Réunion.

Remerciements

Au terme de ce travail de recherche doctorale, il me semble que la réalisation d'une thèse peut être décrite de façon métaphorique sous la forme d'un parcours sur plusieurs plans. Elle s'apparente, tout d'abord, au suivi d'un itinéraire parfois sinueux où la présence d'un guide est décisive afin d'arriver à destination. Pour cette raison, je tiens à remercier mon directeur de thèse, Philippe Narassiguin, pour son encadrement, sa rigueur ainsi que sa confiance. Ses précieux conseils, sa disponibilité et ses encouragements, au-delà des aspects scientifiques, m'ont permis d'avancer dans la réalisation de ce travail.

J'exprime également mes sincères remerciements à André Cartapanis, Serge Rey et à Jean-François Hoarau pour l'honneur qu'ils m'accordent en acceptant de participer à mon jury et à l'évaluation de cette thèse.

La rédaction de ce travail doctoral est ensuite semblable à un parcours jalonné d'une série de rencontres qui ont été déterminantes dans l'élaboration de cette thèse. Mes recherches ont été menées au sein du Centre d'Économie et de Management de l'Océan Indien (CEMOI). Je voudrais donc remercier l'ensemble des membres de ce laboratoire et en particulier Dominique Lepelley, Armel Jacques, Zoulfikar Mehoumoud Issop, François Hermet, Yves Croissant, Freddy Huet, Olivia Ricci, Daouda Diakité et Alexis Parmentier pour leurs conseils avisés ainsi que Fabien Labondance pour les nombreuses discussions que nous avons eu, tant sur le plan scientifique qu'humain, et qui ont contribué à la réalisation de cette thèse. Je remercie également Valérie Mignon, Anna Tykhonenko, Chérif Sidy Kane et Christophe Hurlin pour les différentes aides qu'ils ont pu m'apporter.

Ce travail doit également beaucoup, à trois rencontres qui se sont réalisées en amont de cette recherche doctorale. Tout d'abord, je tiens à exprimer ma profonde gratitude à Jérôme Gablain qui lors de la direction de mon mémoire de Master 1 en Ingénierie Économique et Financière sur le thème de la logistique des banques de dépôts françaises m'enseigna une devise qui constitua la philosophie qui m'accompagna pendant ce travail de recherche.

Cette devise est la suivante : *« Il y a une multitude de trajectoires qui relie un point A à un point B. Bien entendu, la ligne droite constitue un de ces vecteurs, probablement le plus rapide. Cependant, quel que soit le chemin choisi, le plus important est de toujours garder en*

vue le point B ». Je remercie aussi Georges Parassouramin, directeur des marchés financiers de la caisse régionale du Crédit Agricole de La Réunion qui a été celui qui m'a permis de découvrir le capital investissement à travers son cours de gestion du risque pendant mon Master 2 Banque-Finance ainsi que Jean Marc-Rizzo, qui dirigea la même année la rédaction de mon mémoire sur l'impact de la crise financière initiée en 2007 sur le capital investissement. Je lui suis reconnaissant pour les conseils avisés qu'il m'a donnés pour la rédaction de ce travail puis lors de ce doctorat.

J'exprime également ma reconnaissance à Monique Turpin, chargée d'affaires à la société de capital risque Réunion Développement pour sa disponibilité et ses commentaires judicieux ainsi qu'à Christine Rasmussen et Nate Matinez de PitchBook pour leur expertise du marché mondial du capital investissement. Je remercie ensuite Éric Pasquiet et Colin Stewart du Bureau Van Djik pour leur aimable autorisation concernant l'utilisation des informations issues de la base de données Zephyr.

Ma gratitude va aussi à l'ensemble de mes compagnons de thèse et plus particulièrement à Alexandra Malala Razafindrazabe, Claire Goavec, Guillaume Breban, Laurent Didier, Idriss Fontaine et Julie Mounoussamy ainsi qu'à El Kébira Hoummiya, Baker El Hussein, Fabrice Yafil, Stéphane Murday et Sylvain Dotti pour leur soutien tant sur le plan scientifique qu'amical.

Je remercie enfin, tous mes amis et mes proches pour leurs encouragements, en particulier mes parents, mes sœurs Elsa et Emeline, ainsi que Sandrine pour leur soutien et leur confiance qui m'ont permis de mener à bien cette recherche.

De ces années passées sur ma thèse de doctorat, je garde un excellent souvenir, d'autant plus que la construction de ce travail de recherche a été riche en enseignements. Cela m'a permis, d'une part, de comprendre que la réalisation de cette thèse n'était pas une fin en soi mais l'étape d'un parcours professionnel et humain et, d'autre part, cela m'a appris à toujours croire en ses objectifs et de travailler avec passion et persévérance pour les atteindre.

Avertissement

L'Université de La Réunion n'entend donner ni approbation, ni improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

Sommaire

REMERCIEMENTS.....	3
SOMMAIRE	7
INTRODUCTION GENERALE.....	9
PARTIE I - FONDEMENTS DU CAPITAL INVESTISSEMENT	27
Chapitre 1 - Structure organisationnelle du secteur	29
Chapitre 2 - Déterminants de l'activité	81
PARTIE II - LES ENJEUX ECONOMIQUES DE L'INTEGRATION DU CAPITAL INVESTISSEMENT	99
Chapitre 3 - Effets du capital investissement sur la compétitivité des entreprises	103
Chapitre 4 - Impact du capital investissement sur emploi	127
Chapitre 5 - Capital investissement et risques économiques.....	149
PARTIE III - CAPITAL INVESTISSEMENT ET CRISE ECONOMIQUE : UNE ANALYSE DES MECANISMES DE CAUSES A EFFETS	171
Chapitre 6 - Évaluation de la responsabilité du capital investissement dans la crise économique initiée en 2008	175
Chapitre 7 - Évolution du capital investissement suite aux réformes réglementaires adoptées consécutivement à la crise.....	221
PARTIE IV - ESTIMATION DES DETERMINANTS DES FLUX ENTRANTS ETRANGERS DE CAPITAL INVESTISSEMENT	259
Chapitre 8 - Détermination du taux de change réel d'équilibre par approche du BEER... 	261
Chapitre 9 - Attractivité, taux de change et flux entrants de capital investissement	287
CONCLUSION GÉNÉRALE	315
BIBLIOGRAPHIE	329
LISTE DES ACRONYMES	346
TABLES DES FIGURES.....	349
TABLES DES MATIERES	355

Analyse de la pertinence du modèle de financement du capital investissement

Résumé:

Afin d'apporter une réponse à la problématique de cette thèse qui examine la pertinence du modèle de financement du capital investissement, ce travail est structuré en quatre parties. Dans la première, nous analysons les fondements de l'activité de capital investissement. Nous étudions la structure organisationnelle de l'activité et ses déterminants. La seconde partie s'intéresse aux enjeux économiques de l'intégration du capital investissement. Nous montrons que cette activité financière est créatrice nette d'emploi et qu'elle renforce la compétitivité et la résilience économique des sociétés. La troisième partie traite des liens de causes à effets entre les flux de capital investissement et la crise des subprimes. Nous démontrons, d'une part, que le capital investissement n'a pas joué de rôle déterminant dans l'origine et le développement de cette crise et, d'autre part, que les réformes réglementaires de ce secteur conduisent à des modifications de la répartition de ses flux tant au niveau des segments de l'activité qu'au niveau géographique. La quatrième partie étudie la relation entre les flux entrants de capital investissement d'un pays et son taux de change. Nous montrons que la sous-évaluation de la devise augmente son attractivité pour les transactions de capital investissement. Cette thèse insiste, par conséquent, sur le rôle fondamental des opérations de capital investissement dans l'économie et sur l'impact de la politique de change d'un pays sur les flux entrants de ce secteur sur son territoire.

Mots-clés : capital investissement, finance, crise, compétitivité, croissance, emploi.

Analysis of the relevance of the financing model provided by the private equity

Abstract:

To provide an answer to the issue of this thesis which examines the relevance of the financing model of the private equity, this work is divided into four parts. In the first, we analyze the foundations of the private equity business. We study the organizational structure of the activity and its determinants. The second part focuses on economic integration issues of the private equity. We show that this financial activity is a net creator of jobs and it enhances the competitiveness and economic resilience of firms. The third part deals with the relationship of cause and effect between private equity and the subprime crisis. We show, first that the private equity has not played a key role in the origin and development of this crisis and, secondly, that the regulatory reforms of the sector lead to changes in the distribution of its flows both in terms of business segments that in geographical centralization. The fourth part examines the relationship between private equity inflows in a country and its exchange rate. We show that the undervaluation of a currency increases its attractiveness for private equity deals. This thesis emphasizes, therefore, the fundamental role of private equity transactions in the economy and the impact of policy changes on a country private equity's inflows.

Keys words: private equity, finance, crisis, competitiveness, growth, employment.

Introduction Générale

« Les fonds d'investissement souffrent d'une mauvaise image. Ils représentent la pointe avancée d'un capitalisme financier que les opinions publiques ne comprennent pas et dont elles ont tendance à faire des agents actifs des délocalisations, de la tyrannie des actionnaires et de la cupidité des financiers. Importe peu à ce stade qu'il s'agisse de Hedges funds, de mutual funds de private equity funds ou de sovereign wealth funds. Tous méritent les qualificatifs de pirates ou de sauterelles aux yeux d'hommes politiques et de syndicalistes. »

(Cohen, 2008).

L'entreprise est un maillon essentiel du système économique. Elle rassemble des individus, des moyens matériels et immatériels autour d'une vision stratégique commune. Sa raison d'être est la production de biens ou de services destinés à être vendus sur un marché. Son rôle dans l'économie est crucial dans les processus de création de richesse et d'emploi. Une entreprise est, de ce fait, selon Churchill (1961) « le cheval qui tire le char ». À chaque étape de son cycle de vie est associée des besoins de financements spécifiques. À ce niveau, deux options sont envisageables. Dans le premier cas, l'entreprise possède la totalité du capital lui permettant de financer ses projets, il s'agit alors d'un financement interne également désigné sous le terme d'autofinancement. Dans le second cas, la capacité financière de l'entreprise ne lui permet pas de réaliser seule ses projets. Elle doit, par conséquent, établir un partenariat avec un acteur extérieur afin de financer ses investissements, il s'agit alors d'un financement externe. Les principales sources de financement externe qui existent à ce jour sont le système bancaire, les marchés financiers et le capital investissement.

Cette thèse s'intéresse à ce dernier mode de financement externe. Les opérations de capital investissement peuvent se réaliser sous la forme de financement directe lorsque des investisseurs achètent, sans intermédiaire, des parts sociales dans des entreprises ou sous la forme de financement intermédié lorsqu'une société de gestion de portefeuille, désignée sous le terme de « fonds », assure la communication entre ces deux acteurs dans le cadre d'une relation de gérance déléguée. Ces transactions reposent sur un principe d'association de personnes physiques ou morales dans une démarche de partage de gains et de risques associés à un projet.

L'objectif d'une opération de capital investissement pour un investisseur est la réalisation de plus-values résultant d'une marge entre le prix d'achat initial d'actions acquises dans des entreprises, en général non cotées, et la revente de ces titres sur un horizon de moyen à long terme compris entre quatre et dix ans en moyenne. Ce type de financement présente deux intérêts majeurs pour les entreprises. D'une part, la vente de leurs parts sociales permet un accroissement de leurs niveaux de capitaux propres et, par conséquent, de leur ratio de solvabilité et de leur capacité d'endettement. D'autre part, le recours au capital investissement, au-delà de l'aspect financier, stimule le développement des sociétés en leur offrant l'opportunité de bénéficier de prestations de conseils en gestion, en marketing et en logistique ainsi que la possibilité d'intégrer des réseaux composés des professionnels de leurs secteurs. Selon Cohen (2008) le capital investissement se distingue du capitalisme de marché par quatre éléments:

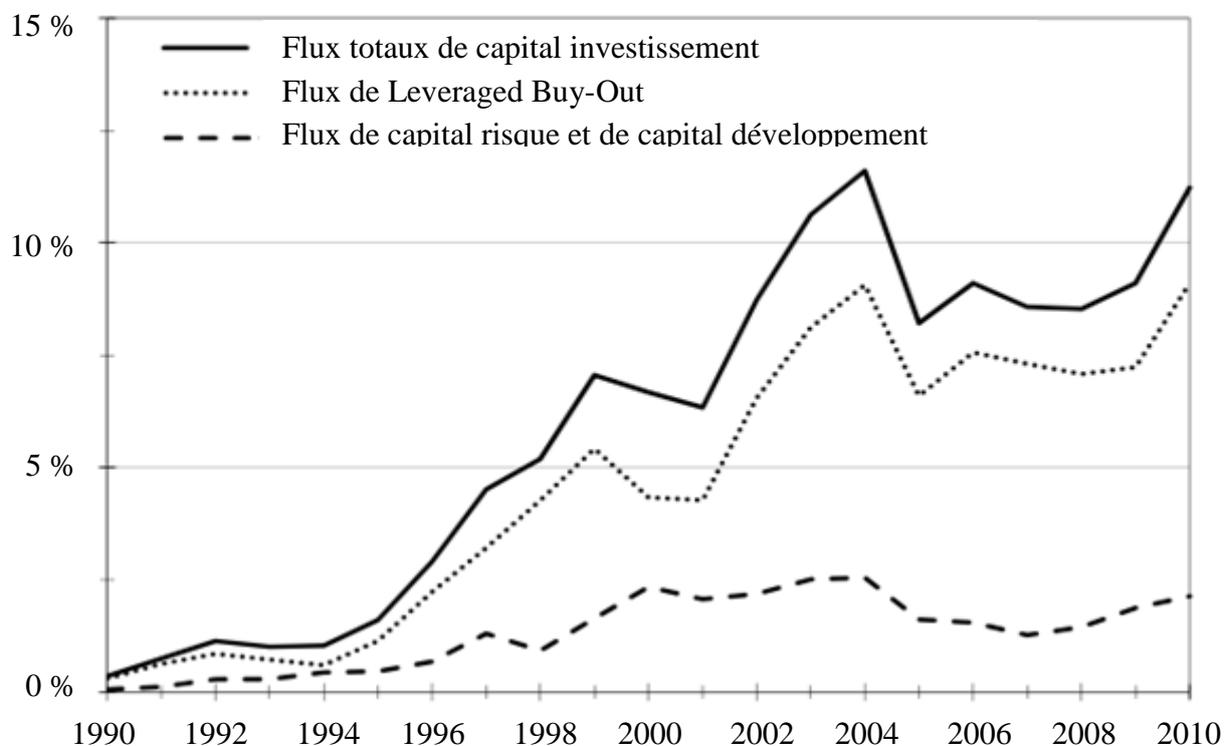
- « Une activité hors marché et non régulée.
- Une ingénierie organisationnelle du capital-investissement : inciter, contrôler et conseiller le management.
- Une ingénierie financière du capital-investissement : rôle de la dette horizon temporel élargi des projets.
- Le rôle du capital-investissement dans l'innovation et la croissance. »

Cette thèse s'intéresse à ce dernier mode de financement externe. Le capital investissement dans sa forme moderne a vu le jour, aux États-Unis, à la fin de la Seconde Guerre mondiale sous la forme du capital risque. Exclusivement tourné au départ vers le financement de jeunes sociétés innovantes en création, ce secteur a évolué et s'est diversifié au fil des années. Il est actuellement structuré, en fonction du cycle de vie des entreprises, en quatre segments ayant tous pour point commun de reposer sur un principe d'association de personnes, physiques ou morales, dans une démarche de partage du risque et du rendement espéré associés à un projet.

Le graphique 1 montre l'évolution du rapport entre les opérations de capital investissement et les flux mondiaux d'Investissement Direct à l'Étranger de 1990 à 2010. Il met en évidence la hausse de ce ratio qui résulte principalement depuis 1994, de forts investissements dans les opérations de *Leveraged Buy-Out (LBO)* qui sont des rachats d'entreprises réalisés par des

sociétés de *Holding* détenues par de nouveaux actionnaires et par des fonds de capital investissement.

Graphique 1 : Évolution des flux mondiaux de capital investissement exprimés en pourcentage des flux mondiaux des Investissements Direct à l'Étranger (IDE)



Lecture : Ce graphique représente l'évolution des ratios du montant total des flux de capital investissement mondiaux, de celui des opérations de Leveraged-Buy-Out et de ceux de capital risque et de capital développement sur le montant total des flux mondiaux d'IDE entre 1990 et 2010.

Source : Aldatmaz et Brown (2013).

Le tableau 1 qui représente la répartition des flux mondiaux de capital investissement sur la période 1990-2011 pour les vingt principaux pays du secteur, révèle deux caractéristiques majeures du capital investissement mondial. Tout d'abord, il met en exergue la nette prédominance des États-Unis qui ont représenté à eux seuls près de 68 % de l'ensemble des transactions réalisées au niveau mondial pendant cette période, suivi du Royaume-Uni et des pays d'Europe de l'Ouest mais également de pays émergents tels que la Chine, l'Inde et le Brésil. Ce tableau révèle ensuite l'importance économique du segment capital transmission/LBO qui finance la reprise des entreprises. Les opérations de ce segment ont représenté près de 79 % des flux du capital investissement entre 1990 et 2011.

Tableau 1 : Répartition des flux mondiaux de capital investissement

Pays	Flux totaux de capital investissement		LBO		Capital risque et capital développement	
	Investissements en valeur	Poids du pays dans les opérations mondiales	Investissements en valeur	Poids du pays dans les opérations mondiales	Investissements en valeur	Poids du pays dans les opérations mondiales
États-Unis	852 771	67,68 %	622 343	62,17 %	230 428	84,43 %
Royaume-Uni	109 920	8,72 %	101 141	10,10 %	8 779	3,22 %
Allemagne	43 905	3,48 %	40 981	4,09%	2 924	1,07 %
Chine	37 076	2,94 %	26 085	2,61 %	10 991	4,03 %
France	33 921	2,69 %	31 939	3,19 %	1 982	0,73 %
Italie	24 280	1,93 %	23 271	2,32 %	1 009	0,37 %
Inde	22 675	1,80 %	18 410	1,84 %	4 265	1,56 %
Pays-Bas	20 886	1,66 %	20 054	2,00 %	832	0,30 %
Suède	17 871	1,42 %	17 096	1,71 %	775	0,28 %
Canada	17 771	1,41 %	14 513	1,45 %	3 258	1,19 %
Espagne	16 677	1,32 %	16 495	1,65 %	182	0,07 %
Australie	1 562	0,12 %	15 033	1,50 %	587	0,22 %
Japon	11 841	0,94 %	11 216	1,12 %	625	0,23 %
Danemark	9 745	0,77 %	9 410	0,94 %	335	0,12 %
Brésil	8 359	0,66 %	7 614	0,76 %	745	0,27 %
Corée du Sud	7 752	0,62 %	7 030	0,70 %	722	0,26 %
Israël	6 076	0,48 %	2 978	0,30 %	3 098	1,14 %
Norvège	5 866	0,47 %	5 760	0,58 %	106	0,04 %
Suisse	5 745	0,46 %	5 147	0,51 %	598	0,22 %
Hong Kong	5 227	0,41 %	4 533	0,45 %	694	0,25 %
Total	1 259 926	100 %	1 001 049	100 %	272 935	100 %

Lecture : Ce tableau présente la répartition des flux mondiaux de capital investissement par pays sur la période 1990-2011. Les première, deuxième et troisième colonnes indiquent respectivement le montant total des flux de capital investissement, de ceux de capital transmission/LBO et de ceux de capital de risque et de capital développement. Les vingt principaux marchés du secteur sont classés en fonction du montant total des capitaux reçus. Les montants sont ajustés par le taux d'inflation des États-Unis et présentés en millions de dollars USD avec comme année de référence 2011.

Source : Aldatmaz et Brown (2013).

Cadre du projet de recherche

En 2007, le marché mondial du capital investissement représentait près de 297 milliards de dollars USD, soit 0,53 % du produit intérieur brut (PIB) mondial (Pricewaterhousecoopers, 2008). L'importance économique des transactions de capital investissement et plus particulièrement des opérations de capital transmission/LBO, a suscité, depuis les années quatre-vingt, une série de controverses sur leurs incidences sur les entreprises et sur l'économie. L'amplification de ces débats, suite à la crise économique initiée en 2008 a entraîné une remise en question du capital investissement. Parmi ces nombreuses critiques, Kosman (2009) soutenait, à propos des fonds de capital investissement: « *they resist transparency and hurt their businesses competitively, limit their growth, cut jobs without reinvesting the savings, and generate mediocre returns* ». Meerkatt et Liechtenstein (2008) estimaient, quant à eux, que le capital transmission/LBO pouvait être à l'origine d'une nouvelle crise financière imminente. En réaction face à ces accusations, Chris Ip président du département de capital investissement de l'université de Pennsylvanie, avait affirmé en septembre 2011, lors de la dix-septième édition de la *Wharton Private Equity and Venture Capital Conference*, que le capital investissement était dans une certaine mesure le « bouc-émissaire » d'une nouvelle forme de capitalisme. Strömberg, Hotchkiss et Smith (2011) ajoutèrent que le capital investissement constituait plutôt un instrument financier permettant de sortir de la crise en affirmant que les entreprises soutenues par cette activité étaient plus résistantes en période de crise économique que les concurrents de leurs secteurs.

Ces polémiques autour du modèle de financement du capital investissement ont entraîné des interventions politiques qui touchent principalement les deux marchés *leaders* de l'activité que sont l'Europe et les États-Unis. En avril 2009, l'Union Européenne (U.E) a ainsi décidé, pour la première fois, de réguler le capital investissement, avec une proposition de directive visant à réglementer cette activité, afin de la rendre plus transparente. Cette proposition législative a été une source de tensions importantes entre les différents groupes de lobbies et le Parlement européen. Soucieux de protéger son centre économique et financier de la Cité de Londres, où sont gérés 70 % des fonds spéculatifs européens, le Royaume-Uni avait manifesté sa réticence face à ce projet, ce qui suscita un conflit politique entre les États-Unis et l'Union Européenne.

Puis, le 11 novembre 2010, les ministres des Finances de l'Union Européenne, réunis à Bruxelles, adoptèrent finalement la directive AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*) qui régleme l'activité des fonds d'investissement qui ne répondent pas à la norme européenne UCITS IV (OPCVM). Ces sociétés de gestion de portefeuilles sont des fonds de gestion alternative tels que les *Hedges funds* spécialisés dans les opérations spéculatives, les fonds immobiliers, les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) qui gèrent des capitaux investis dans des valeurs mobilières et les fonds de capital investissement. L'application de cette directive a débuté depuis le 22 juillet 2013 en Europe et pourra être repoussée au 22 juillet 2014, pour les États membres de l'Union Européenne qui souhaitent bénéficier d'une période transitionnelle.

Toutefois, la légitimité et l'efficacité de cette directive destinée à améliorer la transparence des fonds d'investissement ne fait pas l'unanimité. Glachant, Lorenzi et Trainar (2008) considèrent, que la capacité du capital investissement à optimiser la croissance des entreprises, à stimuler l'innovation et à résoudre les problèmes d'agences des sociétés provient non seulement de la taille des entreprises qui sont financées par ce secteur, mais également de la faible régulation de cette activité. Cet avis est partagé par les professionnels du capital investissement qui estiment que l'environnement législatif de ce secteur est décisif dans son succès. En 2011, la présidente de *l'European Venture Capital Association*, Uli Fricke considérait que l'obligation instaurée par la directive AIFM qui astreint les entreprises soutenues par le capital risque et par le capital développement à publier des informations sensibles d'un point de vue commercial était préjudiciable à ces sociétés, dont beaucoup sont des Petites et Moyennes Entreprises (PME), puisqu'elle les plaçait dans une situation de net désavantage par rapport à leurs concurrents qui bénéficient d'autres sources de financement.

Aux États-Unis, la réforme de Wall Street intitulée « *Dodd-Frank Act* », également surnommée « *The Volcker Rule* » en référence au nom de l'ancien président du *Federal Reserve System (Fed)* à l'origine de ce texte, a été votée le 15 juillet 2010 par le sénat américain. Cette réforme vise, notamment, à limiter l'implication directe ou indirecte dans les opérations de capital investissement de tout groupe financier ayant la moindre activité de collecte de dépôt de spéculer pour son propre compte. Elle instaure de nouvelles procédures de contrôles et de nouvelles normes qui entraînent une hausse des coûts d'exploitation des fonds de capital investissement.

Enfin, les applications en 2014 des accords de Bâle III, dans l'ensemble des pays du G20, et des règles prudentielles de *Solvency II*, sur le secteur des assurances en Europe, prévoient également de limiter respectivement l'intervention des banques et des assurances dans les opérations de capital investissement. Or, selon le cabinet de recherche, d'expertise et de conseil Preqin (2012) les banques représentaient en 2011, près de 9 % des capitaux investis au niveau mondial dans le capital investissement, elles avaient levé plus de 80 milliards de dollars USD pour leurs fonds propres depuis 2006 et avaient placé 94 milliards de dollars USD dans cette activité en association avec d'autres investisseurs. L'évolution de la segmentation du capital investissement, son expansion géographique lors des deux dernières décennies ainsi que les polémiques autour des effets de ce secteur sur l'économie constituent, de ce fait, les bases de notre cadre de recherche.

Problématique de la recherche

La problématique de la présente thèse est d'analyser la structure et les enjeux économiques du modèle de financement du capital investissement. Cette étude est cruciale pour deux principales raisons. La première a trait à la jeunesse de cette activité financière qui est apparue après la fin de la Seconde Guerre mondiale. Il apparaît, en effet, qu'en dépit du nombre d'études qui sont consacrés à l'analyse du capital investissement, que ce secteur reste encore aujourd'hui relativement incompris des décisionnaires politiques comme l'indique la citation de Cohen (2008) placée en épitaphe de cette introduction générale. La seconde raison provient de l'importance économique de ce secteur et de la nécessité de comprendre et d'évaluer les gains et les coûts de l'intégration du modèle de financement proposé par le capital investissement pour un territoire, à l'heure où la nécessité de durcir la réglementation de cette activité fait l'objet de nombreux débats. L'objectif de cette thèse est de répondre à la problématique suivante : quels sont les fondements de l'activité de capital investissement et quels sont les effets de ce secteur sur l'économie ? Cette étude des enjeux économiques du capital investissement nous permettra d'apprécier le bien fondé de son évolution réglementaire ainsi que les perspectives d'avenir de l'activité qui nous semble les plus probables.

Contributions et plan de la thèse

Afin de répondre à cette problématique, cette thèse est structurée en quatre parties. Ce travail de recherche présente des intérêts d'ordre général à plusieurs niveaux. Tout d'abord, dans la première partie, nous examinons les principes fondateurs du capital investissement. Cette analyse descriptive de l'histoire de l'activité de sa naissance à nos jours permet de mieux comprendre la démarche et la segmentation du capital investissement. Elle explique également les disparités qui existent au sein d'un marché mondial du capital investissement largement dominé par les États-Unis.

L'étude des racines et de l'émergence de cette activité met à ce niveau en évidence la force du modèle du capital investissement américain basé sur un triangle relationnel qui réunit des entreprises, des investisseurs et des chercheurs du milieu académique autour d'un esprit entrepreneurial et dans lequel les maîtres mots sont la diversification et la complémentarité des compétences. La deuxième partie s'intéresse ensuite aux enjeux de l'intégration économique du capital investissement. Notre démarche examine, d'un point de vue microéconomique et macroéconomique, le modèle du capital investissement sous trois angles que sont celui de la compétitivité, celui de l'emploi et celui du risque. Nous montrons à partir de la confrontation de théories économiques et d'études empiriques, que le capital investissement dont sa composante transmission/LBO qui est au cœur des polémiques, permet grâce à sa structure financière et organisationnelle d'accroître la compétitivité des entreprises et qu'il est source de création nette d'emploi sur le long terme.

Puis, nous étudions dans la troisième partie, les mécanismes de causes à effets entre la crise économique consécutive à celle des *subprimes* et l'évolution du capital investissement lors de la dernière décennie. Nous montrons que le capital investissement n'a pas eu de responsabilité majeure dans la réalisation de cette crise qui a résulté d'une situation macroéconomique internationale instable déstabilisée davantage lors du passage, par les banques, du modèle « *originate to distribute* » à celui du « *originate to hold* » et par la défaillance des agences de notation. Nous rejetons, de ce fait, les arguments du « *shadow banking* » qui affirment que le capital investissement au même titre que d'autres fonds de gestion alternative constituerait un système de finance dans l'ombre du secteur bancaire qui représenterait une menace pour les marchés financiers. Il apparaît qu'en dépit de la confusion qui règne entre les *Hedges Funds* et les fonds de capital investissement que les entreprises soutenues par les seconds ont fait

preuve d'une plus grande résilience que les autres entreprises de leur secteur pendant la crise. Pourtant, les réformes réglementaires adoptées suite à cette crise ne sont pas sans conséquence pour le capital investissement puisqu'elles génèrent de nouveaux coûts d'exploitation et limitent les levées de fonds de ce secteur. Ces nouvelles lois qui touchent principalement l'Europe, concernée par trois des quatre principales réformes de l'activité, renforcent l'hétérogénéité du marché mondial du secteur en accentuant l'attractivité des pays émergents.

La quatrième partie, étudie, quant à elle, les déterminants des flux entrants de capital investissement de cinq principaux marchés du capital investissement que sont les États-Unis, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne et la Chine. Dans cette partie nous étudions dans un premier temps, les taux de change réel d'équilibre des devises des pays de notre échantillon, cette analyse permet de mettre en évidence les phases de mésalignements de ces devises. Plus précisément, la présence de deux pays de la zone euro dans cet échantillon permet de confirmer la présence de disparité, en termes de taux de change réel effectif, au sein de la zone monétaire européenne. Nous montrons, dans un second temps, que la sous-évaluation d'une devise, la présence d'un marché financier liquide, la stabilité politique et le développement humain constituent des facteurs d'attractivité des flux entrants de capital investissement.

Dans la suite de cette introduction générale, nous présentons le plan de cette thèse ainsi que les contributions propres à chacun des chapitres. La première partie de cette thèse examine les fondements du capital investissement. Elle est consacrée à l'étude de la structure organisationnelle et des déterminants de l'activité. Le premier chapitre analyse l'histoire du capital investissement, sa segmentation ainsi que ses acteurs. Nous examinons les différentes périodes de l'évolution du capital investissement de son apparition dans sa forme moderne à nos jours. Cette étape de notre étude constitue un prérequis qui nous permettra de mieux appréhender la composition actuelle des opérations de capital investissement afin de comprendre l'interdépendance et la complémentarité qui lie les intervenants de ce secteur entre eux. Le deuxième chapitre porte sur l'étude des déterminants du capital investissement. Nous montrons que l'émergence et le développement de cette activité est le fruit d'une combinaison de plusieurs facteurs d'ordre culturel, réglementaire et économique. Ce chapitre met en évidence les raisons de l'hétérogénéité du marché mondial contemporain du capital

investissement largement dominé par les États-Unis d'un point de vue géographique et par les opérations de *Leveraged Buy-Out* du point de vue de la segmentation du secteur.

La deuxième partie de cette thèse examine les enjeux économiques du capital investissement. Il s'agit d'analyser les gains et les coûts liés au modèle de financement de cette activité et d'apprécier la pertinence des arguments en faveur d'un durcissement de la réglementation du capital investissement. Les piliers de cette argumentation sont construits autour de critiques qui se focalisent sur le segment du capital transmission/LBO qui a représenté près de 68 % du montant total des transactions en capital investissement réalisées ces vingt dernières années. Les accusations qui visent les opérations de LBO affirment que celles-ci abaisseraient la performance des entreprises et supprimeraient des emplois sans justifications économiques. Nous consacrons de ce fait, une attention particulière à l'étude de l'incidence des LBO sur les entreprises en complétant à chaque fois nos analyses par une étude des autres segments du capital investissement. Le troisième chapitre analyse les effets du capital investissement sur la compétitivité des entreprises, le quatrième chapitre examine son impact sur l'emploi et le cinquième étudie les risques liés au capital investissement. Cette analyse est primordiale compte tenu du poids du capital investissement dans l'économie mondiale, du contexte économique actuel et des réformes réglementaires qui affectent de façon directe ou indirecte le capital investissement.

La troisième partie de cette thèse examine le lien entre le capital investissement et la crise économique initiée en 2008. Cette partie a deux objectifs, le premier est d'évaluer la responsabilité du capital investissement dans cette crise et le second est de déterminer les perspectives d'évolution de ce secteur. Le sixième chapitre analyse les mécanismes de causes à effets entre la crise et l'évolution du capital investissement lors de la dernière décennie. Il ne s'agit pas de se focaliser uniquement sur la crise des *subprimes* et sur son expansion, puisque de nombreuses études portent déjà sur ce sujet (Demyanyk et Van Hemert, 2008 ; Whalen, 2008) mais plutôt d'évaluer la responsabilité du capital investissement dans cet événement. Pour cela, nous revenons, tout d'abord sur les différentes étapes de la crise dont l'origine vient d'une situation macroéconomique instable qui a permis aux banques de bénéficier d'une liquidité en abondance et qui a favorisé de ce fait, selon le « paradoxe de la tranquillité » de Minsky (1986) l'octroi des crédits *subprimes*. Les banques ont ensuite utilisé la titrisation afin de transférer le risque de contrepartie de ces crédits hors de leur bilan. Cependant, ce qui devait conduire à une diffusion du risque de crédit eut l'effet inverse et se traduisit, en raison

de la défaillance des principales agences de notation, par une concentration de ce risque au niveau du hors-bilan des banques sous la forme de la détention de titres structurés adossés aux crédits *subprimes*. Dans ce contexte de fortes asymétries d'informations, la responsabilité des acheteurs des titres adossés aux crédits *subprimes*, dont certains fonds de capital investissement, a été limitée par rapport à celle des banques et des agences de notation. Il apparaît, en fait, que l'utilisation de la titrisation et le faible niveau des taux d'intérêt qui ont été à l'origine de la crise ont également participé à la nouvelle phase de croissance des LBO et plus particulièrement à la réalisation des méga *Buy Out*, qui sont des LBO de plus d'un milliard de dollars USD qui ont été le plus souvent titrisés.

Puis, nous étudions la performance des sociétés sous LBO pendant la crise. Nous montrons, contrairement aux critiques faites à l'encontre des LBO, que les entreprises rachetées par LBO ont été moins sensibles aux risques de faillite et de détresse financière, pendant la crise, que les autres sociétés de leur secteur. Nous expliquons cette résilience des LBO par plusieurs facteurs. Tout d'abord, il ressort que le processus de titrisation des LBO diffère de celui des *subprimes* à deux niveaux. D'une part, il est précédé d'une phase de concertation de plusieurs banques organisée sous la forme d'un *pool* bancaire lors de laquelle ces banques décident ensemble du financement ou pas des LBO. D'autre part, la titrisation de ces opérations en elle-même se distingue de celle des crédits *subprimes* par son caractère partiel. Sur la période 1995-2004, la banque originatrice du prêt désignée sous le terme de « *lead bank* » a ainsi conservé une partie non-titrisée du LBO qu'elle avait monté qui s'élevait, en moyenne à 27 % du montant total de l'opération.

Ces deux spécificités des LBO expliquent la résilience des sociétés rachetées par le biais de ces transactions pendant la crise. Une nuance est cependant à apporter pour les LBO réalisés entre 2005 et 2007 qui est une période considérée comme une phase de « surchauffe du marché des LBO ». En effet, il apparaît que la partie de ces opérations non-titrisée et détenue par la *lead bank* a été généralement en dessous de 27 % et qu'il en a résulté l'application de taux d'intérêt plus élevés. L'importance de ces frais financiers combinée à la récession économique actuelle pourrait confronter les entreprises de ces LBO à un « mur du refinancement » entre 2014 et 2016 (KPMG, 2011). Nous montrons, cependant, que cette phase de « surchauffe du marché » des LBO se différencie de celle des années quatre-vingt sous trois aspects que sont la présence de flux de trésorerie plus importants, d'un niveau d'endettement plus faible et de ratios de couverture des intérêts plus élevés.

Le septième chapitre examine les perspectives d'avenir du capital investissement. Nous prenons comme base de notre analyse la théorie de Lerner (2011) qui propose quatre scénarios prédictifs de l'avenir de l'activité en fonction des niveaux des rendements et des engagements de capital investissement. Cette approche présente, cependant, la limite de ne pas prendre en considération le cadre réglementaire du secteur. C'est pourquoi, nous complétons l'analyse de l'auteur par une étude des réformes réglementaires adoptées suite à la crise qui exercent des impacts sur le capital investissement. Ces réformes sont la loi Dodd-Frank, la directive *Alternative Investment Fund Managers (AIFM)* ainsi que les règles prudentielles de Bâle III et de *Solvency II*. Nous montrons que ces lois impactent le capital investissement à deux niveaux.

D'une part, les dispositions qui accroissent la transparence et le niveau de contrôle des sociétés de capital investissement, engendrent une hausse de leurs coûts d'exploitation. D'autre part, d'autres mesures réglementaires limitent l'engagement des investisseurs institutionnels dans les opérations de capital investissement et provoquent, de ce fait, une contraction du niveau des levées de fonds susceptible d'entraîner une crise de liquidité sur le marché primaire du capital investissement. Il ressort que ces réformes réglementaires constituent un facteur déterminant de l'avenir du capital investissement et qu'elles entraînent une redistribution de la répartition des flux internationaux de capital investissement en renforçant l'attractivité des pays émergents pour ces transactions et plus particulièrement de ceux du groupe des BRICS composé du Brésil, de la Russie, de l'Inde, de la Chine et de l'Afrique du Sud mais également des pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord, communément appelés MENA. Les principaux atouts de ces pays sont leur croissance économique et leurs opportunités d'investissements. Néanmoins, ces pays sont encore pénalisés par la présence d'obstacles aux opérations de capital investissement sur leurs territoires dont principalement leurs faibles niveaux de protection des investisseurs. Nous montrons également que ces pays émergents souhaitent être des acteurs de premier plan du capital investissement en tant que territoire d'accueil de ces flux mais également comme des investisseurs intervenants dans les pays développés.

Enfin, nous analysons dans la quatrième partie de cette thèse le lien, par le *modèle Dynamic Ordinary Last Square (DOLS)* de Stock et Watson (1993), entre le taux de change d'un pays et ses flux entrants de capital investissement. Cette étude présente deux intérêts majeurs. Tout d'abord, il s'agit, à notre connaissance, de la première fois que ce thème est analysé de façon

empirique, notre démarche, constitue de ce fait, un apport à la littérature économique des déterminants du capital investissement. Le second intérêt vient de la composition de notre échantillon qui réunit cinq principaux marchés mondiaux du capital investissement que sont les États-Unis, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne et la Chine. Cette étude nous permet d'analyser les mésalignements de ces cinq pays et leurs incidences sur leur attractivité pour les transactions de capital investissement.

Dans le huitième chapitre, nous estimons par la méthode du *Behavioral Equilibrium Exchange Rate (BEER)* de Clark et MacDonald (1998) les taux de change réel d'équilibre du dollar USD, de la livre sterling, de l'euro et du yuan. Cette méthode présente l'avantage par rapport aux modèles du *Fundamental Equilibrium Exchange Rate (FEER)* de Williamson (1985) et du *Natural Real Exchange Rate (NATREX)* modélisée par Stein (1994) puis par Stein et Allen (1997) de prendre en considération les effets de productivité Balassa-Samuelson dans l'estimation du taux de change réel d'équilibre. Cette étude met en évidence les différentes phases de mésalignements des devises de notre échantillon. Le dollar USD est, notamment, sous-évalué entre 2007 et 2009 et surévalué entre 2009 et 2011. La livre sterling est surévaluée entre 2004 et 2008 et sous-évaluée entre 2008 et 2011. Le yuan est surévalué entre 2000 et 2003 et sous-évalué entre 2005 et 2008. Par ailleurs, notre analyse confirme également l'existence de disparité au sein de l'union économique et monétaire de l'Union Européenne mis en évidence par Jeong, Mazier et Saadaoui (2010). Cette hétérogénéité se manifeste pour la France et l'Allemagne tant au niveau des taux de change réel effectif observés que des valeurs d'équilibre. Ainsi, l'euro est sous-évalué de 2000 à 2002 pour les deux pays puis est surévalué entre 2008 et 2011 pour la France alors qu'il est sous-évalué pour l'Allemagne entre 2009 et 2011.

Puis, dans le neuvième chapitre nous estimons la relation de coïntégration qui existe entre les flux de capital investissement et ses déterminants potentiels. Notre approche s'inscrit dans le prolongement de l'étude d'Agmon et Messica (2009) qui montre que les flux entrants de capital investissement constituent une nouvelle forme d'Investissements Directs à l'Étranger (IDE). Notre objectif est de déterminer l'effet des variations de change sur les transactions de capital investissement. Pour cela, nous calculons, tout d'abord, à partir des taux de change réel d'équilibre des indicateurs de distorsion et de volatilité de change. Nous procédons ensuite à l'estimation de plusieurs modèles incorporant, la liquidité des marchés financiers qui est un déterminant de l'activité mis en évidence par la littérature économique, deux proxys de

taille du marché du capital investissement que sont la part des opérations de capital investissement représenté en pourcentage de Produit Intérieur Brut (PIB) préconisé par Yli-Renko et Hay (1999) ainsi qu'un second indice en valeur relative que nous proposons qui est le montant moyen investi par pays et enfin deux déterminants des IDE non appliqués, jusqu'à présent aux flux de capital investissement. Il s'agit des indicateurs de stabilité politique et de développement humain. Nos données portent sur les flux entrants de capital investissement réalisés par des fonds étrangers dans les cinq pays de notre échantillon entre 2004 et 2011. Notre analyse confirme, conformément à la littérature économique, l'importance d'un marché financier liquide pour ces transactions (Black et Gilson, 1999).

Elle montre qu'un montant moyen investi élevé favorise les flux entrants de capital investissement en constituant un signal perçu par les investisseurs sur le degré d'opportunités d'investissements d'un pays. De forts niveaux de stabilité politique, synonyme d'un cadre institutionnel stable, et de développement humain, associé à une acceptation sociale du capital investissement, accroissent également l'attractivité d'un territoire. Enfin, la sous-évaluation d'une devise accroît son attractivité pour ses flux entrants de capital investissement. Ainsi, il apparaît que les périodes de sous-évaluation respectives du dollar, du yuan et de la livre sterling lors de la dernière décennie ont favorisé l'attractivité des États-Unis, de la Chine et du Royaume-Uni pour les flux entrants de capital investissement. En outre, notre étude révèle également l'existence de disparité au sein de la zone euro. Nous montrons qu'il existe des divergences entre la France et l'Allemagne tant au niveau de leur taux de change réel effectif qu'au niveau de leur mésalignement respectif. Il ressort que le taux de change réel effectif à l'incertain de l'Allemagne a été supérieur à celui de la France sur l'ensemble de la période allant de 2000 à 2011. Cela signifie que l'intégration du niveau des prix nationaux dans l'analyse des taux de change montre qu'une unité de devise étrangère a permis d'obtenir, sur cette période, plus d'euro en Allemagne qu'en France. Cet écart de compétitivité-prix entre les deux pays explique, en partie, la plus grande attractivité de l'Allemagne pour les flux entrants de capital investissement.

Les pages suivantes synthétisent la démarche de cette thèse. Nous y présentons les problématiques, les approches et les conclusions de notre travail. Cette introduction générale est ensuite suivie de neuf chapitres structurés en quatre parties. Enfin, nous abordons dans la conclusion générale les perspectives de recherche envisagées afin de prolonger la recherche réalisée dans cette thèse.

Démarche de la thèse

Introduction Générale

Thème : Le financement des sociétés par le capital investissement.

Problématique : Quels sont les enjeux économiques et sociaux du modèle de financement du capital investissement ?

Démarche : Analyse de l'objet d'étude et mise en place de plusieurs axes de réflexion répondant à la problématique.

Partie 1 : Fondements du capital investissement

Chapitre 1 : Structure organisationnelle du capital investissement

Problématique : Quels sont les piliers du capital investissement ?

Démarche : Etude des principes fondateurs de l'activité.

Conclusions : Secteur évolutif, organisé selon le cycle de vie de l'entreprise, où interviennent cinq types d'acteurs.

Chapitre 2 : Déterminants de l'activité du capital investissement

Problématique : Quels sont les facteurs d'émergence et de développement du capital investissement ?

Démarche : Etude des analyses théoriques et empiriques.

Conclusions : Déterminants multidimensionnels d'ordre réglementaires, économiques et culturels.

Partie 2 : Les enjeux économiques de l'intégration du capital investissement

Chapitre 3 : Effets sur la compétitivité des entreprises

Problématique : Quelle est l'incidence du capital investissement sur la compétitivité des sociétés ?

Démarche : Confrontation des théories du niveau d'efficacité à celles du poids de la dette et examens empiriques.

Conclusions : Les entreprises soutenues par le capital investissement sont plus compétitives que les concurrents de leur secteur.

Chapitre 4 : Impact du capital investissement sur l'emploi

Problématique : Quels sont les effets du secteur sur l'emploi ?

Démarche : Confrontation des théories de transfert de richesse à celles de la création de valeur et examens empiriques.

Conclusions : Baisse de l'effectif des sociétés sur le court terme puis création nette d'emploi à partir du moyen terme.

Chapitre 5 : Capital investissement et risques économiques

Problématique : Quels sont les risques liés à l'activité de capital investissement ?

Démarche : Analyse des risques intrinsèques du secteur et du risque qu'il peut représenter lui-même pour le système économique.

Conclusions : Identification de quatre risques intrinsèques et du crédit bancaire comme canal de propagation de risque systémique du capital investissement.

Partie 3 : Capital investissement et crise économique : une analyses des mécanismes de causes à effets

Chapitre 6 : Évaluation de la responsabilité du capital investissement dans la crise économique initiée en 2008

Problématique : Quel a été le rôle du capital investissement dans l'origine et le développement de la crise ?

Démarche : Analyse des mécanismes de la crise économique qui a débuté en 2008.

Conclusions : Le secteur n'a pas eu une responsabilité décisive dans la crise mais la titrisation et le faible niveau des taux d'intérêt, qui ont été les deux principaux facteurs de la crise, ont favorisé les LBO entre 2004 et 2007.

Chapitre 7 : Evolution du capital investissement suite aux réformes réglementaires adoptées suite à la crise

Problématique : Quelles sont les perspectives d'avenir du capital investissement ?

Démarche : Analyse de la théorie de Lerner (2011) puis enrichissement de cette approche par l'étude des réformes réglementaires consécutives à la crise.

Conclusions : Plus grande rigidité du cadre législatif de l'Europe et accroissement de l'attractivité des pays émergents.

Partie 4 : Estimation des déterminants des flux entrants étrangers de capital investissement

Chapitre 8 : Détermination du taux de change réel d'équilibre par l'approche du BEER

Problématique : Quel a été le niveau des mésalignements du dollar, de l'euro, de la livre sterling et du yuan lors de la dernière décennie ?

Démarche : Calcul du taux de change réel d'équilibre de ces devises selon la méthode du BEER.

Conclusions : Identification des phases de mésalignements des cinq devises de l'échantillon. Existence de disparités au sein de la zone euro entre la France et l'Allemagne.

Chapitre 9 : Attractivité, taux de change et flux entrants de capital investissement

Problématique : Quel est l'impact du taux de change d'un pays sur ses flux entrants de capital investissement ?

Démarche : Estimation de la relation entre les flux entrants de capital investissement et ses déterminants potentiels.

Conclusions : La sous-évaluation de la devise d'un pays accroît son attractivité pour ses flux entrants de capital investissement qui se substituent aux exportations de ce territoire, sous la forme de la perception d'une rente invisible.

Conclusion Générale

Apports en connaissance académique : Le capital investissement stimule la compétitivité des entreprises, réduit leur risque de faillite et de détresse financière et il est créateur net d'emploi à partir du moyen terme. Le taux de change est un facteur d'attractivité des flux entrants de capital investissement qui se substituent aux exportations d'un pays.

Implications en termes de politique économique : Politique de change en faveur des flux entrants de capital investissement.

Extensions : Ce travail ouvre sur de nombreuses perspectives : analyse des effets des variations de change sur le capital investissement sur d'autres échantillons tels que l'ensemble des pays de la zone euro et les pays d'Afrique du Nord, comparaison de l'impact sur la compétitivité et l'emploi des entreprises en différenciant les flux domestiques des flux étrangers.

Partie I - Fondements du capital investissement

« Une grande confusion règne aujourd'hui sur la nature du capital-investissement et donc sur ses contours. Au caractère non échangeable et non coté (en un mot : privé) du titre de propriété " capital-investissement", nous devons y ajouter l'intermédiation réalisée par une société de gestion entre entrepreneurs et investisseurs, qui le distingue d'une détention directe souvent associée au "capitalisme familial" ». (Glachant, Lorenzi et Trainar, 2008).

Introduction de la partie 1

La première partie de cette thèse a deux objectifs. Tout d'abord, nous définissons le cadre de notre objet d'étude. Afin d'évaluer la pertinence du modèle de financement du capital investissement, nous étudions ses origines et ses évolutions. À travers cette étape nous montrons que le secteur possède une capacité d'adaptation face aux chocs économiques. Puis, nous examinons les facteurs qui déterminent le développement du capital investissement dans une économie. Les deux objectifs de cette première partie font chacun l'objet d'un chapitre. Le premier chapitre analyse l'évolution du capital investissement dans sa forme moderne de son apparition à nos jours à travers l'étude de quatre périodes chronologiques pendant lesquelles se déroulent trois phases d'expansion géographique. Nous mettons en évidence le fait que la segmentation du capital investissement, définie en fonction du cycle de vie de l'entreprise, provient d'une réflexion stratégique dynamique qui s'est construite au fil des années. Puis, nous étudions le rôle et la complémentarité des cinq principaux acteurs du marché que sont les entreprises, les investisseurs, les intermédiaires, les agents et les conseillers.

Le second chapitre, s'intéresse aux facteurs d'émergence et de développement du capital investissement. Nous montrons que la croissance de cette activité financière dans une économie est subordonnée à la présence de piliers d'ordre culturel, réglementaire, et économique. L'analyse des déterminants du capital investissement a deux intérêts. D'une part, elle permet de comprendre l'hétérogénéité du marché mondial du capital investissement. D'autre part, elle nous permet de mieux percevoir l'importance du capital investissement dans l'économie mondiale qui est à l'origine des interrogations sur la pertinence du modèle de financement proposé par l'activité.

Les questions des enjeux économiques de l'intégration du capital investissement, des perspectives d'avenir du secteur et de l'impact du taux de change sur l'activité sont ainsi examinées dans les trois parties suivantes.

Chapitre 1 - Structure organisationnelle du secteur

« *Always consider investing in a grade A man with a grade B idea. Never invest in a grade B man with a grade A idea.* » (Doriot, cité par Bruton, Fried et Hisrich, 1997).

Introduction du chapitre 1

L'objectif de ce premier chapitre est de définir le cadre d'analyse de notre objet d'étude qui est le modèle économique proposé par le capital investissement. Notre démarche est organisée en trois axes de réflexion que sont l'étude de l'évolution du capital investissement, de sa segmentation et du rôle des acteurs qui interviennent sur ce marché. Ces trois points font chacun l'objet d'une section. Dans la première, nous analysons les différentes phases d'évolution du capital investissement de sa naissance dans sa forme moderne à nos jours. Nous étudions les mutations de l'activité, tant au niveau temporel que spatial, qui ont conduit à sa structure organisationnelle contemporaine. Nous montrons, à travers l'analyse de quatre périodes de croissance, la capacité d'adaptation et d'évolution du secteur. Cette brève étude de l'histoire du capital investissement apporte des premières explications sur l'hétérogénéité du marché mondial actuel du capital investissement.

Ensuite, nous étudions dans une seconde section, l'organisation de l'activité organisée en quatre segments que sont le capital risque, le capital développement, le capital transmission/LBO et le capital retournement. Nous rappelons que le capital investissement est une association de personnes physiques ou morales dans la réalisation d'un projet caractérisé par des niveaux de rendement espéré et de risque élevé. L'analyse de la structure du capital investissement montre l'adéquation et la complétude de sa démarche au cycle de vie de l'entreprise. Le capital risque finance la phase de création de l'entreprise. Le capital développement soutient la croissance des sociétés. Le capital transmission/LBO organise le rachat des entreprises. Enfin le capital retournement a pour objectif de relancer l'activité économique des entreprises en phase de déclin. Puis, nous analysons dans une troisième section l'identité et le rôle des cinq principaux acteurs du marché du capital investissement que sont les entreprises, les intermédiaires, les investisseurs ainsi que les agents et les conseillers. Nous montrons à travers cette étude la complémentarité de ces différents

intervenants et le fait que la synergie et la coalescence des compétences de ces acteurs du capital investissement constituent la pierre angulaire du modèle de financement de l'activité.

Section 1 : Analyse de l'activité de sa naissance à nos jours

Dans cette section, nous analysons quatre phases d'évolution des opérations de capital investissement de son apparition, sous sa forme moderne à la fin de la Seconde Guerre mondiale à notre décennie. Cette analyse permet de mieux comprendre la segmentation du secteur et la répartition géographique des investissements au niveau mondial.

Sous-section 1 : Émergence du capital risque aux États-Unis de 1946 à 1969

La démarche du capital investissement est relativement ancienne et remonte à l'antiquité. En effet, l'action de Caius Cilnius Mæcenas, homme politique romain proche de l'empereur Auguste, dont le nom francisé est Mécène (-70 avant Jésus Christ -8 avant Jésus Christ) dans le développement des arts et des lettres constituait déjà une de ses formes. La conquête des Indes dirigée par Christophe Colomb et financée par les rois catholiques espagnols Isabelle de Castille et Ferdinand d'Aragon pendant la Renaissance est un autre exemple de l'ancienneté du capital investissement (Irrmann, 2008). Le point commun à ces deux situations, est l'association de personnes physiques ou morales dans la recherche d'un rendement élevé dans le cadre d'une stratégie de partage de risque. Par la suite, c'est plus récemment que le français Georges Doriot posa, au milieu du vingtième siècle, les fondements de la démarche moderne du capital investissement. Né le 24 septembre 1899 à Paris, Doriot quitta la France, en 1921, pour intégrer la *Harvard Business School (HBS)* et parfaire sa formation en management (Ante, 2008). Un an plus tard, il obtint une maîtrise en management des affaires (en anglais *MBA* pour « *Master of Business Administration* ») en management et comptabilité industrielle et est recruté dans une usine de New York. En 1928, il rejoint, à la demande d'un de ses anciens professeurs, le cœur professoral d'Harvard comme assistant puis comme professeur associé et enseigne le management industriel. Son enseignement portant sur l'étude de nouvelles méthodes et de nouvelles entreprises se distingue des méthodes courantes de l'époque consistant à analyser le fonctionnement de sociétés bénéficiant de longues années d'expérience et de grandes renommées. À l'aune de la Seconde Guerre mondiale, Doriot est une figure emblématique du management industriel aux États-Unis. En 1941, un de ses

anciens étudiants d'Harvard, le major général Edmund B. Gregory, membre de l'état-major de l'*US army* lui propose de prendre la direction de la division du planning militaire en tant que général, ce que Doriot accepte.

Naturalisé américain à ce moment, il mène, avec des chercheurs, des études sur des projets innovants avec applications immédiates dans le domaine militaire. Il retint de son expérience à la tête du planning militaire deux principaux enseignements. Le premier est que l'innovation est un point central d'un système qui doit être pensé en fonction de son environnement.

Le second est que l'innovation est le fruit d'une synergie entre plusieurs acteurs aux compétences variées et complémentaires. C'est ainsi qu'il réunit autour de lui, des scientifiques, des chercheurs en sciences sociales, des entreprises innovantes et des universitaires afin de réfléchir à des innovations de produits mais également de procédés (Gaston-Breton, 2007). Au début de la Seconde Guerre mondiale, il souhaite préparer au mieux les États-Unis à son entrée dans le conflit en obviant aux dangers que rencontreraient les soldats américains lors de leurs interventions dans différents territoires. Ainsi, sa réflexion sur les ressources militaires nécessaires à un potentiel soutien américain à la Russie dans la lutte contre l'Allemagne nazie permet l'élaboration de matériaux adaptés aux climats particulièrement froids de la Russie en collaboration avec des climatologues. Cette démarche industrielle, permet à l'armée américaine de repenser, notamment, la matière de ses uniformes, l'organisation de ses ravitaillements et ses déploiements en fonction de plusieurs théâtres d'opérations. En mai 1945, à la fin de la Seconde Guerre mondiale, Doriot reçoit une proposition du pentagone pour prendre la direction d'un nouveau département de recherche dans des projets innovants à usage militaire, il décline cependant l'offre. Suite à la demande insistante du secrétaire à la Défense, ancien étudiant d'Harvard, il accepte finalement d'assister pendant quelques mois le général nommé pour diriger le nouveau département.

C'est à ce moment, qu'il décide de fonder un fonds similaire à celui du gouvernement américain qui fonctionnerait cependant à partir de capitaux privés et serait destiné au financement d'entreprises civiles. Ainsi, en 1946, il fonde le premier fonds de capital risque (en anglais « *Venture Capital* ») qu'il nomme « *American Research et Development* » (ARD). Ce fond est financé à son origine par des capitaux privés provenant à la fois de l'institution de recherche et université américaine *Massachusetts Institute of Technology (MIT)* et de la compagnie d'assurance John Hancock Mutual Insurance Co. La démarche d'investir dans des sociétés à travers des fonds d'investissement n'est pas révolutionnaire puisqu'elle existe déjà

aux États-Unis à cette époque où des banques, des entreprises ou de riches industriels interviennent de cette façon depuis de nombreuses années. Toutefois, les investissements existants concernent des entreprises déjà établies.

La véritable innovation de Doriot est d'investir pour la première fois des capitaux privés dans des projets de créations d'entreprises. Cette intervention à cette phase de l'existence d'une société nécessite des dépenses en recherche et développement. Dès le départ, Doriot reprend le principe d'optimisation du couple de rendement et de risque qu'il a développé en recherche opérationnelle lors de son expérience militaire au profit de la gestion des portefeuilles d'investissements dans des sociétés non cotées de l'ARD. Pendant les années soixante, le fonds de capital risque perçoit l'essentiel de ses revenus de deux participations sur la centaine qu'elle possède à cette période. L'une de ces deux prises de participation est réalisée dans la société *Digital Equipment Corporation (DEC)*, une entreprise pionnière de l'industrie informatique aux États-Unis dont l'investissement permit à l'ARD de faire un bénéfice de six mille fois la mise initiale. En 1962, Doriot fonde deux autres sociétés de capital risque, *la Canadian Enterprise Development Corporation (CED)* au Canada puis *l'European Enterprises Development Company (EED)* en 1963 en Europe. Lors des cours qu'il dispensa à Harvard, Doriot définit trois grands préceptes à respecter dans le capital risque :

1- Sélectionner les meilleurs projets d'investissement tout en gardant à l'esprit qu'une seule partie des opérations sera potentiellement rentable. Il est de ce fait, essentiel de constituer un portefeuille d'investissement diversifié et important.

2- Apporter aux entreprises du portefeuille d'investissement plus que des capitaux financiers. Cela requiert une participation active des investisseurs au processus de création de valeur des entreprises par le biais de prestations de services notamment en marketing, en gestion et en logistique.

3- Revendre ses participations au meilleur moment afin de maximiser le montant des plus-values puis investir dans un nouveau cycle d'investissement.

Sous-section 2 : Essor et diversification de l'activité pendant les années soixante-dix

Pendant les années 1968 et 1969 les opérations de capital risque réalisées sur le territoire américain présentent une performance élevée et les gains importants du secteur attirent d'autres acteurs de l'économie. Les entreprises privilégiées par les investisseurs sont les sociétés en commandité simple (SCS). Parmi les nouveaux entrants, nous pouvons citer la banque d'investissement Donaldson, Lufkin et Jenrette, regroupe à cette période ses opérations de capital risque sous l'entité Sprout Group ainsi que le fonds d'investissement JH. Whitney and Compagny, fondé par John Hay Whitney et Benno Schmidt, qui fera fortune grâce à son investissement dans la société Minute Maid. À la fin des années soixante, le gouvernement américain met en place, la *Small Business Administration (SBA)*, une entité juridique, chargée d'accorder des subventions à, des « *Small Business Investment Company* », des entreprises réalisant des investissements en capital risque également désignées sous le terme SBICs. Ce programme SBIC s'adresse aux sociétés de la catégorie « *small* » dont les deux critères d'éligibilité de ces entreprises sont une valeur nette de 18,0 millions de dollars ou moins, et un revenu moyen après impôt net pour les deux années précédentes qui ne dépasse pas 6,0 millions de dollars USD.

La rémunération des professionnels du capital risque communément pratiquée par l'ensemble de l'activité à cette époque se fait sous la forme d'un salaire fixe, notamment, en raison de l'*Investment Company Act* publié en 1940 qui stipule que les gestionnaires de fonds de capital risque, SBICs inclus, ne peuvent recevoir des stocks options ou toutes autres rémunérations identiques adossées à la performance des opérations réalisées. Cependant, ce mode de rémunération s'explique également et surtout par les mœurs de l'époque. En effet, les gérants des filiales des investisseurs institutionnels ne perçoivent aucune rémunération basée sur la performance pendant cette période alors qu'il n'y a aucune restriction législative pour ces fonds.

En dépit de cela, le capital risque demeure, à la fin des années soixante, un placement très attractif, comme en témoigne la levée de fonds record de 170 millions de dollars réalisée par le secteur en 1969. La taille des investissements par fonds est modeste. Les montants vont de 2,5 à 10 millions de dollars USD et la plupart des fonds sont levés auprès des personnes physiques. Cette même année, l'exception est pourtant réalisée par Heizer corporation qui lève 80 millions de dollars auprès de 35 investisseurs institutionnels.

Puis, entre 1969 et 1975 près de vingt-neuf nouvelles sociétés en commandité simple (SCS), créées aux États-Unis, lèvent un montant de 379 millions de dollars. En 1973, l'activité de capital investissement bénéficie d'une reconnaissance sur l'ensemble du territoire américain avec la création de la *National Venture Capital Association (NVCA)* qui représente le secteur aux discussions d'ordres publiques à Washington.

Cependant, peu de temps après la création du NVCA, le marché connaît un ralentissement pendant une décennie en raison de la légère récession de l'économie américaine et de la faible liquidité des marchés financiers qui entravent la réussite des sorties des opérations de capital risque par introduction en bourse. Russell Carson, président de la filiale de capital risque de Citicorp décrit à cette période l'évolution du secteur ainsi: « *Five or ten years ago, you could take a bright idea, build up a \$5 million-a-year business, and quickly take it public. Those days are over* ».

Les dirigeants des fonds de capital risque qui rencontrent des difficultés dans la conversion de leurs portefeuilles d'actions en liquidités sont moins disposés à réaliser de nouveaux investissements. Par ailleurs, deux autres facteurs expliquent également la baisse des opérations de capital risque aux États-Unis pendant les années soixante-dix. Il s'agit de la pénurie de création de nouvelles entreprises par des entrepreneurs qualifiés et de la mise en place de réformes fiscales. En dépit de cela, le petit nombre de jeunes entreprises sélectionnées par les fonds de capital risque développe des projets innovants qui produisent de forts rendements.

Par ailleurs, une tendance s'amorce dans ce contexte particulier, il s'agit d'une diversification de l'activité des fonds de capital risque dans des investissements au sein d'entreprises ayant dépassé la phase de création. Ainsi, entre 1974 et 1976 seulement une entreprise sur cinq financée par l'*Institutional Venture Associates (IVA)*, un des principaux fonds de capital risque de l'époque, était véritablement une start-up. Un sondage réalisé par le *National Venture Capital Association*, à cette période, montre qu'un seul quart des investissements en capital risque réalisés sur l'ensemble du territoire américain, soit 74 sur 292 millions de dollars était destiné au financement des *start-up*. L'intérêt des investisseurs pour les entreprises en phase de croissance et de maturité, s'explique par le plus faible niveau de risque de ces sociétés par rapport à celle en phase de création. C'est la raison pour laquelle plusieurs fonds de capital risque réalisent des opérations de rachat d'entreprise connues sous le terme anglophone de « *Leverage Buy out* » (LBO). La société Narragansett spécialisée dans

le capital risque depuis les années soixante est l'une des premières à procéder à l'acquisition de plusieurs divisions de grands conglomérats. Durant la décennie soixante-dix, sur les seize acquisitions réalisées par Narragansett par le procédé du *Leverage Buy out*, quatorze présentent de bons résultats. Ce succès encourage d'autres fonds de capital risque à adopter la même stratégie d'investissement. Ainsi Sprout, la filiale de capital risque de Donaldson, Lufkin et Jenrette consacre 21 % de ses investissements au capital risque contre 79 % pour les opérations de LBO. Cet intérêt pour des entreprises qui se situent au stade de croissance de leur cycle de vie constitue les prémices du capital développement et du capital transmission/LBO et, par conséquent, la naissance du capital investissement, dans sa forme moderne, organisée en fonction du cycle de vie de l'entreprise. Toutefois, de 1969 à 1976, la croissance de l'activité reste modeste par rapport aux années précédentes. Afin de redynamiser le secteur, les acteurs du capital investissement demandent en 1977 des réformes de la loi ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*), de la fiscalité et de la législation des titres. Plusieurs de ces recommandations sont mises en application par le gouvernement entre 1978 et 1980. La principale d'entre elles est la réforme du département du travail et de la loi de « l'homme prudent » (en anglais « *prudent man rule* ») adoptée en 1978. Cette nouvelle mesure sera primordiale dans le développement du capital investissement américain et mondial, puisqu'elle accorde désormais aux fonds de pension la permission de réaliser des placements dans des titres de valeurs mobilières et, par conséquent, d'acheter des actions dans des entreprises non cotées.

La réforme du *prudent man rule* permet un regain d'attractivité du capital risque. Ainsi, selon la *National Venture Capital Association*, en 1979, près de 80 % des investissements réalisés étaient destinés au capital risque. La décennie soixante-dix confirme également l'expansion du capital investissement hors des États-Unis déjà entamé par Doriot au début des années soixante. Les premières opérations de capital investissement à l'extérieur du territoire américain sont réalisées sur le territoire du vieux continent. Les investissements précurseurs sont réalisés au Royaume-Uni par le fonds anglais quasi-étatique 3I spécialisé à sa création dans le financement de sociétés en phase de croissance.

Sous-section 3 : Expansion en Europe de 1980 à 1994

Pendant les années quatre-vingt, le capital investissement poursuit sa croissance hors du territoire américain en se développant après le Royaume-Uni dans d'autres pays européens tels que l'Allemagne, la Suède et les Pays-Bas. En France, le capital investissement est présent officiellement depuis 1955, date de la création sur la base de décrets-lois des Sociétés de Développement Régional (SDR) chargées de participer à la création et au renforcement financier des petites entreprises régionales à travers deux actions. Il s'agit de la mise en place de prêts à moyen et long terme et des concours en fonds propres. Cependant, ces opérations restent limitées et la mise en place de ces SDR s'avère peu efficace jusqu'à la fin des années soixante-dix. Le véritable développement du capital investissement en France se fait au début des années quatre-vingt grâce à de nouvelles mesures prises par le gouvernement français. Les plus importantes ont lieu en 1984 avec la promulgation de la loi sur le Rachat des Entreprises par les Salariés (RES), la création de l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC) et la mise en place des Fonds Communs de Placement à Risques (FCPR). L'ensemble de ces réformes permettent au capital investissement français de connaître une forte croissance à partir du milieu des années quatre-vingt. Les opérations de capital investissement réalisées sur le territoire européen concernent principalement le capital risque et le capital développement. Ces investissements sont toutefois plus modestes que ceux réalisés aux États-Unis et le marché Européen est encore peu structuré.

Aux États-Unis, en 1980, suite à une requête de la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, le Congrès américain demande aux gérants des fonds de capital investissement de s'enregistrer en tant que conseiller d'investissement en vertu de la législation de l'*Investment Adviser Act*. Cette réforme entraîne de nouveaux coûts d'exploitation pour les fonds de capital investissement. Afin de profiter d'une faille législative¹ induite par le quota minimum de l'*Investment Adviser Act*, plusieurs fonds de capital investissement réduisent le nombre de leurs partenariats en dessous du seuil fixé par la législation. Afin d'éviter une diminution du nombre d'opérations de capital investissement et ainsi une répercussion directe sur le financement des PME, le gouvernement américain décide d'annuler, la même année, l'obligation qui demandait aux fonds de capital de s'enregistrer en tant que conseiller d'investissement en instaurant la *Small Business Investment Incentive Act*. Cette nouvelle loi,

¹ L'investment Adviser Act s'applique à son origine uniquement aux fonds possédant plus de 14 clients au sein de leurs portefeuilles.

définit les fonds de capital investissement comme des sociétés qui favorisent le développement des entreprises.

Dans cette même volonté de soutenir le capital investissement le congrès américain procède également à des réformes fiscales. Le taux de taxation maximum des plus-values passe de 49,5 % à 28 % en 1978 puis à 20 % en 1981. En outre, l'adoption de l'*Incentive Stock Option Law* en 1981 marque une évolution dans la fiscalité des stock-options détenues par les gérants de fonds de capital investissement en reportant la taxation au moment de la vente plutôt qu'au moment de l'exercice. L'évolution du statut des fonds de capital investissement associée aux réformes législatives et fiscales en faveur de l'activité entraîne une hausse des flux qui passent de 78 millions de dollars en 1980 à 19,35 milliards de dollars en 1994. Le capital développement et le capital transmission/LBO connaissent, à ce moment, une forte croissance.

C'est à cette période qu'apparaît une classification des opérations de capital investissement. D'une part, le terme de « *venture capital* » fait référence aux investissements dans les jeunes entreprises sous la forme du capital risque et du capital développement. D'autre part, l'appellation « *non venture private equity* » est utilisée pour désigner l'ensemble des opérations de capital investissement autre que celles de la première catégorie. De 1980 à 1994, les opérations de *venture capital* et de *non venture private equity* connaissent chacune des évolutions différentes. Par conséquent, nous analyserons dans un premier temps les tendances des opérations de *venture capital*, puis dans un second temps l'évolution des investissements de *non venture private equity*.

Sous-section 3.1 : Évolution des opérations de *venture capital* de 1980 à 1994

Au début de la décennie quatre-vingt, la croissance du *venture capital* reste soutenue. Les années 1980 à 1984 sont marquées par une hausse des montants investis de 600 millions à 3 milliards de dollars. Cet accroissement s'explique en grande partie par le succès de nombreux investissements réalisés pendant les années soixante-dix. L'essentiel des gains concerne le marché de l'informatique et de l'électronique en plein essor à cette période. Le *venture capital* américain soutient de jeunes entreprises innovantes telles qu'Apple Computer, Genentech, Intel, Federal Express, Qume Corporation et TandemComputers dont les rendements annuels

excèdent 20 %. Satisfaits par les bénéfices générés par la revente de leurs actions, les investisseurs réinvestissent leurs capitaux dans de nouvelles opérations. Cette performance des transactions de *venture capital* entraîne l'arrivée de nouveaux acteurs sur ce marché. Il s'agit des investisseurs institutionnels attirés par les rendements supérieurs de ces opérations par rapport à ceux des titres des marchés financiers à cette période.

Après 1984, les engagements en *venture capital* se stabilisent entre deux et trois milliards de dollars jusqu'en 1989. Puis, les flux diminuent pendant la récession de l'économie américaine en 1990 et 1991, atteignant respectivement 1,65 et 1,37 milliards de dollars. Cette diminution des engagements s'explique par une baisse de la demande en *venture capital* liée aux difficultés rencontrées pendant cette période par les investisseurs institutionnels que sont principalement les banques et les compagnies d'assurance. Après la récession, le *venture capital* retrouve dès 1992 une nouvelle dynamique et atteint 4,20 milliards de dollars en 1994. Ce regain de croissance s'accompagne durant la décennie quatre-vingt d'un accroissement de la taille des fonds de *venture capital* de 40 %. Cette évolution résulte d'une nouvelle approche stratégique des fonds privilégiant la réalisation d'un petit nombre d'investissements de grande taille plutôt qu'un grand nombre d'investissements de petite taille avec comme objectif une maximisation du rendement espéré. Les années quatre-vingt, sont également marquées par un intérêt grandissant des investisseurs pour les opérations de *non venture private equity*. Les investissements de restructuration suscitent un intérêt particulier en raison de leurs profils moins risqués que ceux du *venture capital*.

Sous-section 3.2 : Croissance des opérations de « non venture private equity » de 1980 à 1994

Jusqu'à la fin des années soixante-dix, les opérations de *non venture private equity* étaient réalisées de façon occasionnelle par des fonds de *venture capital*, des groupes d'investisseurs informels, des banques d'investissement et d'autres agents plus ou moins organisés. Ce n'est cependant qu'au début des années quatre-vingt que des fonds réalisant des opérations de *non venture private equity* avec une fréquence plus régulière, décident de se focaliser sur ce type d'investissements. L'apparition de ces fonds spécialisés dynamise les transactions de capital transmission/LBO.

Alors qu'en 1983, ces engagements concernaient, aux États-Unis, 1,8 milliards de dollars, ils atteignent en 1986 un montant de 6,8 milliards de dollars, soit un montant, plus de trois fois supérieur à celui du *venture capital* de 2 milliards de dollars la même année. La croissance de ces nouveaux investissements reste importante au cours des années qui suivent, elle est portée par l'utilisation des obligations à hauts rendements également appelées « *junk bonds* » ou « obligations pourries » qui ont été développées par le financier Michael Milken à partir de la décennie soixante-dix. Cependant les LBO montés à cette époque présentent des niveaux de levier d'endettement particulièrement fort qui contrastent avec un faible ratio de couverture des intérêts qui constitue un indicateur de la capacité de ces entreprises à honorer le remboursement des intérêts de leurs emprunts (Kaplan et Strömberg, 2008).

Ces deux facteurs conduisent à une mise en faillite de la société Revco Discount Drug Stores spécialisée dans la pharmacie et les cosmétiques en 1986. En dépit de cela, une levée de fonds record de 14,6 milliards de dollars est réalisée en 1987. Elle est cependant suivie d'une nouvelle mise en faillite en 1988 de la multinationale Federated Department Stores, Inc., diversifiée dans plusieurs secteurs de la mode tels que la vente des vêtements, de chaussures, d'accessoires et de bijoux. Cela n'empêche pas la réalisation, en 1989, du plus grand LBO de l'histoire du capital investissement, s'élevant à 31,1 milliards de dollars USD, sur l'entreprise de tabac RJR Nabisco par Kohlberg Kravis Roberts (KKR) et Michael Milken. Néanmoins, les difficultés financières rencontrées par RJR Nabisco, l'année suivante, en 1990 nécessitent une nouvelle recapitalisation de la société à hauteur de 1,7 milliards de dollars USD par KKR. La réalisation du LBO sur RJR Nabisco fait alors l'objet du livre « *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco* » écrit par Burrough et Helyar (1990) et du film du même nom réalisé par Glenn Jordan qui ternissent l'image des LBO en leur attribuant une image de prédateur d'entreprise qui sera ensuite maintes fois reprise par les médias. Au début des années quatre-vingt-dix, tout comme le *venture capital*, les opérations de *non venture private equity* sont également touchées par la récession économique américaine de 1990-1991 qui affecte la dynamique des offres publiques adressées aux PME.

Toutefois, la reprise économique à partir de 1992 accompagnée par la reprise des marchés financiers permettent de relancer la demande des opérations de capital transmission/ LBO. En 1994, les investissements de *non venture private equity* atteignent un nouveau record de 15,1 milliards de dollars. La taille moyenne des fonds de *non venture private equity* de 175 millions de dollars devient beaucoup plus importante que celle des fonds de *venture capital* de

61 millions de dollars la même année. Les fonds de pension publics sont des investisseurs de premier plan avec des montants minimums d'investissement de 10 à 25 millions de dollars. La technique financière de rachat des sociétés anonymes avec appel public à l'épargne par *Leverage Buy Out* (LBO) suscite un intérêt particulier ce qui lui permet de connaître un fort développement pendant la décennie quatre-vingt. Les acquisitions par LBO portent essentiellement sur des entreprises à forte compétitivité, ayant la capacité de devenir *leader* sur de nouveaux marchés en développement tel que la télévision et la radiodiffusion.

Le début de la décennie quatre-vingt-dix voit l'apparition de nouvelles stratégies d'investissements prenant la forme de prise de participations minoritaires dans des entreprises de « *middle market* »² et de focalisation sur un secteur économique particulier. Aux Etats-Unis, les entreprises dites de *middle market* ou *mid market* ont un chiffre d'affaires annuel compris entre 10 millions et 1 milliard de dollars USD. Enfin, des fonds de *non venture private equity* commencent à s'intéresser au financement d'entreprises en détresse financière dans un premier temps dans le cadre d'une diversification stratégique de leurs investissements puis à travers une démarche de spécialisation dans ce type d'opérations. En 1993, près de dix fonds de *non venture private equity* concentrent leurs activités sur des investissements dans des entreprises en difficultés financières. Il s'agit de la naissance du marché du capital retournement aux États-Unis qui représente alors 4 milliards de dollars cette année-là.

Sous-section 4 : Fin de la décennie quatre-vingt-dix à 2007 : le marché du capital investissement à l'aune de la crise

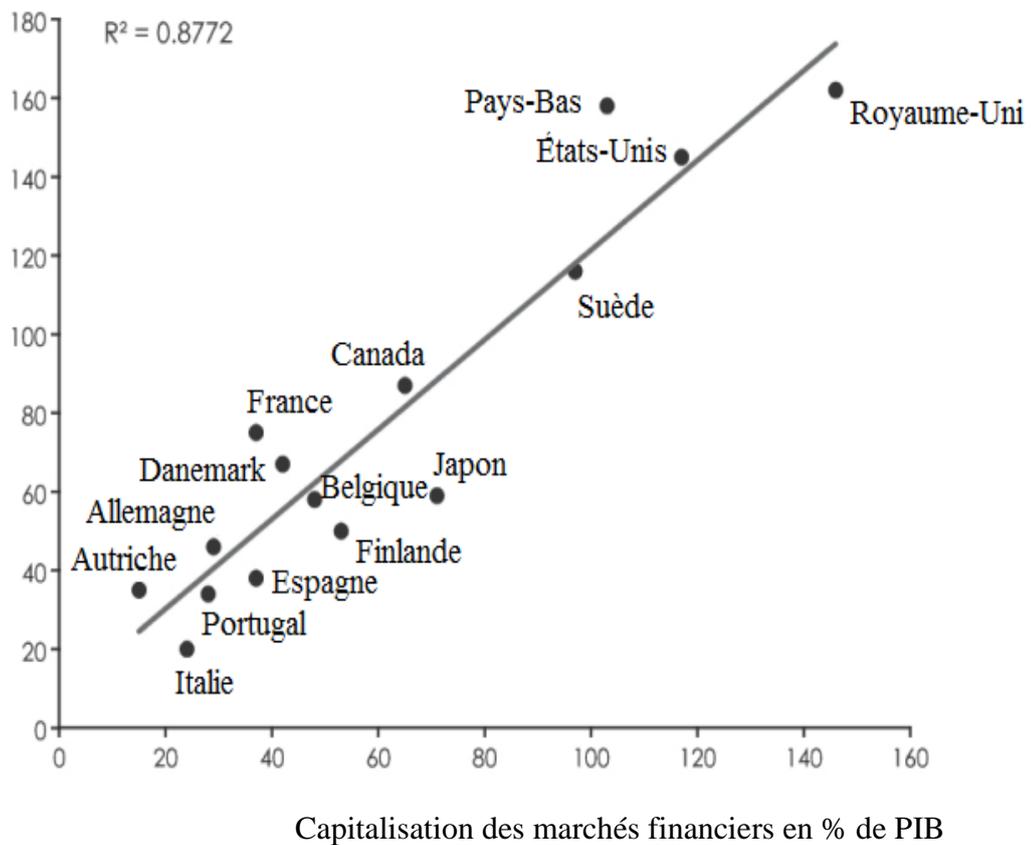
À la fin de la décennie quatre-vingt-dix, le capital investissement est fortement développé aux États-Unis. Alors qu'en Europe, l'adoption du *Single European Act* (SEA), en 1987, devait placer la plupart des pays européens dans une démarche de libéralisation financière, seul le Royaume-Uni se démarque réellement des autres pays du continent par sa dynamique financière sur les marchés des actions et des obligations. Ce statut particulier du Royaume-Uni s'explique en dehors de son appartenance à la culture du risque anglophone par la forme de sa juridiction. En Europe continentale, la réglementation s'appliquant aux investisseurs institutionnels, est régie par une tradition de loi civile qui impose à ces derniers des restrictions quantitatives sur leur niveau d'intervention dans les opérations de capital

²Aux Etats-Unis, les entreprises dites de « *mid market* » ont un chiffre d'affaires annuelles compris entre 10 millions et 1 milliards de dollars USD.

investissement. Au contraire, au Royaume-Uni et aux États-Unis, la réglementation des investisseurs institutionnels, notamment, des compagnies d'assurances, des établissements bancaires et des fonds de pension relève d'une tradition de loi commune (en anglais « *common law* »). La réglementation, anglo-saxonne repose sur un ensemble de lois appelées, « *prudent person rules* » qui imposent aux investisseurs institutionnels la seule obligation de placer leurs actifs de façon à garantir la sécurité, la liquidité et la rentabilité de leurs portefeuilles d'investissements. Le graphique 2 met en évidence la dichotomie entre, le comportement des investisseurs institutionnels d'Europe continentale, et celui suivi par ceux des États-Unis et du Royaume-Uni pendant la décennie quatre-vingt-dix. Ce graphique révèle la présence d'une forte corrélation entre le haut niveau d'implication des investisseurs institutionnels américains et anglais dans les marchés financiers d'actions et d'obligations et la valeur de leurs actifs. Le faible niveau de profit des investisseurs institutionnels d'Europe continentale par rapport à ceux des États-Unis et du Royaume-Uni pendant les années quatre-vingt-dix s'explique par le fait que la valeur de leurs actifs provient essentiellement de leurs dépôts et par des investissements moins élevés en actions et en obligations.

Graphique 2 : Valeurs des actifs des investisseurs institutionnels et capitalisation des marchés financiers en 1996

Valeurs des actifs des investisseurs institutionnels en pourcentage de PIB



Source : Trusted Sources (2011) d'après l'OCDE et la Banque des règlements internationaux.

Afin d'harmoniser la réglementation et la supervision des institutions financières européennes, trois principales mesures sont mises en place. Il s'agit du contrôle des levées de capitaux, de la dérégulation des taux d'intérêt et de l'adoption de directives européennes (tableau 2).

Tableau 2 : Libéralisation financière en Europe

	Contrôle des levées de capitaux	Dérégulation des taux d'intérêt	Première directive bancaire	Seconde directive bancaire
Belgique	1991	1990	1993	1994
Danemark	1982	1988	1980	1991
France	1990	1990	1980	1992
Allemagne	1967	1981	1978	1992
Grèce	1994	1993	1981	1992
Irlande	1985	1993	1989	1992
Italie	1983	1990	1985	1992
Luxembourg	1990	1990	1981	1993
Pays-Bas	1980	1982	1978	1992
Portugal	1992	1992	1992	1993
Espagne	1992	1992	1987	1994
Royaume-Uni	1979	1979	1979	1993

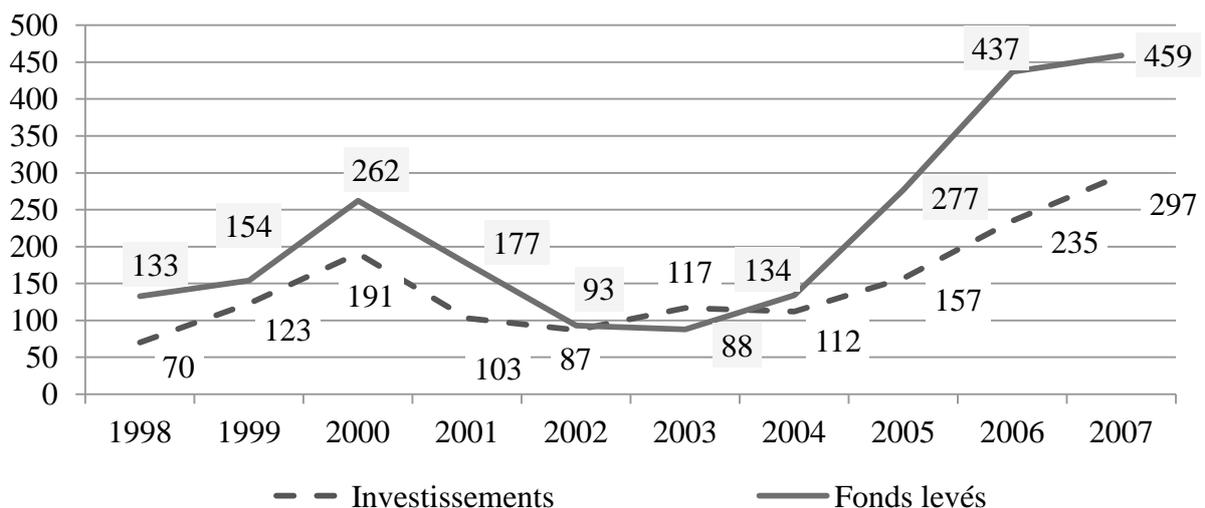
Source: Buch, Heirich et Ralph (2002)

En 1999, une nouvelle étape dans la libéralisation financière en Europe est franchie avec l'adoption d'un programme quinquennal d'harmonisation financière. A sa mise en place, le Plan d'action pour les services financiers (PASF) (en anglais « *Financial Services Action Plan* ») a été instauré afin d'harmoniser la réglementation des services financiers des états membres de l'Union Européenne. Cette réglementation s'applique, à travers l'implémentation de quarante-deux mesures relatives aux banques, aux assurances et aux fonds de pensions. L'ensemble des réformes menées au cours des années quatre-vingt-dix a permis au marché européen du capital investissement de réaliser une croissance soutenue pendant cette période.

Sous-section 4.1 : Au niveau mondial

Le marché contemporain mondial du capital investissement est hétérogène. Notre approche se structure par conséquent en deux étapes. Dans un premier temps, nous analysons successivement l'évolution du secteur au niveau mondial de la fin des années quatre-vingt-dix à l'aube de la crise des *subprimes* en 2007. Puis nous étudions les tendances au niveau continental, en Amérique du Nord, en Europe et en Asie. Selon PricewaterhouseCoopers (2008) le capital investissement a connu, sur le plan mondial, trois phases de croissance de 1998 à 2007. La première a débuté en 1998 et s'est achevée en 2000, la seconde a commencé en 2002 et s'est terminée en 2003 et la troisième s'est déroulée entre 2004 et 2007 (graphique 3).

**Graphique 3 : Investissements et levées de fonds au niveau mondial
(en milliards de dollars USD)**



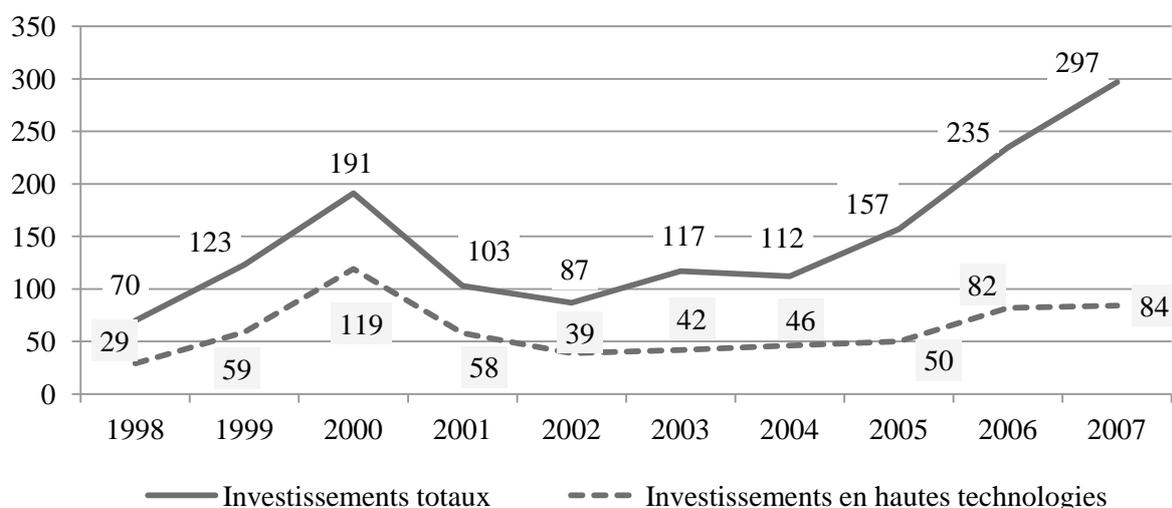
Lecture : Taux de croissance moyen des investissements totaux = 17,44 %.

Source: PricewaterhouseCoopers (2008).

Il existe des différences structurelles entre les trois phases d'essor du capital investissement. La première période de croissance entre 1998 et 2000 est, principalement, due à de forts investissements dans des sociétés de hautes technologies spécialisées dans les technologies de l'information et de la communication (graphique 4). Les seconde et troisième périodes de croissance, entre 2002 et 2003 et entre 2004 et 2007, relèvent, quant à elles, essentiellement d'importants investissements dans des opérations de *Leveraged Buy Out* (graphique 5) et de montants investis en capital risque et en capital développement dans la biotechnologie. La biotechnologie, est une science qui utilise des organismes vivants, leurs composantes ou leurs

processus pour produire des biens et des services ou générer de nouvelles connaissances et dans le processus de la nanotechnologie qui comprend l'étude, la fabrication et la manipulation de structures, de dispositifs et de systèmes matériels à l'échelle de moins d'une quarantaine de nanomètres. Par ailleurs, la dernière phase d'essor des LBO, présente la particularité d'une plus grande fréquence de réalisation des *méga Buy Out*³ qui sont des acquisitions de sociétés par LBO d'un montant supérieur à dix milliards de dollars USD.

**Graphique 4 : Investissements mondiaux dans les hautes technologies de 1998 à 2007
(en milliards de dollars USD)**

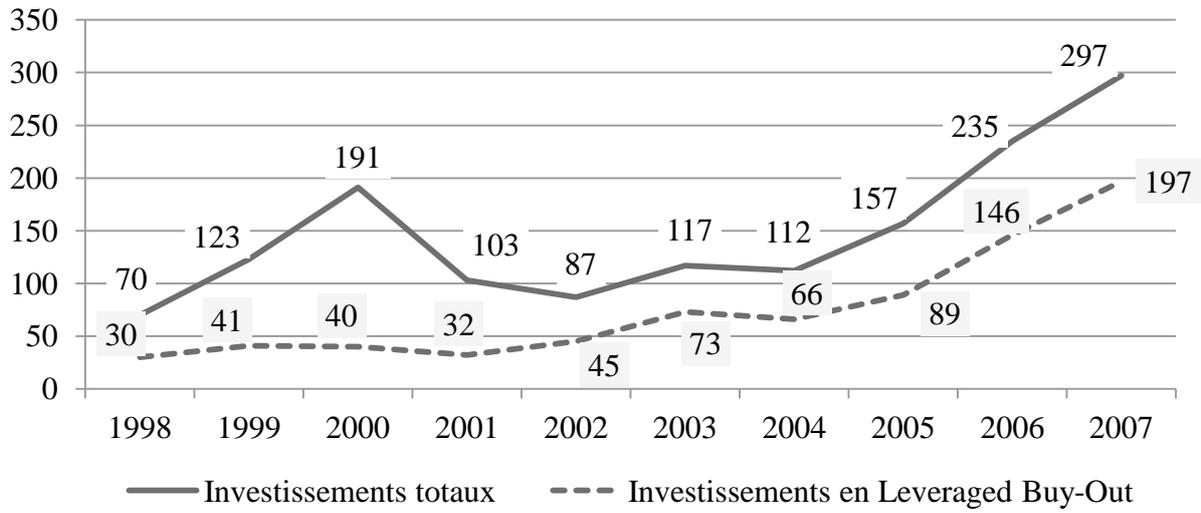


Lecture : Taux de croissance moyen des investissements en hautes technologies = 12,72 %.

Source: PricewaterhouseCoopers (2008).

³ Un classement des 15 plus grands LBO de l'histoire du secteur est présenté en annexe de ce chapitre. La majorité de ces opérations ont été réalisés entre 2006 et 2007.

**Graphique 5 : Investissements mondiaux en Leveraged Buy Out de 1998 à 2007
(en milliards de dollars USD)**



Lecture : Taux de croissance moyen des investissements en Leveraged Buy-Out = 23,06 %.
Source: PricewaterhouseCoopers (2008).

Le tableau 3 montre le classement des vingt principaux marchés mondiaux du capital investissement en 2007.

Tableau 3 : Classement des vingt principaux marchés du capital investissement en 2007

Pays	Investissements en milliards de dollars USD	Variation des investissements par rapport à 2006	Fonds levés en milliards de dollars USD	Poids du pays au niveau mondial
États-Unis	105,72	35 %	302	35,60 %
Royaume-Uni	40,1	-16 %	48,52	13,50 %
Inde	17,51	136 %	5,94	5,90 %
Japon	14,71	28 %	4,62	4,95 %
Australie	14,61	-12 %	6,46	4,92 %
France	14,4	22 %	7,68	4,85 %
Chine	10,62	3 %	11	3,58 %
Allemagne	8,73	112%	6,63	2,94 %
Malaisie	5,4	608 %	1,29	1,82 %
Singapour	5,35	157 %	4,03	1,80 %
Taiwan	4,93	23 %	0,11	1,66 %
Suède	4,89	-2 %	5,49	1,65 %
Afrique du Sud	4,65	270 %	2,79	1,57 %
Pays-Bas	4,6	64 %	3,68	1,55 %
République de Corée	4,28	130 %	0,85	1,44 %
Espagne	3,58	8 %	3,86	1,21 %
Hong Kong	2,87	220 %	15,52	0,97 %
Nouvelle Zélande	2,73	-8 %	-	0,92 %
Italie	1,71	-57 %	2,82	0,58 %
Danemark	1,42	228 %	0,42	0,48 %

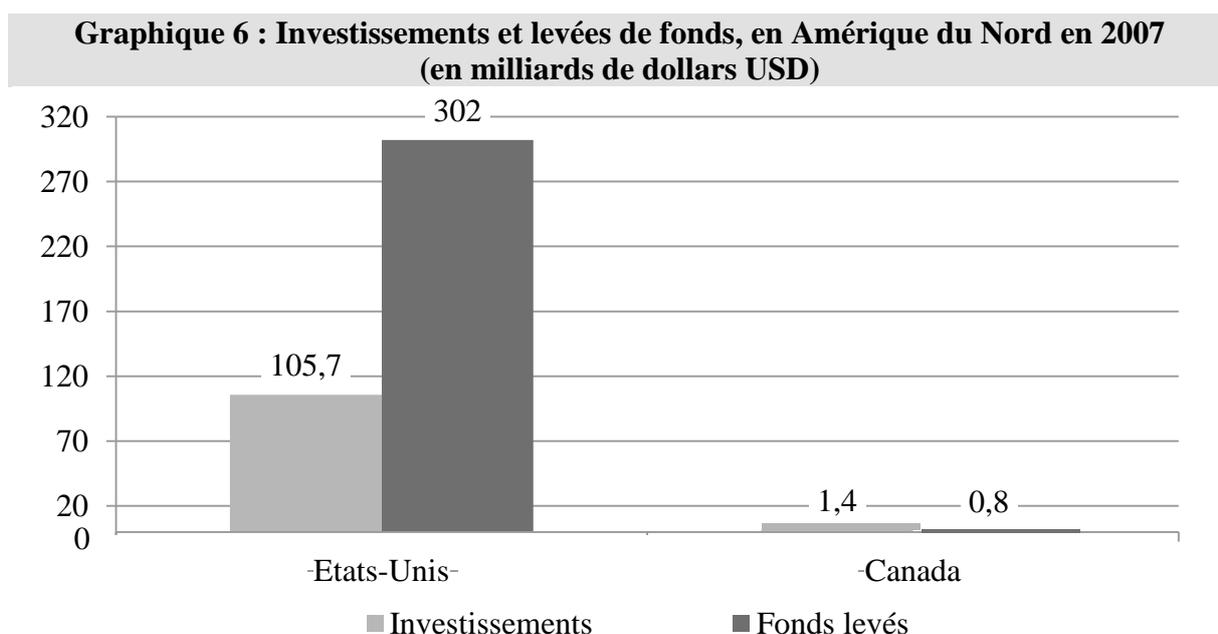
Source: Pricewaterhousecoopers (2008).

En 2007, les États-Unis étaient le premier acteur du capital investissement sur le plan mondial. Leur prédominance se manifestait tant au niveau des levés de fonds que des investissements réalisés. Avec une croissance de leur activité de 35 % par rapport à 2006, ils captaient 35,6 % des montants mondiaux investis (soit 105,72 milliards de dollars) et avaient levé près de 302 milliards de dollars en 2007. Lors de cette même année, le Royaume Uni, malgré une baisse de 16 % de son poids dans le total des investissements mondiaux par rapport à 2006, était le second marché mondial du capital investissement avec 14 % des

investissements réalisés, soit 40 milliards de dollars et 40,8 milliards de dollars levés. Il était suivi par l'Inde dont l'activité avait plus que doublé en 2007 par rapport à 2006 et dont les investissements représentaient près de 6 % du marché mondial du capital investissement avec 17,51 milliards de dollars investis. En 2007, le Japon était le quatrième marché mondial avec 14,71 milliards de dollars investis. Il représentait 5 % des investissements mondiaux du secteur. En dépit d'une baisse de son activité en 2007 de 12 % par rapport à 2006, l'Australie était cinquième avec 14,61 milliards de dollars investis soit 5 % des investissements mondiaux. La France avec 14,4 milliards d'investissements, était quant à elle sixième, elle représentait 5 % des investissements avec une hausse de son activité de 22 % en 2007 par rapport à 2006. Afin de mieux cerner la répartition des opérations du capital investissement par région, nous étudions, à présent, les montants investis en Amérique du Nord, en Asie Pacifique et en Europe.

Sous-section 4.2 : En Amérique du Nord

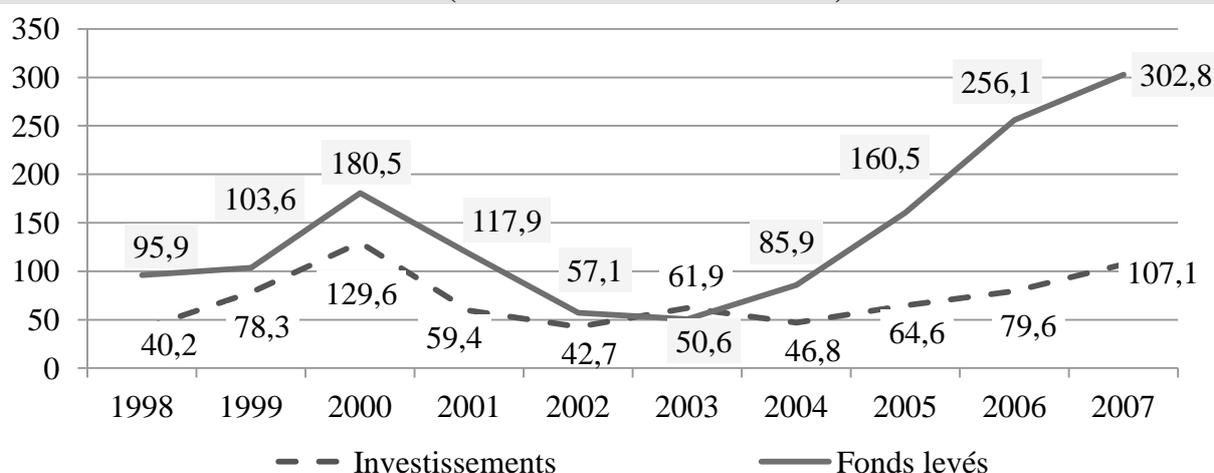
En 2007, la quasi-totalité des investissements du continent Nord-Américain était localisée aux États-Unis (graphique 6). Avec 105,7 milliards de dollars investis, les États-Unis représentaient près de 99 % des opérations de capital investissement réalisées en Amérique du Nord, contre 1 % pour le Canada.



Source: PricewaterhouseCoopers (2008).

Sans surprise, les flux de capital investissement Nord-Américains sur la période 1998 à 2007 suivent la tendance mondiale dont ils sont la principale composante (graphique 7). La première phase de croissance des investissements de 1998 à 2000 concerne principalement les opérations de haute technologie réalisées par le capital risque et le capital développement (graphique 8). Puis, les deux autres phases de croissance des opérations de capital investissement en Amérique du Nord sont portées par les investissements de LBO (graphique 9).

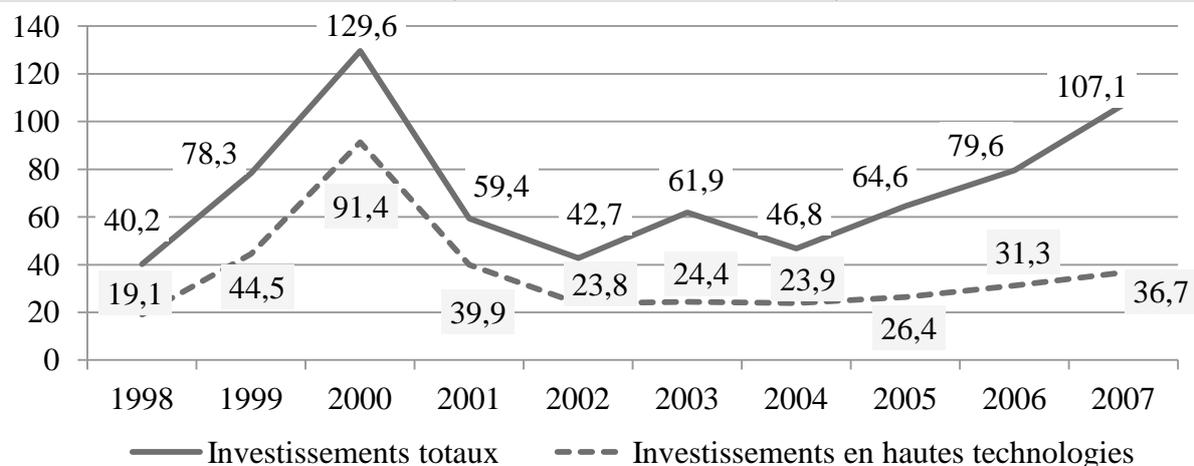
Graphique 7 : Flux totaux de capital investissement en Amérique du Nord de 1998 à 2007 (en milliards de dollars USD)



Lecture : Taux de croissance moyen des investissements totaux = 11,50 %.

Source: PricewaterhouseCoopers (2008).

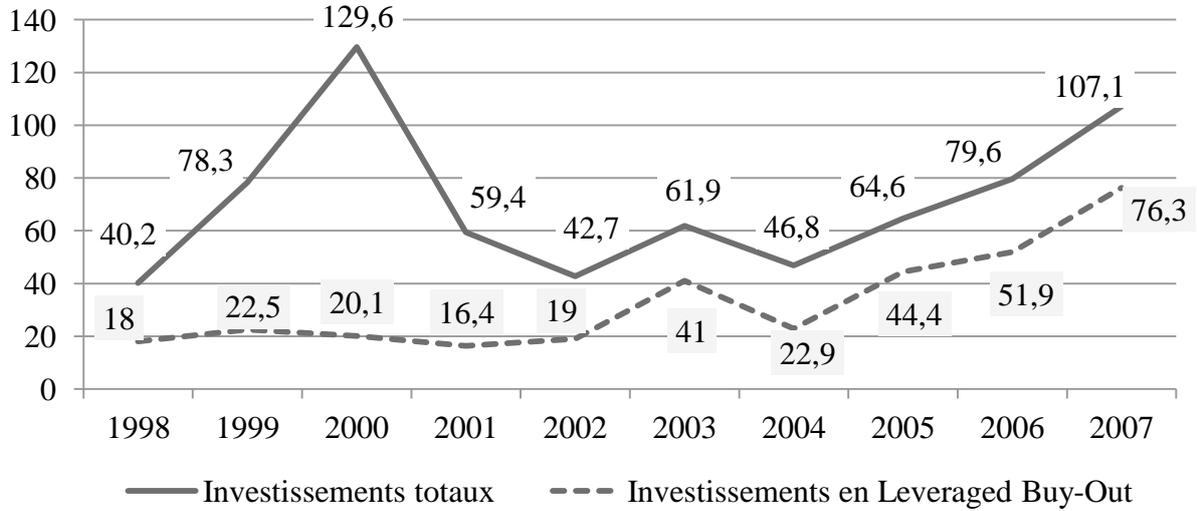
Graphique 8 : Investissements en haute technologie en Amérique du Nord de 1998 à 2007 (en milliards de dollars USD)



Lecture : Taux de croissance moyen des investissements en haute technologie = 7,54 %.

Source: PricewaterhouseCoopers (2008).

Graphique 9 : Investissements en Leveraged Buy-Out en Amérique du Nord de 1998 à 2007 (en milliards de dollars USD)

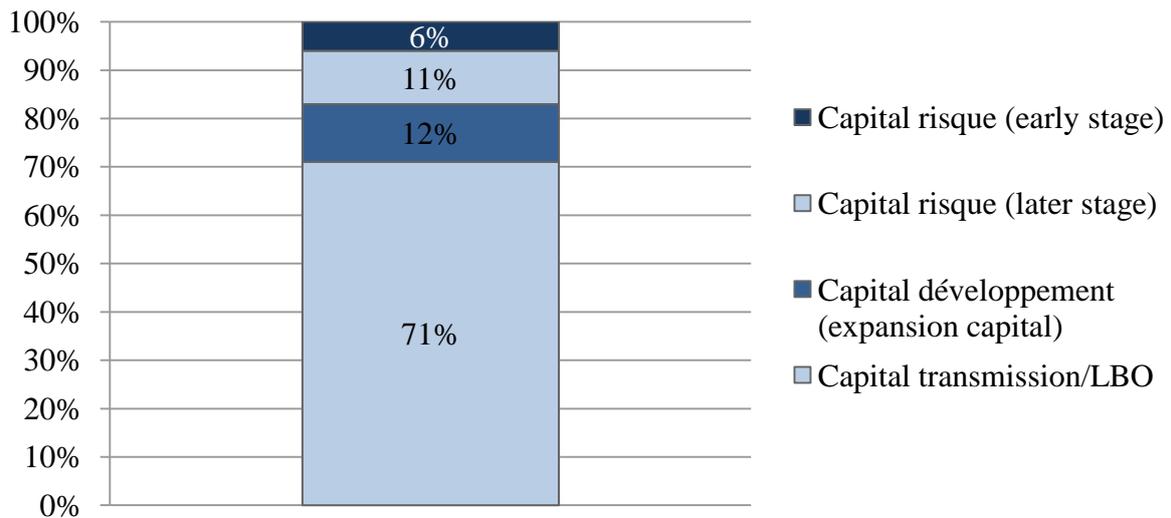


Lecture : Taux de croissance moyen des investissements en Leveraged Buy-Out = 17,4 %.

Source: PricewaterhouseCoopers (2008).

Le graphique 10 montre la prédominance des opérations de LBO sur le territoire Nord-Américain dans la répartition totale des flux de capital investissement.

Graphique 10 : Répartition des investissements en Amérique du Nord en 2007



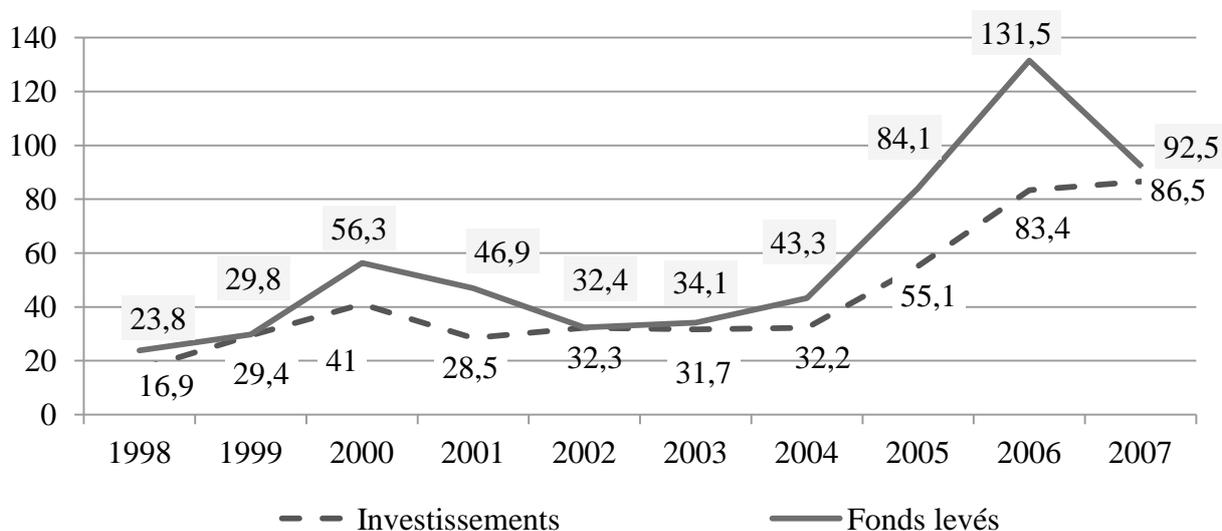
Source: PricewaterhouseCoopers (2008).

En 2007, ces transactions représentaient, près de 71 % des investissements, suivis par le capital développement et le capital risque dont les parts dans les flux totaux du secteur en Amérique du Nord étaient respectivement de 11 % et de 18 %.

Sous-section 4.3 : En Europe

En 2007, avec 92,5 milliards de dollars investis, l'Europe était le deuxième plus grand marché du capital investissement au niveau mondial. La première phase de croissance des investissements, de 1998 à 2000, en Europe a été relativement similaire à celle des États-Unis sur la même période. La seconde phase de croissance des opérations de capital investissement, sur le vieux continent s'est ensuite faite à un taux de croissance variable entre 2001 et 2007. Ce dernier est passé de 6 % en 2003 à 27 % en 2004 et en 2005 puis à 51 % en 2006 avant de chuter à près de 4 % en 2007 (graphique 11).

Graphique 11 : Investissements totaux et levées de fonds en Europe de 1998 à 2007 (en milliards de dollars USD)



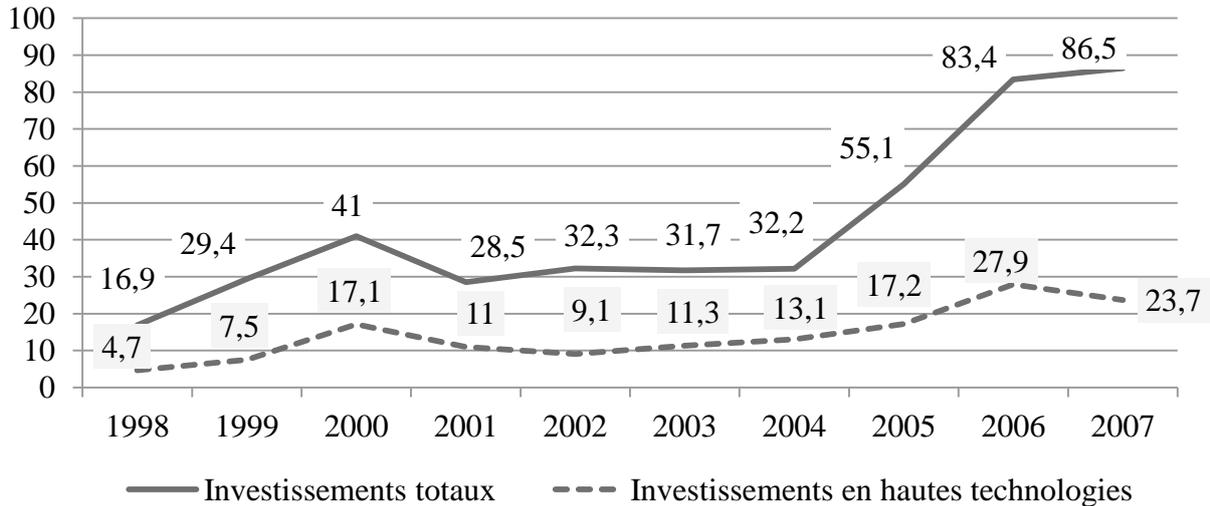
Lecture : Taux de croissance moyen des investissements totaux = 19,85 %.

Source: Pricewaterhousecoopers (2008).

Les graphiques 12 et 13 montrent ensuite une évolution de la structure des opérations de capital investissement relativement identique à celle que nous avons observée aux États-Unis de 1998 à 2007. Cependant, le marché du capital investissement européen se différencie du marché américain par une prédominance, en moyenne, des opérations de LBO visible dès

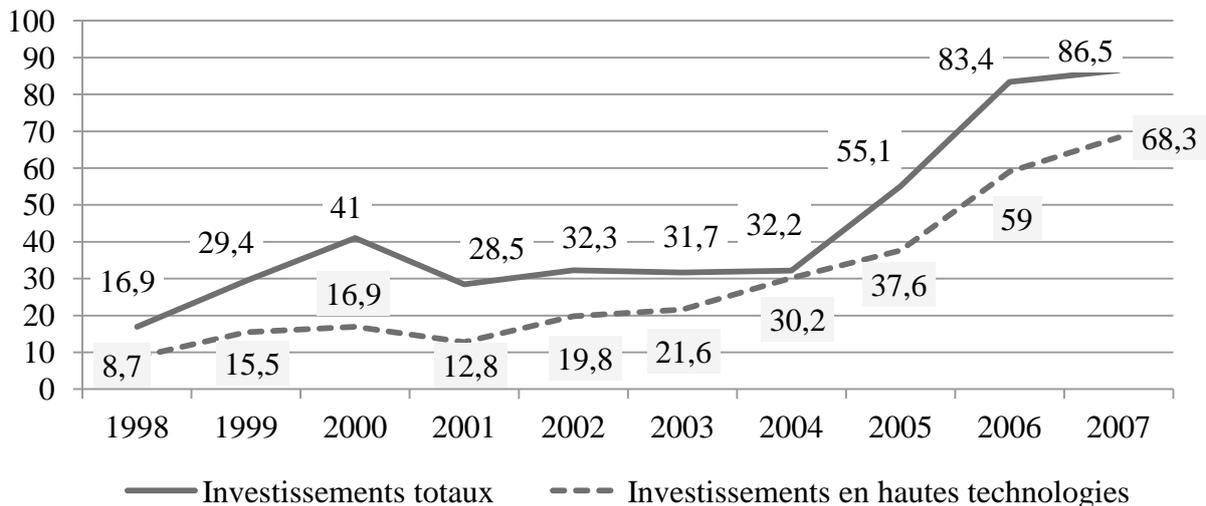
1998 et qui va véritablement s'accroître en 2002 en raison de faibles niveaux de taux d'intérêt et d'une dynamique mondiale des rachats d'entreprises.

**Graphique 12 : Investissements en haute technologie en Europe de 1998 à 2007
(en milliards de dollars USD)**



Lecture : Taux de croissance moyen des investissements en haute technologie = 19,63 %.
Source: Pricewaterhousecoopers (2008).

**Graphique 13 : Investissements en Leveraged Buy-Out en Europe de 1998 à 2007
(en milliards de dollars USD)**

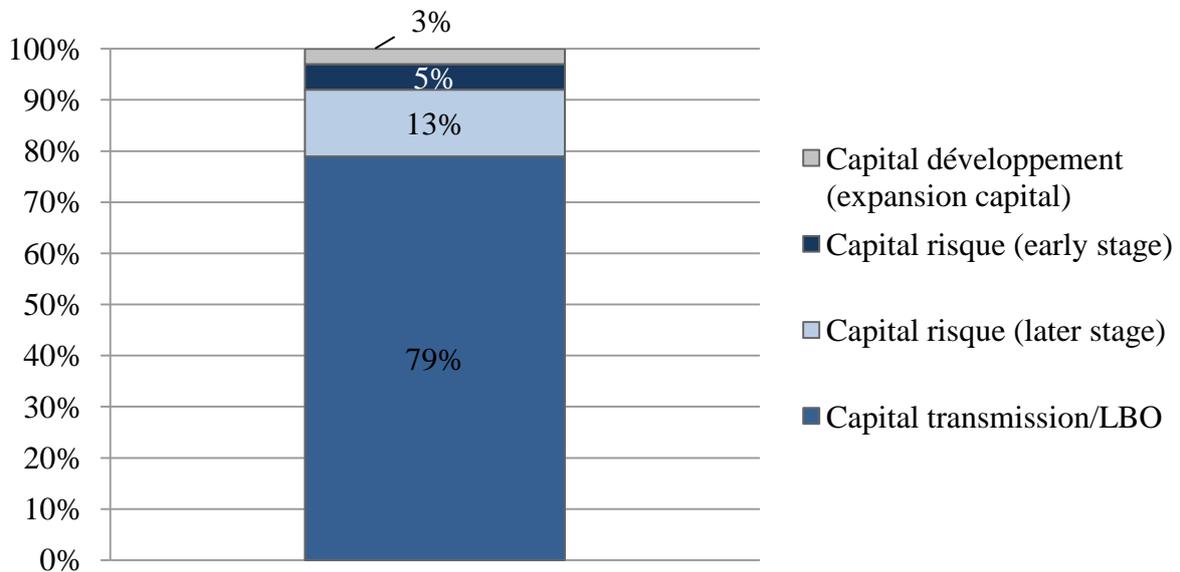


Lecture : Taux de croissance moyen des investissements en Leveraged Buy-Out = 25,73 %.
Source: Pricewaterhousecoopers (2008).

En 2007, tout comme aux USA et en Asie Pacifique, ce sont les opérations de LBO qui captent la majeure partie des fonds levés en Europe (graphique 14). Ces opérations

représentaient 79 % des flux de capital investissement européen en 2007. Ils étaient suivis des opérations de capital risque de later stage, d'early stage et par ceux de capital développement qui représentaient respectivement 13 %, 5 % et 3 % des flux européens de l'activité.

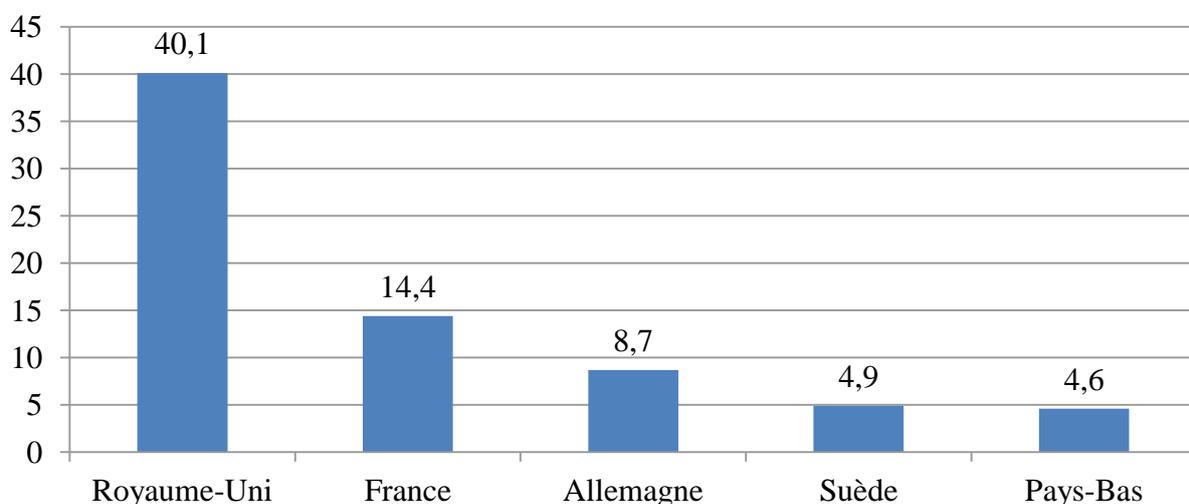
Graphique 14 : Répartition des investissements en Europe en 2007



Source: Pricewaterhousecoopers (2008).

Le graphique 15 montre les cinq principaux marchés européens du capital investissement en 2007. Avec 40,1 milliards de dollars d'investissement, le Royaume Uni était le *leader* en Europe. La France était seconde avec un montant beaucoup plus modeste de 14,4 milliards de dollars. Elle était suivie de l'Allemagne, troisième avec 8,7 milliards de dollars, de la Suède et des Pays Bas respectivement quatrième et cinquième marché européen du capital investissement avec 4,9 milliards de dollars 4,6 milliards de dollars. Ces cinq principaux marchés européens représentaient à eux seuls 86 % du montant total investi en Europe en 2007.

**Graphique 15 : Principaux marchés du capital investissement en Europe en 2007
(en milliards de dollars USD)**

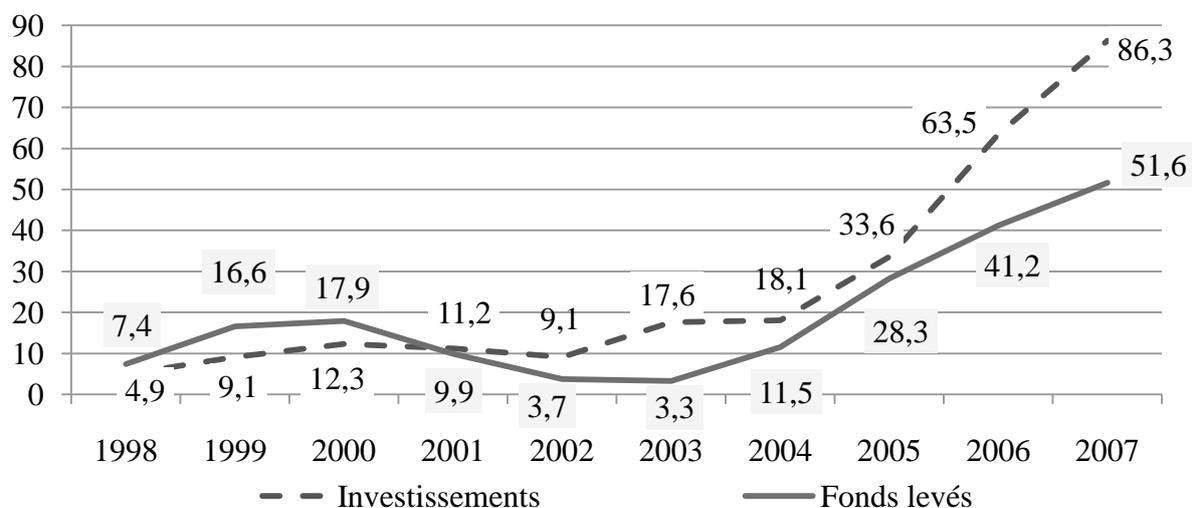


Source: Pricewaterhousecoopers (2008).

Sous-section 4.4 : En Asie pacifique

En 1998, le montant total des opérations de capital investissement en Asie était de 4,9 milliards de dollars. Ce retrait du marché du capital investissement asiatique par rapport à ses homologues américains et européens, à cette période, s'explique principalement par la faiblesse du cadre réglementaire, par le faible niveau d'informations financières fiables à disposition des investisseurs et par les possibilités de sorties limités dans les pays d'Asie à ce moment (graphique 16). À partir de l'année 2000 jusqu'à 2007, le montant des levées de fonds réalisées sur le territoire asiatique devient inférieur à celui des montants investis. Cette évolution particulière des levées de fonds domestiques en Asie, met en évidence l'importance des capitaux apportés par les fonds étrangers dans cette région.

**Graphique 16 : Investissements totaux et fonds levés en Asie de 1998 à 2007
(en milliards de dollars USD)**

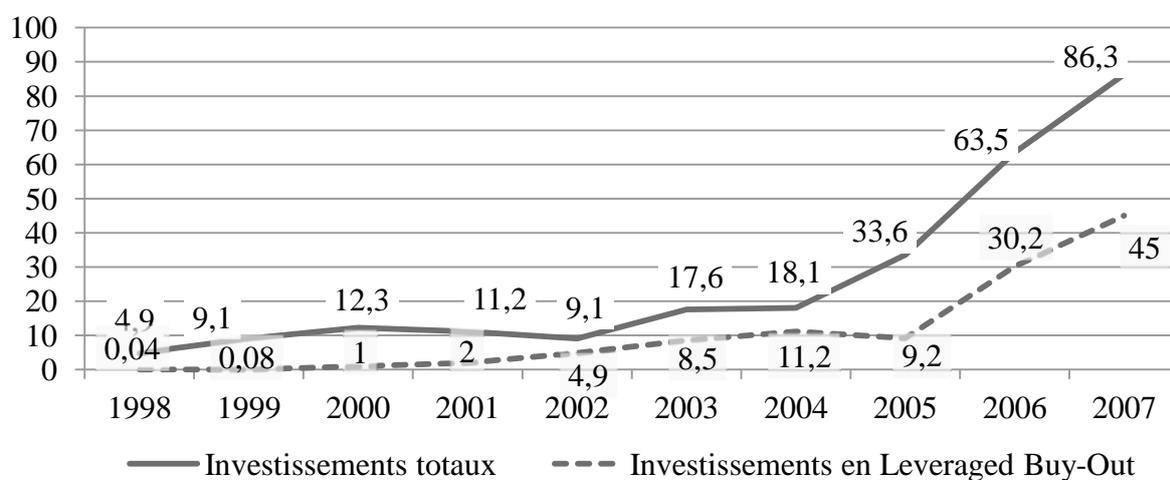


Lecture : Taux de croissance moyen des investissements totaux = 37,5 %.

Source: Pricewaterhousecoopers (2008).

Tout comme aux États-Unis et en Europe, l'évolution des opérations de capital investissement de 1998 à 2007 en Asie est marquée par une croissance des opérations de LBO (graphique 17) et par un accroissement des investissements dans les hautes technologies à partir de 2005 (graphique 18).

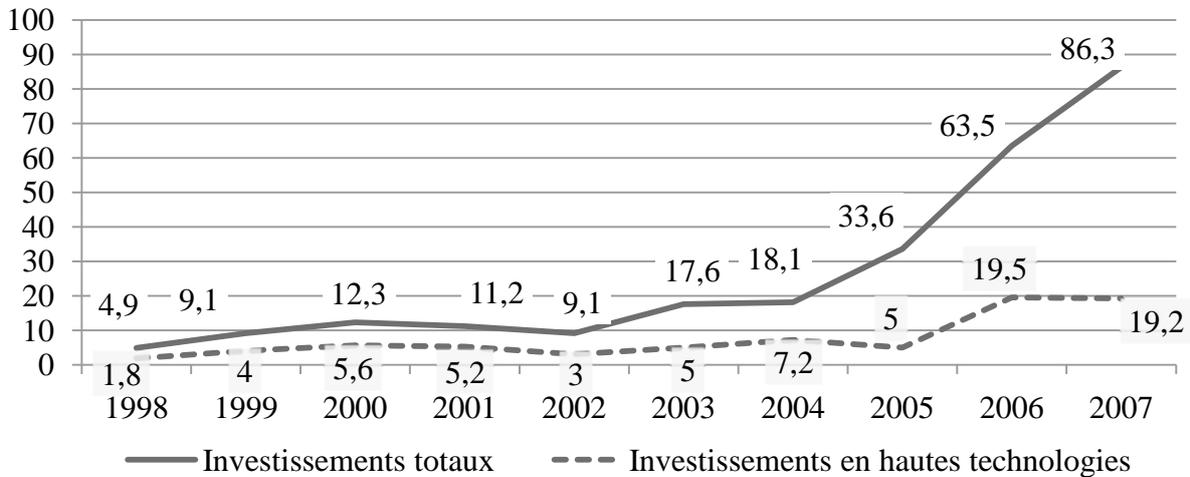
**Graphique 17 : Investissements en Leveraged Buy-Out en Asie de 1998 à 2007
(en milliards de dollars USD)**



Lecture : Taux de croissance moyen des investissements en Leveraged Buy-Out = 67,82 %.

Source: Pricewaterhousecoopers (2008).

**Graphique 18 : Investissements dans les hautes technologies en Asie, de 1998 à 2007
(en milliards de dollars USD)**

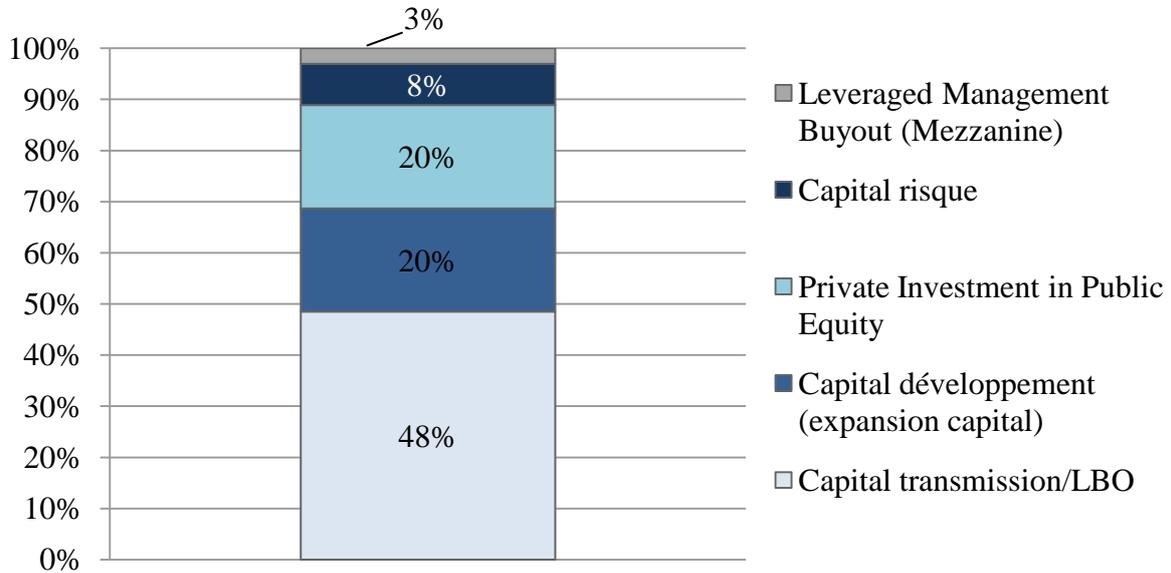


Lecture : Taux de croissance moyen des investissements en haute technologie = 30,48 %.

Source: Pricewaterhousecoopers (2008).

Le graphique 19 synthétise la répartition des opérations de capital investissement en Asie en 2007. Tout comme aux États-Unis et en Europe, les opérations de LBO représentent une part importante des investissements réalisés sur le continent asiatique. En 2007, elles représentaient 48 % des investissements du capital investissement dans cette région du monde suivi du capital développement, et du capital risque qui comptaient respectivement pour 20 % et 8 % des flux de capital investissement en Asie. Par ailleurs, la part des opérations de *Private Investment in Public Equity* (PIPE) était particulièrement importante sur territoire asiatique, elle est de 20 %. Les transactions de type PIPE peuvent prendre la forme d'une augmentation de capital par le biais d'une émission d'obligations convertibles par une société cotée sur les marchés boursiers qui réserve la vente de ses titres à un ou plusieurs fonds d'investissement.

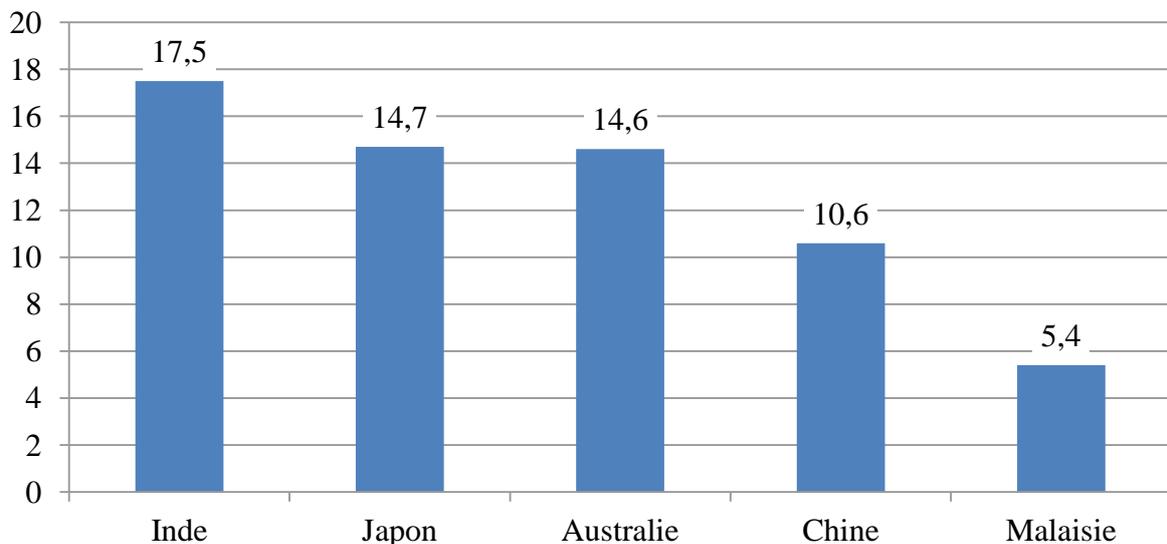
Graphique 19 : Répartition des opérations de capital investissement en Asie, en 2007



Source: Pricewaterhousecoopers (2008).

Le graphique 20 présente les cinq principaux marchés du capital investissement en Asie en 2007. Avec 17,5 milliards de dollars investis en 2007, l'Inde était le pays le plus dynamique de la zone asiatique, suivi de près par le Japon (14,7 milliards de dollars) et de l'Australie (14,6 milliards de dollars) et de la Chine (10,6 milliards de dollars) et dans une moindre mesure de la Malaisie (5,4 milliards de dollars).

Graphique 20 : Cinq principaux marchés du capital investissement en Asie en 2007



Source: Pricewaterhousecoopers (2008).

L'étude de l'évolution du capital investissement, depuis son apparition dans sa forme moderne au milieu du vingtième siècle à nos jours, a mis en évidence la capacité évolutive de cette activité financière ainsi que l'hétérogénéité de la répartition des flux de l'activité au niveau mondial. La prochaine section analyse un autre aspect du modèle de financement proposé par le capital investissement. Il s'agit de sa segmentation particulière. Nous étudions chacun des segments du secteur un après l'autre en analysant leurs spécificités.

Section 2 : Composition des investissements

Nous analysons dans cette section les différents segments du capital investissement qui est une activité financière où des investisseurs prennent des participations dans des sociétés ayant des besoins en fonds propres avec pour objectif, la réalisation de plus value sur le long terme résultant d'une marge entre le prix d'achat initial des actions d'une ou plusieurs sociétés et le prix de vente de ces actifs quelques années plus tard. Il est organisé en quatre segments selon la théorie du cycle de vie de l'entreprise dont les bases ont été établies par Marshall (1906). Cette approche consiste à examiner les étapes de la vie d'une entreprise comme celles de n'importe quel autre être vivant de sa naissance à sa disparition (figure 1).

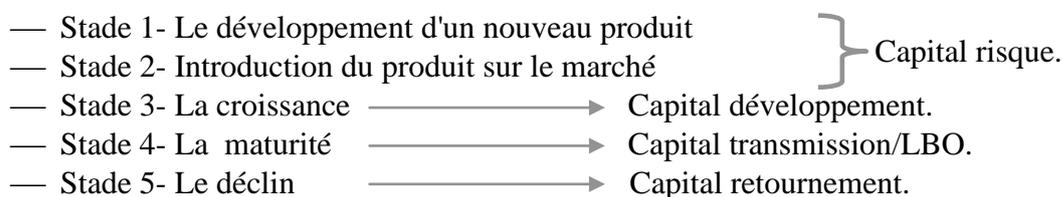
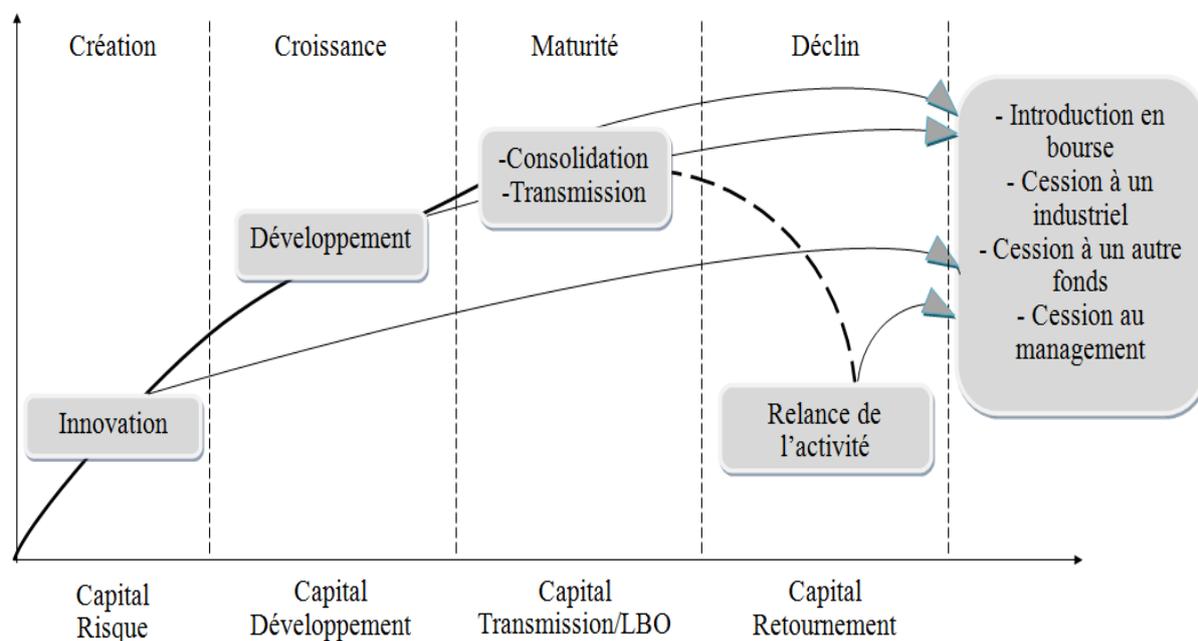


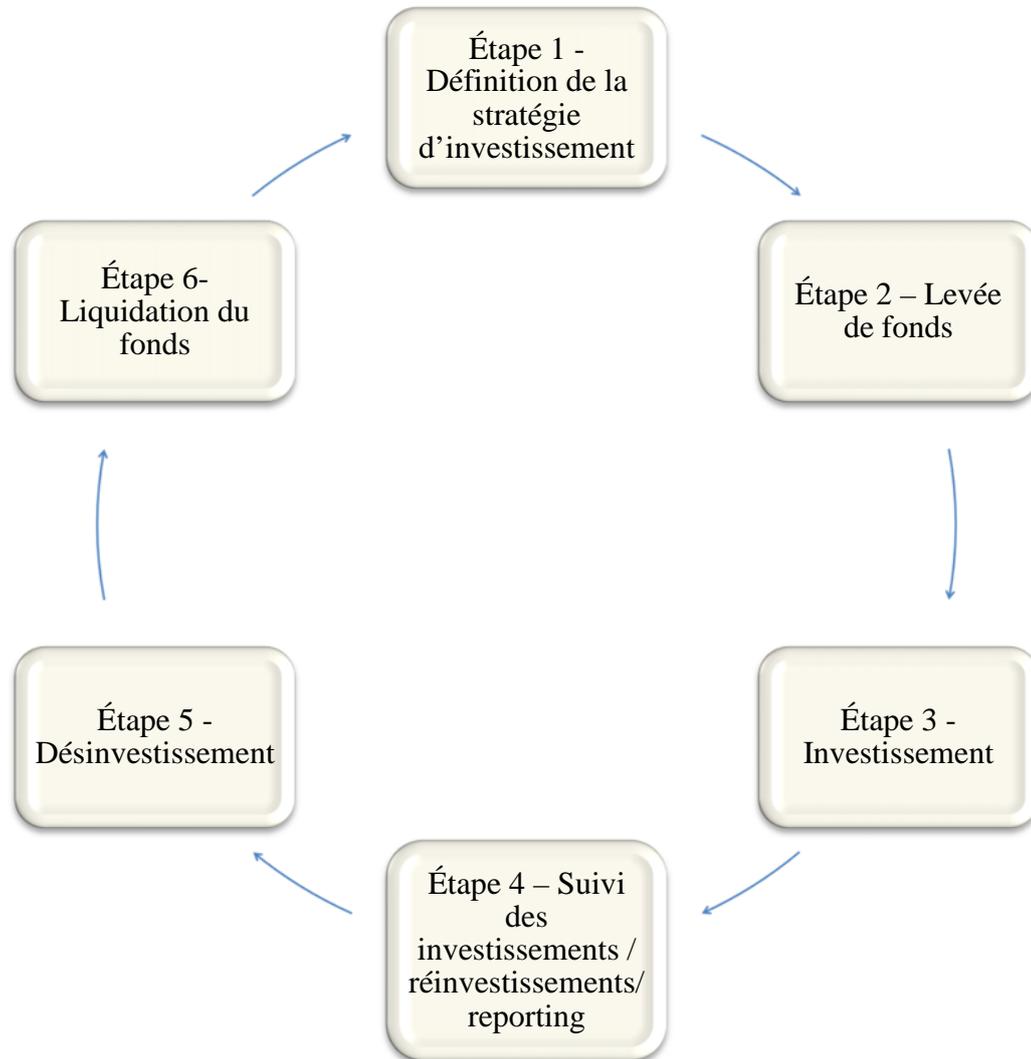
Figure 1 : Capital investissement et cycle de vie de l'entreprise



Source : Association française des Investisseurs pour la Croissance.

Cette organisation spécifique du capital investissement donne la possibilité aux entreprises de consolider leurs fonds propres à chaque étape de leur cycle de vie. Le capital risque finance le démarrage de l'activité d'une nouvelle société. Le capital développement soutient la phase de croissance des entreprises. Le capital transmission/LBO, leur reprise et le capital retournement a pour objectif de permettre aux sociétés qui connaissent des difficultés financières de retrouver une nouvelle dynamique. La figure 2 synthétise les six étapes d'un cycle de prise de participation dans des entreprises par le biais du capital investissement.

Figure 2 : Processus du capital investissement



Source : À partir de Galloüin (2007).

La démarche du capital investissement comporte six phases. La première est consacrée à l'élaboration d'une stratégie d'investissement. Deux approches sont possibles, la spécialisation, qui consiste à focaliser ses investissements sur un seul secteur d'activité ou la diversification sur plusieurs secteurs. Cette étape définit également la durée et les conditions de sorties des investissements. La deuxième phase, est destinée à la collecte des capitaux destinés à être investis lors de la troisième étape qui est celle de l'investissement. La quatrième étape est la plus longue. Pendant cette période, les fonds de capital investissement participe à l'optimisation des domaines stratégique, organisationnel et opérationnel des entreprises du portefeuille d'investissement afin d'accroître leur capacité à créer de la valeur. Des refinancements peuvent être effectués dans ces sociétés, en fonction de leurs besoins et de

la conjoncture économique. Des rapports périodiques, sur l'évolution des entreprises sont également envoyés par les fonds de capital investissement aux actionnaires. La cinquième phase est celle du « désinvestissement » encore appelée « sortie ». Les parts sociales détenues dans les sociétés sont revendues à des tiers. Les acheteurs de ces titres peuvent être des cadres de l'entreprise ou d'autres investisseurs lorsque la sortie de l'investissement se fait par introduction en bourse sur les marchés financiers. La dernière étape est celle de la liquidation du fonds pendant laquelle les actionnaires perçoivent le montant de leurs plus-values. Dans la suite de ce chapitre, nous étudions, dans des sous-sections, les caractéristiques des quatre segments du capital investissement Cette analyse révèle l'adéquation entre la segmentation du capital investissement et le cycle de vie des entreprises.

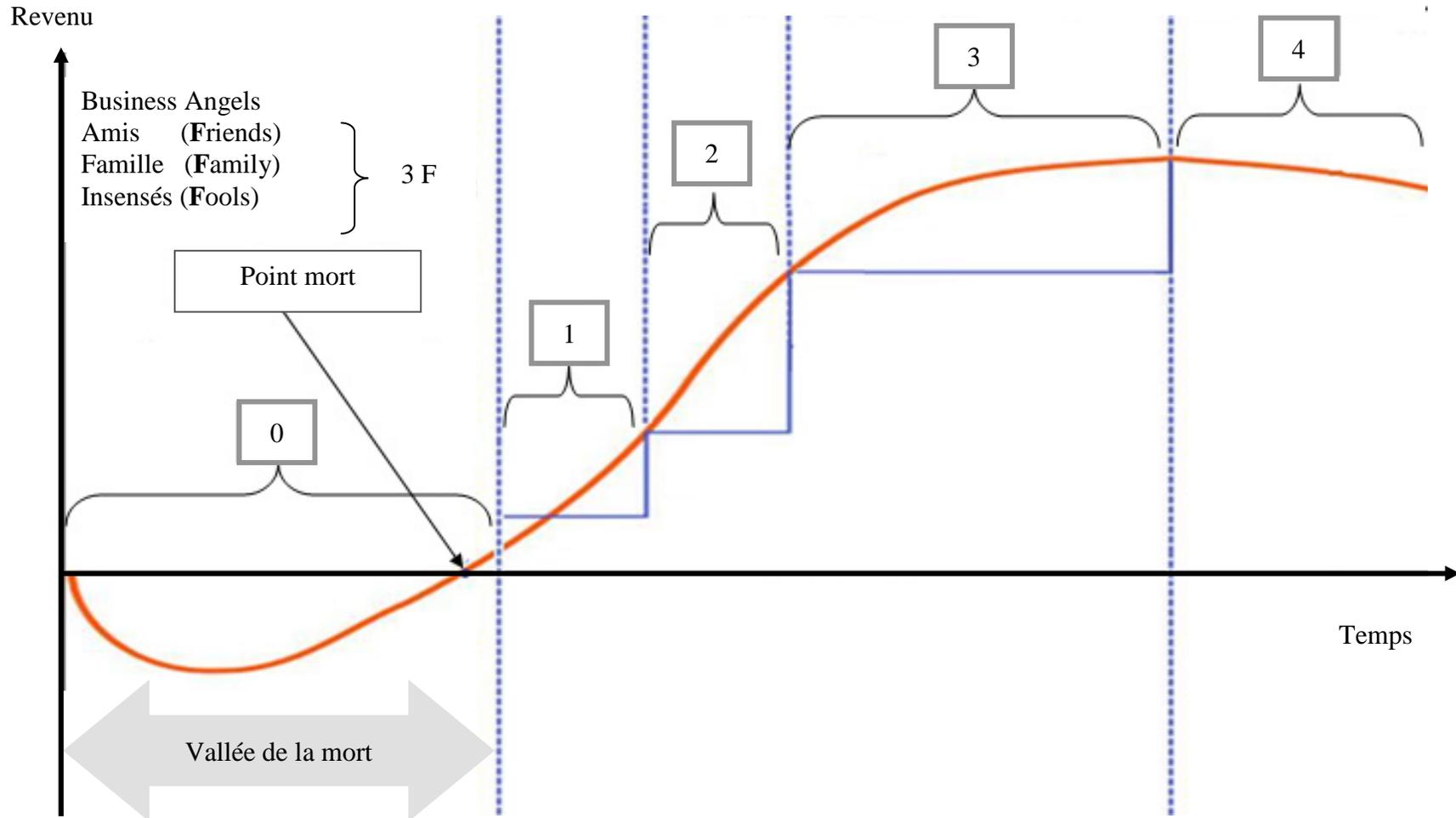
Sous-section 1 : Le capital risque au sens strict

Le capital risque (« stricto sensu ») comprend deux sous segments. Il s'agit du capital amorçage qui intervient avant la création de l'entreprise et du capital risque (également appelé « capital création » qui finance le démarrage des sociétés. Nous analysons les spécificités de ces deux sous segment dans des sous-sections.

Sous-section 1.1 : Le seed capital ou capital d'amorçage

Le capital amorçage constitue le stade le plus précoce du capital investissement. Les capitaux physiques, financiers, ou de tout autre nature, apportés à cette étape sont destinés à financer la création de l'entreprise. Ils sont généralement utilisés pour couvrir les dépenses liées aux opérations préliminaires telles que la réalisation d'une étude de marché permettant de définir avec précision la nature de la clientèle visée. L'objectif est de déterminer le positionnement à adopter vis-à-vis de la concurrence afin que l'entreprise puisse adapter son produit ou son service en fonction des cibles de consommateurs établis à partir des données recueillies. La figure 3 modélise l'intervention du capital amorçage dans le cycle de vie des entreprises.

Figure 3 : Capital amorçage et cycle de vie des entreprises

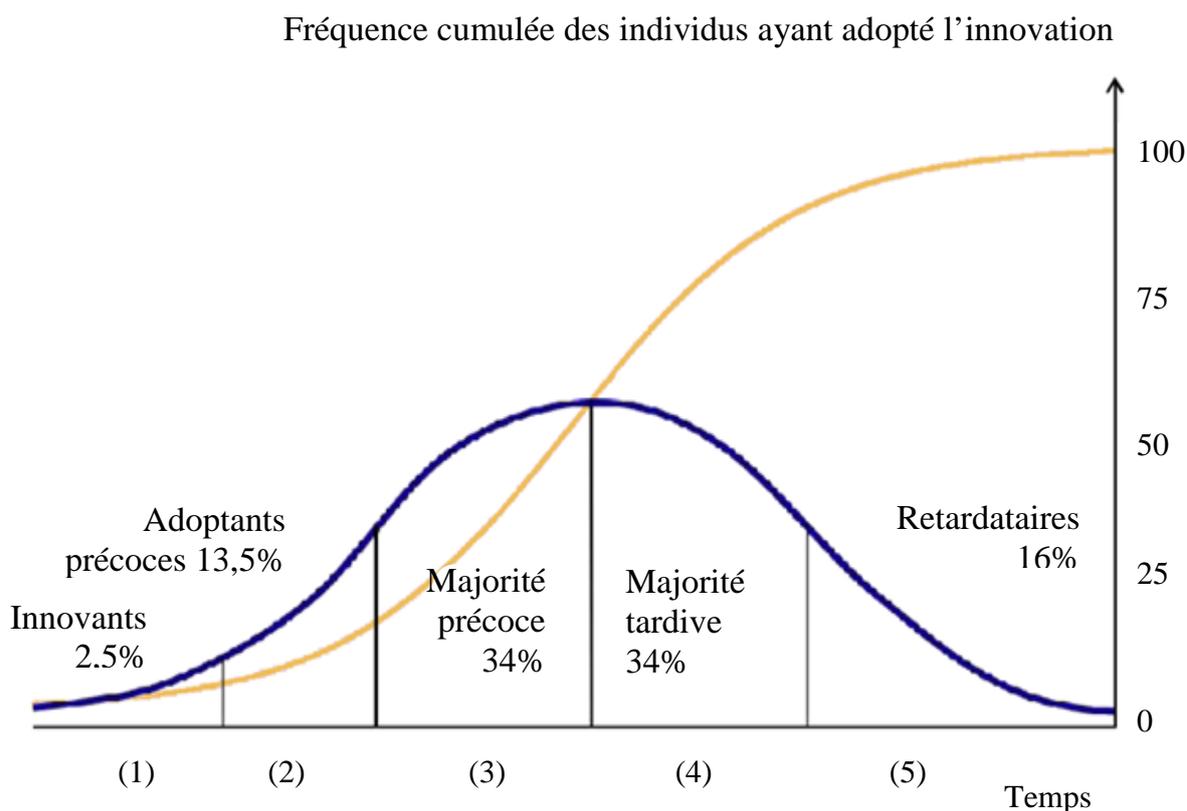


Lecture : La phase 0 est financée par le capital amorçage, la phase 1 par le capital risque, la phase 2 par le capital développement, la phase 3 par le capital transmission et la phase 4 par le capital retournement.

Source : Auteur.

Le capital amorçage intervient à une période critique de la vie d'une entreprise désignée par Dean (1994) sous le terme de « vallée de la mort ». La sortie de cette phase est déterminante pour la viabilité de l'entreprise. À ce stade du cycle de vie, l'entreprise assume des coûts financiers liés à sa création alors qu'elle n'a pas encore de revenu significatif stable puisque le cycle d'exploitation n'a pas encore commencé. Les financements apportés par des tiers à l'entreprise à ce stade sont particulièrement importants afin de minimiser les flux de trésorerie négatifs de la jeune société. Le but de l'entreprise nouvellement créée est de traverser la vallée de la mort afin d'atteindre le point mort également appelé seuil de rentabilité qui correspond au moment où l'entreprise devient bénéficiaire. La théorie de Rogers (1995) montre l'importance du rôle joué par les fonds de capital amorçage dans la création d'entreprise. Elle établit une classification des individus d'une population, d'un pays à partir de leurs appétences pour l'innovation (graphique 21).

Graphique 21 : Appétence de la population pour l'innovation



Source : D'après Rogers (1995).

Cinq catégories d'individus peuvent être distinguées en fonction de leurs appétences pour le risque.

1. Les Innovateurs (2,5 % de la population).
2. Les Adoptants précoces (13.5 %).
3. La Majorité précoce (34 %).
4. La Majorité tardive (34 %).
5. Les Réfractaires (16 %).

L'« innovateur » (*innovator*) est un entrepreneur porteur d'un projet innovant. Les « adoptants précoces » (*early adopters*) peuvent être des proches de l'entrepreneur, des personnes appartenant au même réseau social de l'innovateur ou de l'un de ses proches ou encore une personne totalement étrangère à l'entrepreneur et à son entourage sollicité de façon spontanée dans le cadre du projet. Les « premiers adoptants » convaincus par le potentiel de la future entreprise acceptent d'apporter leur soutien à l'entrepreneur pendant la phase précédant la création de la société. Leurs interventions peuvent se poursuivre après le démarrage de l'entreprise dans le cadre du capital risque. Les acteurs du capital développement font partie de « la majorité précoce » (*early majority*). Ils ne jouent pas de rôle direct dans la création d'une nouvelle entreprise dans la mesure où ils soutiennent des sociétés qui ont déjà fait leurs preuves et acquis leur clientèle. Les fonds de capital transmission représentent « la majorité tardive » (*late majority*). Leur apport est minime dans le processus de l'innovation. Leurs objectifs reposent davantage sur l'optimisation de la croissance interne de l'entreprise. Enfin les acteurs du capital retournement sont les « retardataires » (*laggards*). Leur rôle dans le développement de l'innovation initiale est quasi inexistant. Ils peuvent cependant être à l'origine d'un nouveau cycle d'innovation lorsqu'ils encouragent la création de nouveaux produits ou de nouveaux procédés afin de relancer l'entreprise en phase de déclin.

Les investisseurs du capital amorçage sont, le plus souvent, les fondateurs du projet d'entreprise, utilisant de l'épargne ou empruntant des capitaux à des « adoptants précoces ». Ces derniers sont désignés par Bygrave et Hunt (2008) par l'expression anglophone « *Three F* », pour « *fools, family and friends* », soit les idiots, la famille et les amis. Le terme « *fools* » qui signifie « idiots », fait référence au risque supporté par les investisseurs extérieurs à l'entreprise qui acceptent de financer le projet. Il peut s'agir de personnes physiques fortunées appelées « *business angels* » ou de fonds de capital amorçage. Les capitaux financiers apportés par la famille et les amis des entrepreneurs sont appelés « *love money* » en raison de

la proximité affective qui existe entre ces investisseurs et les porteurs du projet unis par des liens forts (Grannoveter, 1973). Les liens forts, comme leur nom l'indique, unissent un individu à un cercle restreint de proches, qui peuvent être des membres de la famille, des amis ou des collègues de travail. Ils sont caractérisés par quatre points.

- Leur fréquence : on consacre plus de temps à un lien fort qu'à un lien faible
- L'intimité qui est absente dans un lien faible.
- L'émotion, l'empathie est une caractéristique des liens forts et non des faibles.
- La réciprocité des services rendus plus élevée dans un lien fort

La « *love money* » apporte une aide financière plus ou moins symbolique au démarrage. Au-delà de l'aspect pécuniaire, elle constitue un soutien affectif qui renforce la confiance de l'entrepreneur dans la réussite de son projet.

Sous-section 1.2 : Le capital risque

Le capital risque, à travers ses deux segments que sont le « capital création » et le « capital post création » finance la phase de démarrage de l'entreprise (figure 7 en annexe de ce chapitre). Il s'agit d'un apport de fonds propres réalisé une fois que l'entreprise a franchi la vallée de la mort. L'objectif des investissements à cette étape est de financer la naissance d'un premier produit ou service d'une jeune entreprise ou son développement en assurant le processus de fabrication ou de commercialisation. Cette étape de financement est appelée « *early stage* » et constitue avec le capital amorçage, les deux niveaux d'intervention du « capital risque stricto sensu ». Les sociétés de capital risque recherchent des entreprises réunissant les caractéristiques suivantes : une technologie innovatrice, un potentiel de croissance rapide, un modèle économique bien réfléchi et une équipe de direction efficace et réactive. Cette combinaison de qualités est rare, c'est la raison pour laquelle, les sociétés de *venture capital* (VC) ne financent qu'une petite partie des projets qui leur sont présentés.

Une fois que les investisseurs ont choisi d'adhérer à un projet, ils possèdent les droits suivants:

- Le droit d'élire un ou plusieurs directeurs au conseil d'administration de la société.
- Le droit de recevoir des rapports divers, des déclarations financières et des informations liées à l'évolution de la société.

- Le droit de faire enregistrer sa réserve (également appelée « valeur »), qui pourra être vendue dans une offre publique au coût de la société.
- Le droit de maintenir son pourcentage détenu dans la société en participant à des offres de réserves futures.

Sous-section 2 : Le capital développement

Le capital développement, parfois désigné sous le terme « *later stage* » lorsqu'il est considéré comme une autre étape du capital risque, accompagne la phase de croissance de l'entreprise. Ce segment est particulièrement intéressant pour les investisseurs puisque la probabilité de perte de l'investissement initial y est moins importante que dans le cadre du capital risque au sens strict dans la mesure où la prise de participation s'effectue dans des sociétés qui ont réussi leurs phases de création et de lancement dans leur cycle de vie et qui présentent de ce fait une probabilité de faillite moins importante. Les caractéristiques du stade de croissance sont les suivantes :

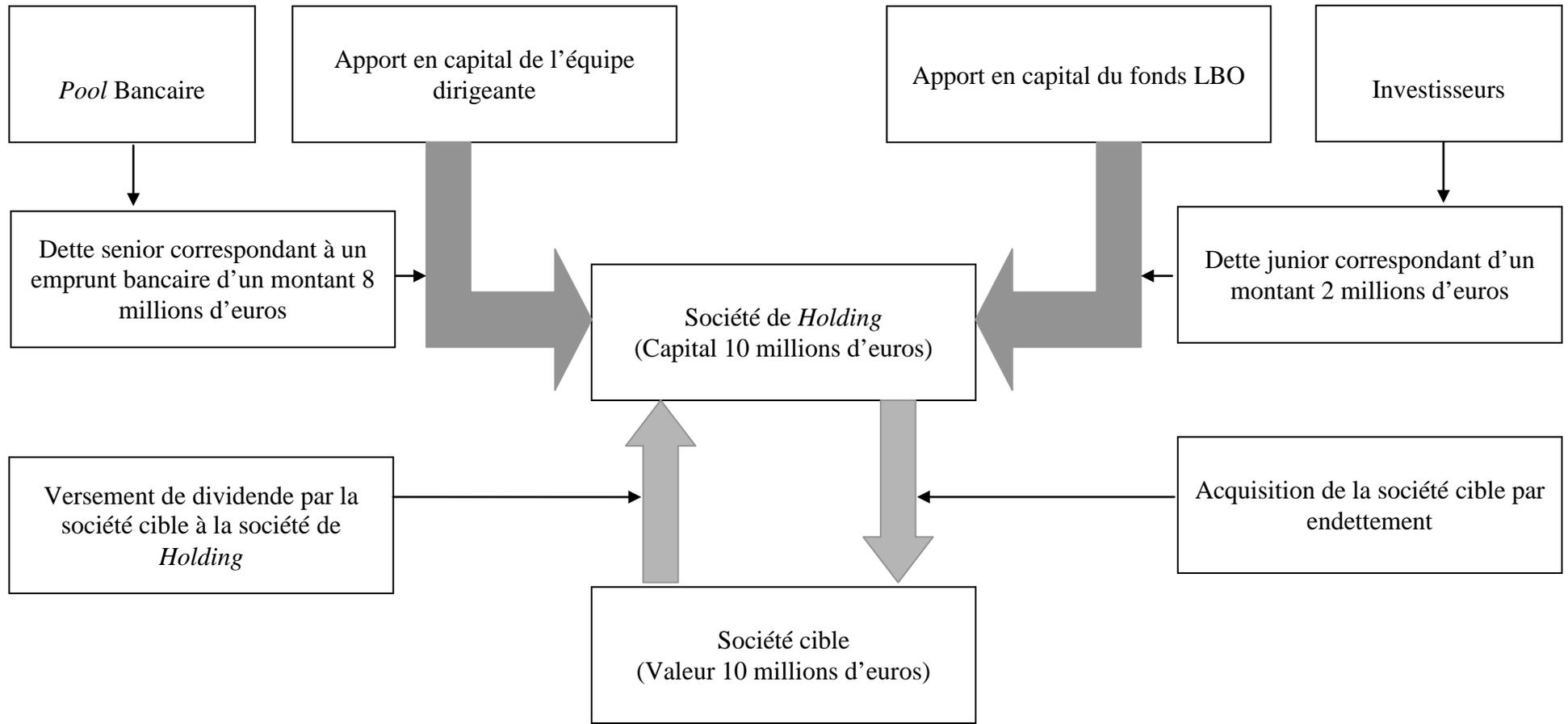
- Coûts réduits par les économies d'échelles.
- Croissance importante des volumes de vente.
- Profits croissants pour l'entreprise et marges élevées.
- Début de concentration du marché.

La capacité de la société à se différencier de la concurrence est particulièrement essentielle car à cette étape du cycle de vie, les concurrents attirés par le fort potentiel du marché proposent des offres similaires à celle de l'entreprise. Les dépenses en marketing et en logistiques, de ce fait, élevées ont pour objectif de participer au développement de l'image de l'entreprise. Les parts de marché tendent à se stabiliser et les bénéfices sont plus importants que pendant la phase de lancement. Le processus de rétroaction (également appelée en anglais « *feedback* ») permet à l'entreprise d'analyser la perception de son produit ou de son service par les consommateurs. De cette étude résulte une identification des forces et des faiblesses de la société qui sert de base à une analyse destinée à l'optimisation de la production de l'entreprise.

Sous-section 3 : Le capital transmission/LBO

Les transactions de capital transmission/LBO s'organisent au moyen d'opérations appelées « *Leverage Buy Out* » (LBO). Le terme anglophone « *Leveraged* » signifie « levier ». Il fait référence au fait qu'initialement, l'appellation LBO désignait un montage financier ayant pour principe le rachat d'une entreprise par un effet de levier d'endettement. Lors des premiers LBO, une société de *Holding* était créée dans le but d'acquérir la totalité des titres d'une société appelée la « cible » (figure 4). Deux types d'endettement étaient mobilisés. D'une part, une dette senior était, contractée auprès d'un *pool* bancaire c'est-à-dire d'un ensemble de banques dirigé par un établissement bancaire principal (en anglais « *lead bank* »). Le taux d'intérêt de cet emprunt était en général, supérieur de 3 à 5 % à celui des marchés interbancaires et la durée de son remboursement était comprise entre cinq et sept ans. D'autre part, une dette mezzanine, également appelée « dette junior », était contractée auprès d'investisseurs par le biais de fonds de LBO. Le remboursement de la dette junior était subordonné à celui de la dette senior. Cela signifie qu'il était réalisé après que le second était entièrement effectué. Pour compenser ce risque de contrepartie plus élevé, le taux de la dette junior était, en général, supérieur de 7 à 16 % à celui des marchés interbancaires.

Figure 4 : Montage d'une opération de LBO avec endettement



Lecture : Lors d'une opération de LBO la société de Holding formée pour l'opération de rachat s'endette auprès des établissements bancaires et des fonds de capital transmission/LBO afin d'acheter l'entreprise cible. Le remboursement de cette dette se fait par la suite grâce aux dividendes versés par la cible ou lors de la revente de la cible.

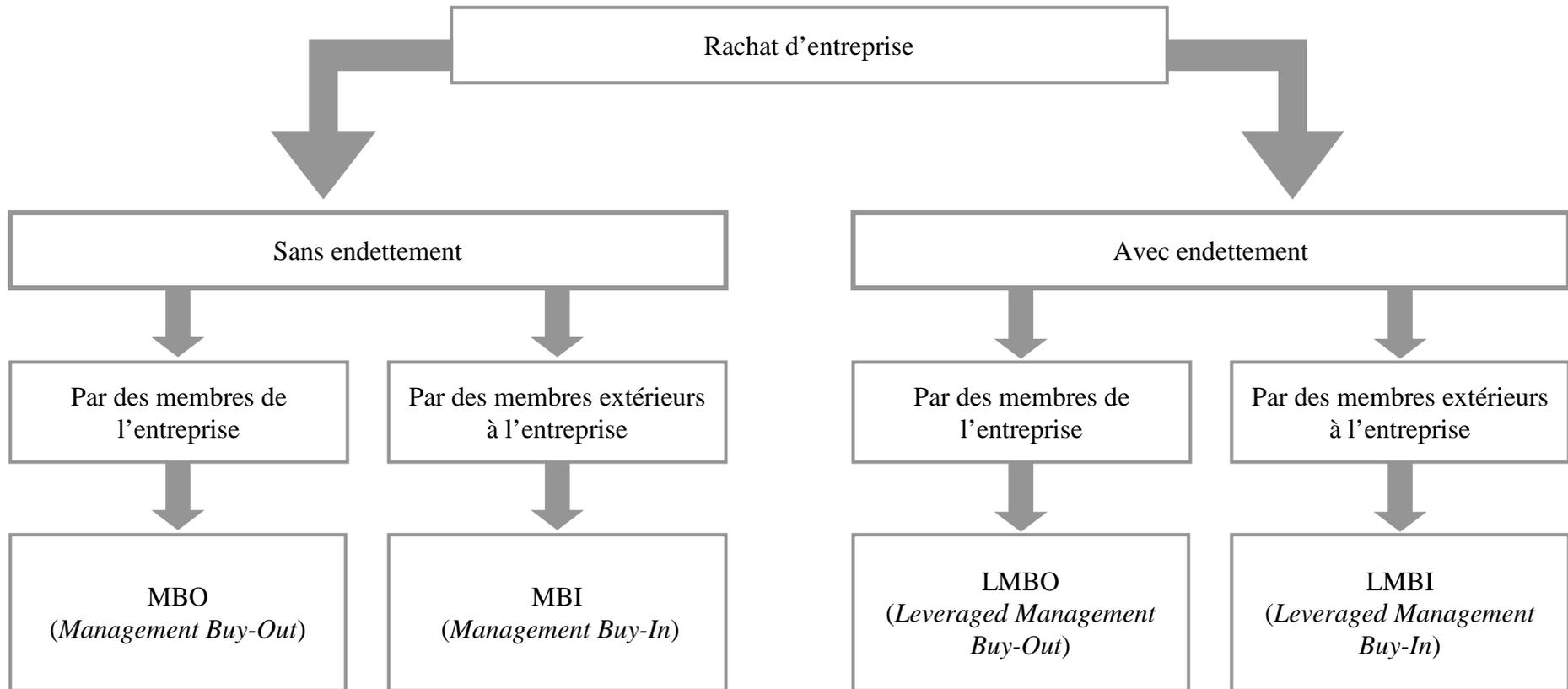
Source : Auteur.

Le principal avantage de ces opérations était de permettre à des cadres dirigeants ou à des investisseurs de prendre le contrôle d'une société cible avec un apport personnel minimum dans la mesure où son acquisition était largement financée par un emprunt bancaire, dont le coût est inférieur au taux de rentabilité attendu par la cible. Puis, au fil des années, de nombreuses formes de LBO se sont développées avec chacune leur propre schéma de fonctionnement. Au niveau de la structure de l'endettement, les dettes seniors et juniors sont parfois remplacées partiellement ou complètement par l'émission d'obligations à hauts rendements. Le terme de levier a également évolué et il est, à présent, à considérer sous quatre aspects (Ceddaha, 2010).

1. Le levier financier consiste à utiliser le niveau d'endettement d'une entreprise comme moyen d'accroissement de la rentabilité du capital.
2. Le levier fiscal permet d'imputer le déficit fiscal de la société de *Holding* sur le bénéfice fiscal de la société cible afin de réduire le résultat imposable de celle-ci.
3. Le levier juridique permet à des actionnaires, par la création de plusieurs sociétés de *Holding* « en cascade », de contrôler la totalité d'un groupe d'entreprises avec un apport en capital limité.
4. Le levier managérial vise, par l'instauration de clauses contractuelles, à la résolution des conflits d'intérêts relatifs aux flux de trésorerie entre actionnaires et dirigeants.

L'utilisation de ces différents leviers a donné naissance à plusieurs formes de LBO. Une classification de ces opérations peut être réalisée à partir de deux principaux critères. Il s'agit du mode de financement de la transaction et de l'identité des repreneurs (figure 5).

Figure 5 : Principaux montages de Leveraged Buy-Out (LBO)



Source : Auteur.

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

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

Sous-section 4 : Le capital retournement

Le capital retournement s'adresse aux entreprises qui ont connu dans le passé, des périodes de lancement, de croissance et de maturité réussies qui sont à présent en phase de déclin. Ce segment du capital investissement a pour objectif de redonner à ces sociétés en difficulté une nouvelle dynamique économique. Ces entreprises sont passées du profil de « vedettes » à celui de « vache à lait » puis à celui de « point mort » selon la matrice du Boston Consulting Group créée par Bruce Henderson dans les années soixante-dix et qui est présenté sur le graphique 22 en annexe de ce chapitre. Selon cette approche les entreprises « vedettes » possèdent de fortes parts de marché sur un secteur caractérisé par un taux de croissance élevé. Ce sont des sociétés très rentables qui se situent au stade de croissance du cycle de vie.

Lorsque ces entreprises passent au stade de maturité leur niveau de rentabilité diminue, elles s'inscrivent alors dans le profil « vache à lait ». Durant cette phase, l'image de l'entreprise bénéficie déjà d'une reconnaissance qui lui permet de percevoir un niveau de rente minimal. Le stade de maturité est suivi du déclin de la société associé au profil « point mort » de la matrice BCG, cette phase est caractérisée par une baisse de la rentabilité de l'entreprise qui résulte d'un niveau de positionnement concurrentiel plus faible sur le marché. La démarche des acteurs du capital retournement vise à relancer l'activité de ces entreprises. Dans cette optique, les fonds spécialisés dans ce segment s'interrogent lors d'un *brainstorming* sur ce qui a fait le succès de l'entreprise avant que celle-ci connaisse des difficultés. Ils évaluent ensuite les forces et faiblesses de l'entreprise ainsi que les opportunités et les menaces du marché. L'analyse de ces informations permet l'élaboration d'un plan de relance de l'activité. Parallèlement au capital retournement, un nouveau type d'opérations du capital investissement cible également les sociétés en difficultés financières. Il s'agit des investissements en « *distressed debt* » qui sont des achats de dettes, sous forme d'obligations, de sociétés en phase de déclin.

Section 3 : Les intervenants du marché

La troisième section de ce chapitre examine le rôle des cinq principaux acteurs qui interviennent sur le marché du capital investissement. Ces agents sont les entreprises, les intermédiaires, les investisseurs ainsi que les agents et les conseillers.

Sous-section 1 : Les entreprises

Les entreprises financées par le capital investissement possèdent des caractéristiques variées, tant en termes de taille, de secteur, de niveau de développement ou encore d'organisation managériale. Les besoins des entreprises diffèrent en fonction du stade de leur cycle de vie. Le choix du financement par le capital investissement par des petites et moyennes entreprises (PME) peut, notamment, s'expliquer par une plus grande accessibilité de ce secteur par rapport à d'autres moyens de financement externes tel que le marché boursier. Il existe trois principales catégories d'entreprises faisant appel au capital investissement: les entreprises de *New Venture*, les sociétés privées du *Middle market* et les sociétés anonymes avec appel public à l'épargne (Fenn, Liang et Prowse, 1998). Les entreprises de *New Venture* sont financées par le capital risque au sens stricto sensu. Comme analysé précédemment, dans le

cadre du capital amorçage, il s'agit de sociétés en voie de création qui désirent finaliser un projet en cours d'élaboration ou encore effectuer des recherches pour valider une technologie.

Plus généralement, les entreprises financées par le capital risque sont de jeunes sociétés à fort potentiel innovant. Les sociétés du « *Mid market* » constituent la seconde catégorie d'entreprise. Leur attractivité est grandissante depuis le milieu des années quatre-vingt. Le terme anglophone « *Mid market* » désigne les entreprises dont le chiffre d'affaires annuel se situe entre 25 et 500 millions de dollars. Il s'agit de sociétés se situant au stade de maturité qui réalisent depuis quelques années des profits dans des industries manufacturières de moyenne-basse technologie, de distribution, de services ou de commerce de détail. Ces entreprises ont recours au capital investissement pour financer leur croissance dans le cadre du capital développement et la restructuration de leur actionnariat lors des opérations de capital transmission/LBO. Le dernier type d'entreprises ayant recours au capital investissement sont les sociétés anonymes avec appel public à l'épargne. Ces sociétés utilisent le capital investissement afin de se financer en vendant des actions de leurs entreprises aux fonds du secteur. Ces sociétés qui peuvent être cotées en bourse sollicitent également le capital investissement en période de détresse financière afin d'éviter les coûts d'enregistrement et les révélations d'informations liées aux offres publiques d'achat.

Sous-section 2 : Les intermédiaires

Les intermédiaires du capital investissement sont principalement des sociétés en commandite simple (SCS). Ces sociétés sont constituées d'un ou plusieurs associés solidairement responsables désignés sous le terme « commandités » et d'un ou plusieurs bailleurs de fonds appelés « commanditaires ». Les investisseurs sont des associés passifs, dans la mesure où leurs interventions se limitent à leur apport financier, et les sociétés en commandite simple (SCS) des gérants et associés. Les fonds de capital investissement les plus reconnus tels que Kleiner, Perkins, Caufield, Byers ou encore Kohlberg Kravis Roberts sont des fonds diversifiés qui réalisent des opérations sur différents segments. Les SCS peuvent également être des filiales d'établissements financiers tels que des compagnies d'assurance ou des banques. Deux autres types d'organismes privés de capital investissement interviennent comme intermédiaires, il s'agit des sociétés d'investissement à capital variable et des filiales de capital investissement de sociétés non financières. Les intermédiaires peuvent également

être des entités publiques. Aux États-Unis, les *Small Business Investment Companies* (SBICs) créées par le gouvernement américain en 1958 encouragent les opérations de capital investissement en fournissant des capitaux et des prêts de long terme, garantis par la *Small Business Administration*, aux petites entreprises.

Sous-section 3 : Les investisseurs

Tout comme les entreprises, les investisseurs du capital investissement ont également des profils variés. Ils peuvent être des personnes physiques ou morales qui réalisent des opérations de capital investissement directement avec des entreprises, ou de façon indirecte par le biais d'un intermédiaire. Les investisseurs institutionnels sont des acteurs importants du capital investissement, ils placent l'épargne qu'ils ont collectée auprès d'autres acteurs économiques dans des opérations de capital investissement, principalement de long terme. Ce sont, notamment, des sociétés d'investissement, des fonds de pension public et privés, des sociétés d'assurance, des fonds souverains ou encore des établissements bancaires. Avant la crise des *subprimes*, le poids de ces investisseurs dans les opérations de capital investissement était particulièrement important en Europe puisque ces derniers représentaient 27,1 % des fonds levés sur le territoire européen en 2006. Les autres personnes morales de droit privé qui interviennent dans des opérations de capital investissement sont des fonds de dotation, des associations, des sociétés civiles, des sociétés commerciales et des personnes physiques.

Sous-section 4 : Les agents et conseillers

Le rôle des agents et des conseillers en capital investissement a considérablement augmenté ces dernières années. Ces acteurs interviennent à différents stades du cycle d'investissement. Ils ont notamment pour rôle d'établir des partenariats entre les investisseurs et les fonds de capital investissement et de participer au placement des fonds levés. Afin de réaliser leurs missions, les agents et conseillers récoltent des informations sur l'évolution du marché et sur l'historique des transactions réalisées par les fonds. Les agents et les conseillers peuvent intervenir auprès des investisseurs institutionnels et des institutions financières afin d'évaluer la qualité des intermédiaires et par conséquent faciliter le processus de sélection de partenaires fiables. Ils peuvent également être sollicités par des fonds de capital investissement.

Leur action s'organise autour de trois principales prestations de services :

- La sélection d'un portefeuille d'entreprises et la localisation d'investisseurs potentiels.
- La localisation d'intermédiaires.
- L'évaluation des sociétés en commandité simple (SCS) et la gestion des fonds de fonds.

Les bases de données des agents et conseillers fournissent aux investisseurs du capital investissement des outils d'aide à la décision leur permettant de réaliser des arbitrages concernant les transactions qu'elle effectue sur un marché caractérisé par la présence de fortes asymétries d'informations compte tenu du caractère privé des informations des sociétés non cotées.

Conclusion du chapitre 1

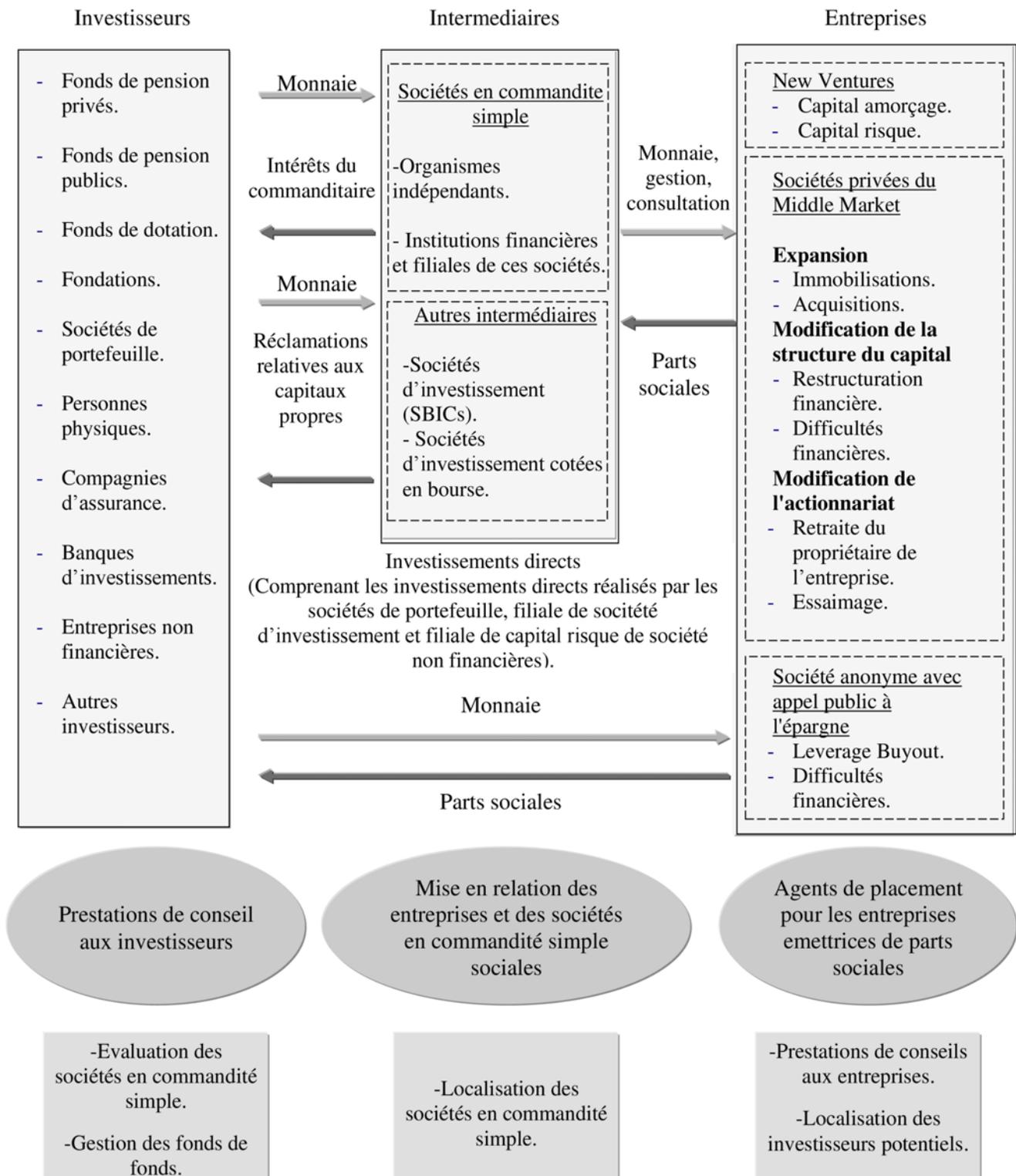
L'objectif de ce premier chapitre était de définir les spécificités de l'objet d'étude de cette thèse qui analyse le modèle de financement du capital investissement. Notre démarche s'est structurée en trois axes. Nous avons tout d'abord analysé l'évolution du secteur de sa naissance à nos jours puis, nous avons étudié la segmentation de l'activité et enfin nous avons examiné le rôle des acteurs du marché. Nous avons montré que le capital investissement moderne a connu trois grandes phases d'évolution dans son expansion géographique. La première s'est déroulée, lors de la décennie soixante-dix, aux États-Unis, pays d'origine du secteur. Pendant cette période, les opérations de capital risque, apparus près d'une trentaine années plus tôt, ont connu un essor important sur le territoire américain, portées par le développement de l'informatique et de l'électronique.

La seconde phase d'évolution du capital investissement a eu lieu pendant les décennies quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Durant ces années, le secteur franchit deux nouvelles étapes. D'une part, les opérations de « *non venture private equity* » se développent aux États-Unis. D'autre part, les opérations de capital investissement entament une première phase d'extension hors du territoire américain avec des transactions réalisées de façon régulière en Europe. La troisième période d'évolution du capital investissement a lieu pendant la décennie deux mille durant laquelle le secteur s'est fortement étendu en Asie et dans une moindre mesure en Amérique du Sud, et en Afrique du nord. Au niveau mondial, l'activité connaît alors deux phases de croissance soutenues. De 2000 à 2004, d'importants investissements en capital risque sont réalisés. Ces transactions concernent essentiellement des sociétés spécialisées dans le Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (NTIC) en plein essor avec le développement d'internet.

Puis, à partir de 2004, les opérations de *Leveraged Buy-Out* (LBO) connaissent une croissance importante, en raison d'une baisse des taux d'intérêt, et deviennent le segment prédominant du capital investissement. Actuellement, l'activité est organisée en quatre segments selon le cycle de vie de l'entreprise. Le capital risque finance la phase de naissance de la société, le capital développement sa croissance, le capital transmission/LBO sa maturité et le capital retournement a pour but de redonner un nouveau souffle à l'entreprise en phase de déclin.

Cinq types d'acteurs interagissent sur le marché du capital investissement. Il s'agit des entreprises, des investisseurs, des intermédiaires, des agents et des conseillers (figure 6).

Figure 6 : Structure organisationnelle du capital investissement



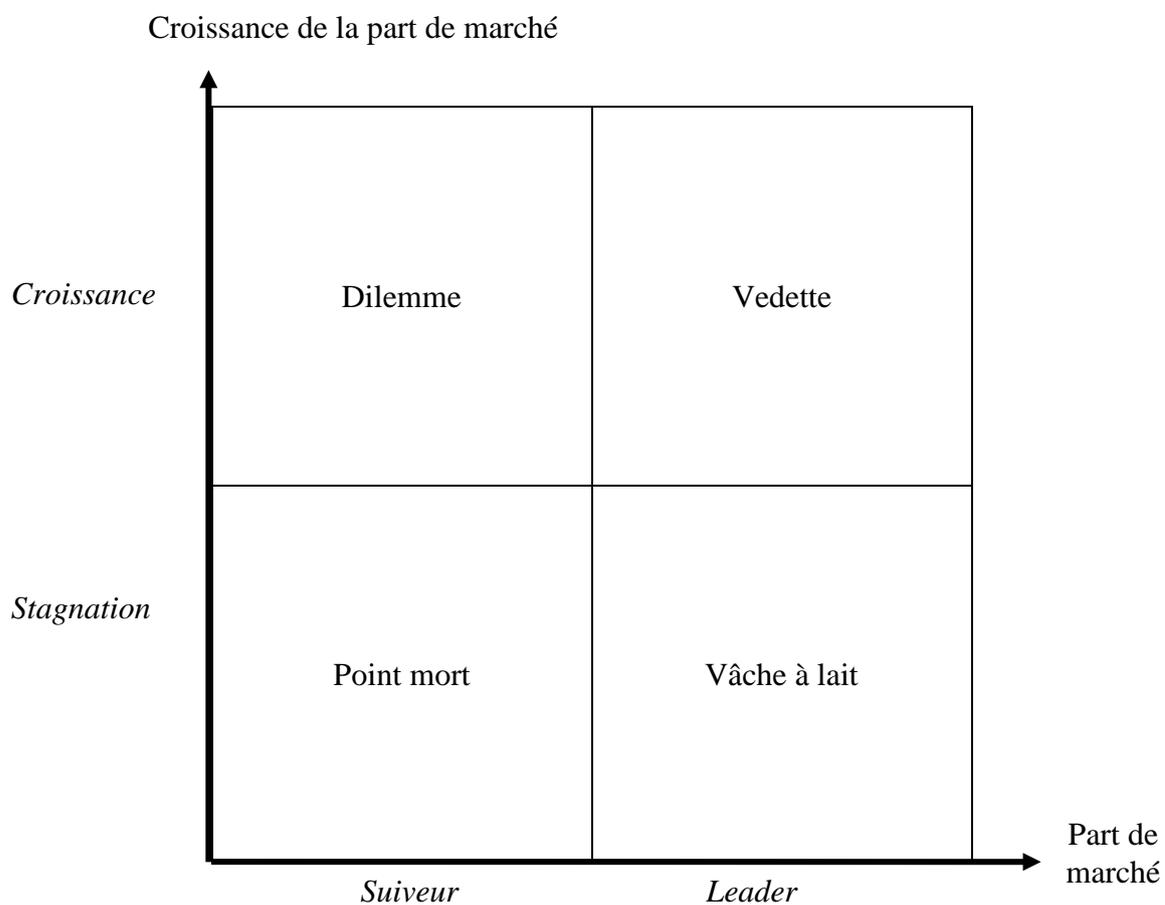
Source : Fenn, Liang et Prowse (1998).

Le principe du capital investissement est donc le suivant, des entreprises émettent un signal qui informe les autres acteurs de l'économie de leurs besoins en capitaux propres. Ces sociétés souhaitent bénéficier d'un apport en fonds propres dans le cadre d'un échange monétaire avec en contrepartie la vente de leurs parts sociales. Ce signal est capté directement par des investisseurs ou indirectement par des intermédiaires qui entrent en contact avec les entreprises, au nom des investisseurs, afin de réaliser l'achat des actions. Ce partenariat entre entreprises et investisseurs présente des intérêts pour les deux parties.

D'une part, il permet aux investisseurs de réaliser des rendements, en général, supérieurs à ceux des placements moins risqués, tels que les obligations d'État. D'autre part, l'entrée au capital des acteurs du capital investisseurs au sein de l'actionnariat des entreprises se traduit par une hausse du montant des capitaux propres qui renforce leur structure financière. Cette action permet l'amélioration de leurs ratios de solvabilité et, de ce fait, de leurs capacités d'emprunt. Enfin, la rigueur du processus de sélection des entreprises par les acteurs du capital investissement est un signal implicite qui d'autres créanciers potentiels sur la solvabilité de l'entreprise. Nous étudions les déterminants de l'activité, dans le prochain chapitre, afin de mieux cerner les facteurs à l'origine de l'émergence et du développement de l'activité.

Annexe 1

Graphique 22 : Matrice du Boston Consulting Group

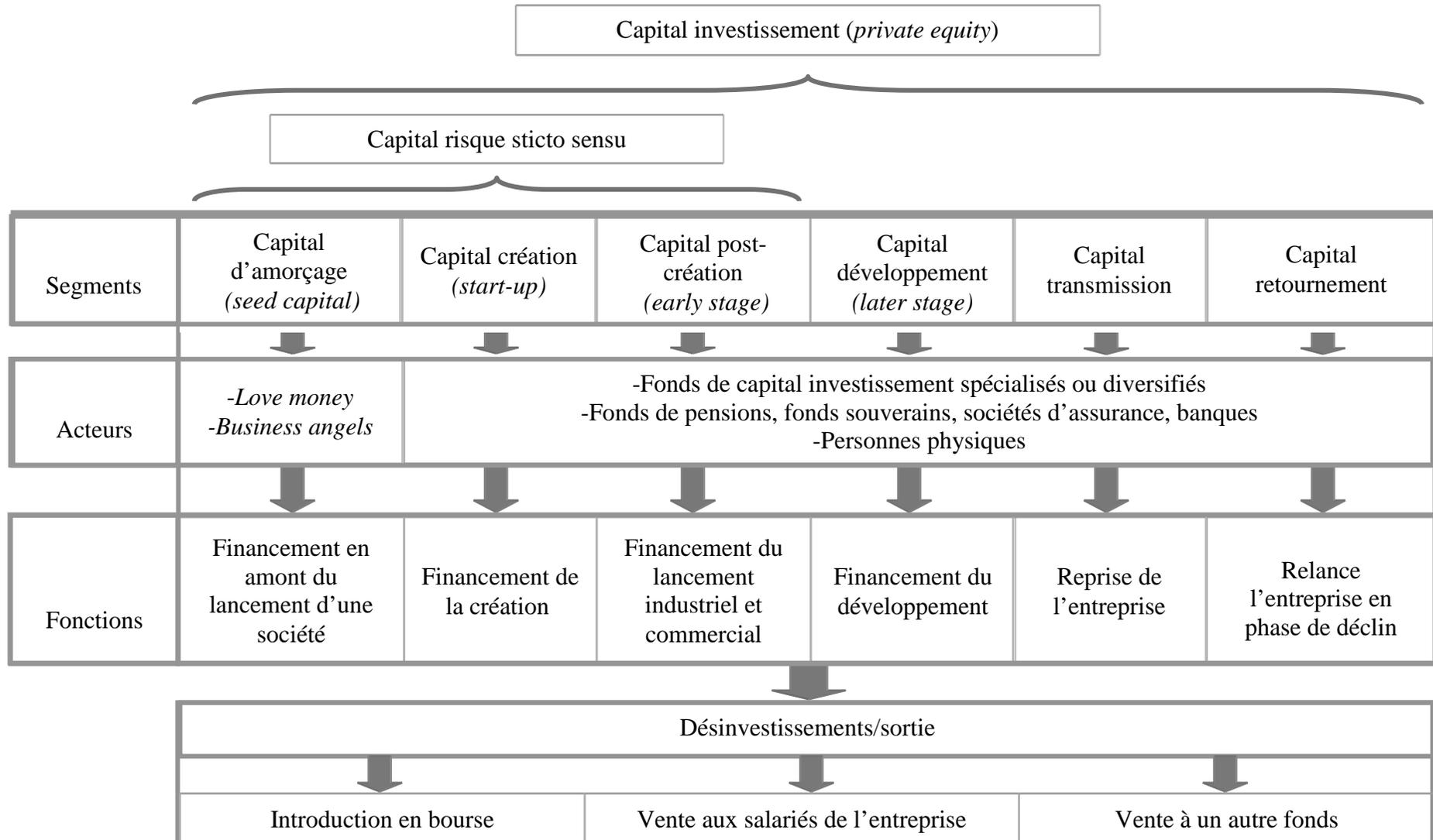


Lecture : Les suiveurs possèdent une faible part de marché contrairement aux leaders. Deux types de dynamisme de part de marché sont considérés. Il s'agit de la croissance et de la stagnation.

Source : Boston Consulting Group.

Annexe 2

Figure 7 : Segmentation du capital investissement



Source : D'après Cherif (2008).

Chapitre 2 - Déterminants de l'activité

«As a part of the decision to purchase a target enterprise, private equity firms look at the usual factors which influence investments such as the macroeconomic, political, commercial, legal and potential competitive position» (Corporation Limited Essvale, 2010).

Introduction du chapitre 2

L'objectif de ce deuxième chapitre est d'étudier les facteurs d'émergence et de croissance du capital investissement. Cette analyse présente un double intérêt dans notre réflexion. Le premier, est d'identifier les déterminants du capital investissement. Cette étape est indispensable pour comprendre l'évolution du secteur, tant au niveau temporel que spatial. Le second intérêt est d'expliquer les causes de l'hétérogénéité du développement du capital investissement au niveau géographique. Cette approche nous permettra d'examiner, dans la suite de notre travail, les perspectives d'avenir de l'activité suite à la crise des *subprimes*⁴.

La littérature théorique et empirique a mis en évidence depuis de nombreuses années le fait que l'implantation et la capacité de développement du capital investissement au sein d'un pays dépendent de facteurs tant microéconomique que macroéconomique. Nous distinguons à ce jour trois catégories de facteurs expliquant les flux de capital investissement ces derniers sont d'ordre culturel, législatif et économique. Dans une première section, nous mettons en évidence le fait que l'acceptation du capital investissement dépend de plusieurs prérequis culturels qui déterminent son apparition et sa croissance. Puis, dans une deuxième section, nous examinons un second pilier du développement de l'activité de capital investissement, il s'agit du cadre législatif. La législation exerce deux effets sur le capital investissement. D'une part, la présence de fortes rigidités sur le marché du travail constitue un obstacle à la réalisation des opérations de capital investissement. D'autre part, l'existence d'incitations fiscales et de règles législatives instaurant une transparence comptable favorise, au contraire, ces transactions. La troisième section est consacrée à l'étude des facteurs économiques du capital investissement à travers l'analyse de trois déterminants économiques que sont le développement des marchés financiers, le taux de croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) et le taux d'intérêt. Ce chapitre met donc en évidence le caractère multidimensionnel des déterminants du capital investissement.

⁴ Ce point est approfondi dans le septième chapitre de cette thèse.

Section 1 : Facteurs culturels

Dans cette section, nous étudions deux facteurs d'ordre culturel qui déterminent le niveau des opérations de capital investissement. Il s'agit de l'acceptation sociale de l'activité et du niveau des dépenses en recherches et développement.

Sous-section 1 : Acceptation du capital investissement par la société

Plusieurs études montrent que la perception du capital investissement par les habitants d'un pays est fondamentale pour son développement. Deux principaux facteurs culturels déterminent l'acceptation du capital investissement dans un pays, il s'agit du niveau de la culture du risque et de l'adéquation de l'activité avec les valeurs morales de la société. Franzke, Grohs et Laux (2003) ont été parmi les premiers à montrer l'importance de la culture du risque d'un pays en tant que déterminant du développement du capital investissement. Dans leur article, les auteurs expliquèrent le retard de l'Allemagne par rapport aux États-Unis, pendant les années quatre-vingt, en matière de capital investissement par un manque d'initiative entrepreneuriale, la crainte des dirigeants de perdre le contrôle de leur entreprise, un fort degré d'aversion au risque des investisseurs et une pénurie d'entrepreneurs et de fonds de capital risque qualifiés. Becker et Hellmann (2003) complétèrent cet argument en citant l'échec de l'implantation en Allemagne, durant les années quatre-vingt, du fonds de capital risque anglais 3I, *leader* du segment au Royaume-Uni.

En dépit de son expérience dans l'activité de capital risque sur le territoire anglais, les performances des investissements réalisées par 3I en Allemagne furent mauvaises car la stratégie appliquée en Angleterre avait été simplement répliquée en Allemagne alors que ces deux pays n'ont pas la même culture du risque. Le manager du fonds de l'époque tirera comme enseignement de cette expérience « *What worked in Britain simply did not work in Germany* ». Audretsch et Keilbach (2004) conclurent alors que le « capital esprit d'entreprise » d'un pays (en anglais : « *entrepreneurship capital* ») constituait un facteur décisif de la création de nouvelle entreprise et que ce facteur était composé de plusieurs aspects. Il dépend bien entendu de la vigueur entrepreneuriale mais également de l'acceptation des acteurs qui partagent les risques liés à la création de nouvelles affaires, à savoir des banques, des marchés financiers et du capital investissement.

Par ailleurs, certains secteurs innovants financés par le capital risque peuvent également être faiblement acceptés dans certains pays en raison des mœurs locales. Cela est particulièrement vrai pour la biotechnologie définie par l'OCDE comme « l'application des principes scientifiques et de l'ingénierie à la transformation de matériaux par des agents biologiques pour produire des biens et services ». En Taïwan, les deux principaux déterminants des investissements en biotechnologie sont l'acceptation de cette activité par la société et l'attractivité du marché local du secteur qui dépend de plusieurs variables économiques tel que la protection des investisseurs et le nombre de fonds et d'entreprises qualifiés (Hsu, Shyu et Tzeng, 2005).

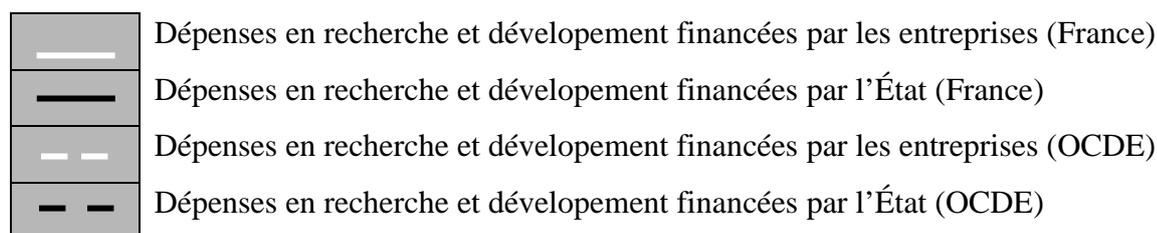
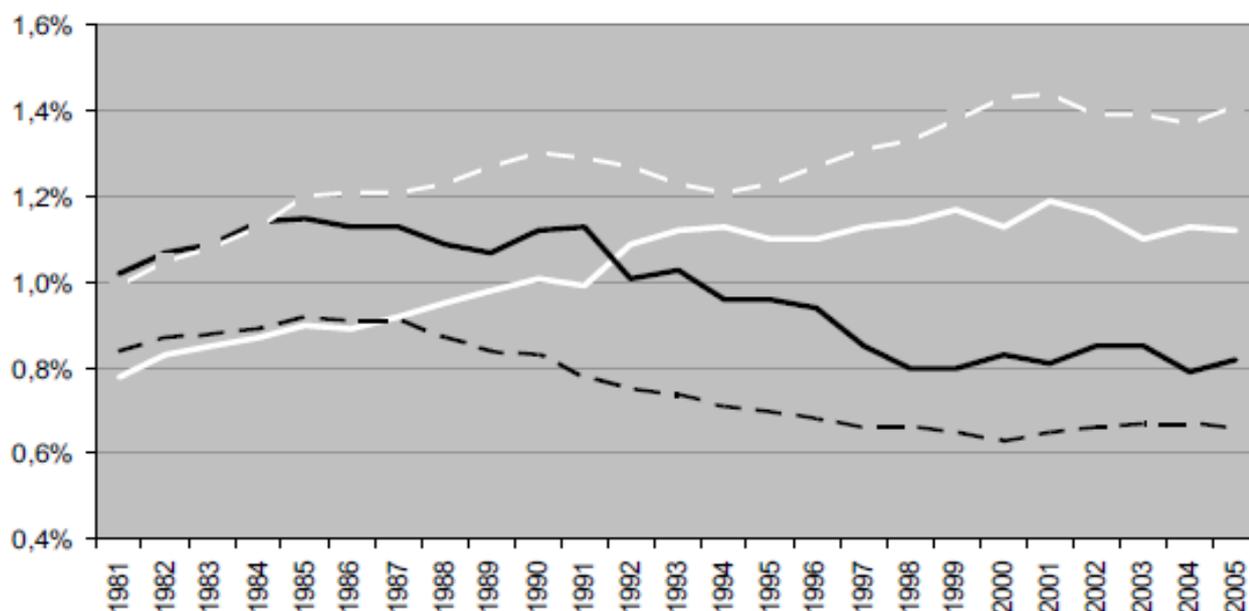
Les opérations en biotechnologie dans ce pays sont confrontées au principal obstacle que constitue son assimilation, par les habitants locaux, à des sujets controversés tels que l'alimentation génétiquement modifiée ou le clonage humain alors que les investissements soutenus par le capital risque concernent la fabrication de médicaments issus du vivant à visée thérapeutique. Guerreiro (2010) constate également que la faible acceptation de la biotechnologie par le public provient essentiellement d'une confusion sur le véritable objectif du secteur et que le taux d'adoption et de diffusion d'une technologie dépend positivement de son taux d'acceptation par le public. Il conclut qu'une technologie innovante doit alors avoir un fort taux d'acceptation par le public pour qu'elle puisse bénéficier d'investissements élevés lui permettant une large diffusion sur le marché.

Sous-section 2 : Niveau de dépenses en Recherche et Développement

Selon la littérature économique, un fort degré d'investissement en recherche et développement (*R & D*) a un effet positif sur l'intensité des opérations de capital investissement et plus particulièrement sur ceux du capital risque et du capital développement. Il s'agit donc d'un effet qui porte sur la demande de fonds de capital risque de la part des entrepreneurs. L'idée est qu'un niveau de recherche et développement élevé augmente la probabilité de créations de nouveaux produits ou services par les entrepreneurs et accroît de ce fait les opportunités d'investissements en capital risque.

L'analyse de Gompers, Lerner, Blair et Hellmann (1998), basée sur les opérations de capital risque réalisées aux États-Unis sur la période 1972-1994, montre que les dépenses en *R & D* académiques et industrielles sur le territoire américain au milieu des années quatre-vingt-dix ont eu un effet significatif et positif sur les engagements en faveur du capital risque à cette période. L'étude empirique de Schertler (2003) basée sur les opérations de capital risque de quatorze pays européens sur la période 1988-2000 confirme l'existence d'une corrélation positive et significative entre le montant des dépenses en recherche de développement et le développement du capital risque. L'étude de Romain et Van Pottelsberghe (2004) portant sur un échantillon plus important d'opérations de capital risque effectuées dans seize pays de l'OCDE sur la période 1990-2000 démontre également l'effet positif des *R & D* sur le capital risque. Elle met en évidence le fait que le taux de croissance des *R & D* est un indicateur du dynamisme d'un pays en matière de recherche et qu'il a un impact significatif et positif sur les opérations de capital risque. Dans un rapport sur la compétitivité, l'OCDE (2007) explique la supériorité, en termes de croissance des États-Unis par rapport à l'Europe par le fait que les *start-up* américaines ont développé plus de technologies propriétaires que *start-up* françaises et européennes. Sur la période 1996-2006, la dépense en Europe a stagné autour de 1,8 % du PIB alors que celle des États-Unis a été de près de 2,75 % (graphique 23). Seule l'Allemagne se démarquait des autres pays européens avec une moyenne de près de 2,5 % de son PIB à la recherche et le développement, secteurs privé et public confondus.

Graphique 23 : Evolution de la part du PIB consacrée à la Recherche et Développement dans les pays de l'OCDE de 1981 à 2006



Source : OCDE (2007).

Cela suggère que le vieux continent peine à passer d'une stratégie de *follower* à une stratégie de *leader* dans lequel les entreprises innovantes ont un rôle central. Le cas de l'Allemagne est très intéressant puisque nous avons montré précédemment que le développement du capital risque dans le pays était limité pendant les années quatre-vingt et que la croissance récente des opérations de *venture capital*. Ce repositionnement de l'Allemagne dans le développement de l'innovation s'explique en notamment par l'évolution de sa culture du risque. Selon Röhling et Multhaupt (2005) environ 85 % de ces dépenses étaient destinées aux secteurs de l'automobile, de la chimie et des machines-outils. L'Allemagne est aussi un pays de premier plan pour les biotechnologies et les nanotechnologies. Cela lui permet d'intégrer des avancées de haute technologie dans ses produits de moyenne technologie et ainsi de dynamiser ses innovations industrielles.

Section 2 : Facteurs législatifs

Le cadre légal d'un pays exerce trois principaux effets sur ses flux de capital investissement. Nous montrons que d'une part, un marché du travail rigide freine le développement de l'activité et, que, d'autre part, que la présence d'incitations fiscales favorise au contraire la croissance de ces investissements. Enfin nous montrons que l'impact du degré de transparence comptable sur le capital investissement varie en fonction des segments considérés. Nous étudions ces trois impacts majeurs de l'environnement législatif d'un pays sur le capital investissement dans des sous-sections.

Sous-section 1 : Degré de rigidité du marché du travail et coûts unitaires de la main-d'œuvre

L'étude de Sahlman (1990), portant sur des opérations de capital risque réalisées entre 1980 et 1988 aux États-Unis, a été l'une des premières à montrer que le degré de rigidité du marché du travail représentait un obstacle majeur dans la croissance du capital risque et du capital développement. L'auteur montre que le fait que le degré de mobilité des salariés d'un pays dépend des mœurs et de l'environnement social des individus. Cela est particulièrement vrai au Japon, où le fait de quitter une entreprise est non seulement considéré comme déshonorant mais fait perdre également aux employés leur avantage lié à leur ancienneté (Hall, E. et Hall, M., 1994).

Dans ce contexte, le licenciement de l'employé dans une entreprise nouvellement créée compromet ses chances de trouver un nouvel emploi et cela peut même aboutir à une perte de son statut social. Par ailleurs, l'étude empirique de Jeng et Wells (2000) portant sur les investissements en capital risque et en capital développement réalisés dans 21 pays de l'OCDE sur la période 1986-1995, démontre que le degré de rigidités du marché du travail d'un pays est un indicateur pris en considération par les dirigeants de fonds de capital risque et de capital développement internationaux dans le processus de sélection d'opportunités d'investissements. Les auteurs proposent deux indicateurs permettant de mesurer le degré de difficulté auquel se retrouve confronté un employé qui désire quitter l'entreprise dans laquelle il travaille afin de rejoindre une *start up*. Le premier indice correspond au niveau de rigidité sur le marché du travail pour les postes qualifiés et le second indicateur correspond au pourcentage des employés travaillant depuis plus de dix ans pour la même entreprise. La

rigidité du marché du travail dépend de plusieurs facteurs dont l'indemnisation du chômage, la législation sur la protection de l'emploi, la réglementation des marchés de produits à caractère anticoncurrentiel, la fiscalité, les salaires minimums ou encore le taux de syndicalisation (Heyer, Plane et Timbeau, 2012). Les résultats de l'étude montrent que la rigidité du marché du travail réduit la mobilité des salariés et limite, par conséquent, les opportunités de recrutement de nouveaux employés par les fonds de capital risque et de capital développement.

Bonini et Alkan (2009) abordent le lien entre le taux de rigidité du marché du travail et les flux de capital risque et de capital développement sous un angle différent. Dans leur étude, les auteurs analysent les contraintes culturelles du marché du travail comme déterminant de la création d'entreprise par des entrepreneurs. Leur hypothèse est que la probabilité des employés de quitter leurs entreprises afin de créer leur propre société, est plus grande dans les pays où le degré de rigidités sur le marché du travail est faible que dans ceux où il est élevé. Le fondement de cette théorie est que la décision des employés de créer leur propre entreprise serait le fruit d'un arbitrage entre l'évaluation du profit espéré associée à leur projet et le montant de leur rémunération actuelle. Or, l'analyse du rendement espéré est associée au risque d'échec du projet qui dépend du degré de rigidité du marché du travail dans la mesure où en cas de faillite de l'entreprise nouvellement créée, la probabilité de l'entrepreneur de trouver rapidement un nouvel emploi est plus faible lorsque le marché du travail est rigide. Pour tester leur théorie, les deux auteurs utilisent un nouvel outil de mesure du degré de rigidité du marché du travail qui est l'indice de la « législation sur la protection de l'emploi » (LPE), calculé par l'OCDE et qui mesure la rigueur du cadre juridique régissant l'embauche et le licenciement des salariés. L'indice est obtenu à partir de 18 indicateurs couvrant trois grands domaines :

- Partie A : la protection de l'emploi des travailleurs réguliers contre les licenciements individuels.
- Partie B : la réglementation des formes temporaires d'emploi.
- Partie C : les conditions applicables aux licenciements collectifs.

Les marchés du travail des vingt et un pays de l'échantillon sont notés sur une échelle de 1 à 20. Le chiffre 20 est associé à un niveau de réglementation du marché du travail élevé.

Les résultats économétriques confirment que les rigidités du marché du travail exercent un effet négatif sur le volume des opérations de capital risque et de capital développement et que ce dernier s'accroît lorsque le degré de rigidité du marché du travail augmente. Bernoth, Colavecchio et Sass (2010) complètent ces analyses en étudiant l'impact du niveau des coûts unitaires de la main-d'œuvre sur les flux de capital investissement. L'étude empirique des auteurs est basée sur 14 pays européens sur la période 2001-2008. Elle montre qu'une hausse du taux de croissance des coûts unitaires du travail réduit le volume des opérations de capital investissement. Cela s'explique par le fait qu'un accroissement des coûts unitaires du travail abaisse la rentabilité des investissements. Les auteurs concluent qu'un taux de croissance des coûts unitaires élevé du travail abaisse l'attractivité d'un pays pour les opérations de capital investissement.

Sous-section 2 : Transparence comptable et incitations fiscales

La théorie de Jeng et Wells (2000) a pour hypothèse qu'un pays qui possède des règles comptables rigoureuses encourage l'essor du capital risque et du capital développement en privilégiant la transparence financière des sociétés. Selon les auteurs, une réglementation comptable stricte permettrait une réduction des coûts liés aux asymétries d'informations présents dans le cadre du financement de jeunes sociétés à fort niveau de risque. Afin de le vérifier, ils spécifient un modèle économétrique qui prend en considération le degré de la réglementation régissant la publication d'informations financières à travers un indice représentatif des entreprises cotées en bourse de caractéristiques similaires à celui des jeunes entreprises. Les résultats empiriques réfutent l'hypothèse des auteurs sur l'effet du degré de réglementation comptable sur le capital risque et le capital développement puisque le coefficient calculé est significativement négatif ce qui signifie qu'une transparence comptable élevée limite au contraire le volume de ces opérations. Ce résultat s'explique par le fait que l'absence de cette contrainte réglementaire est essentielle pour le capital risque et le capital développement puisque les sociétés financées sont détentrices d'une innovation encore non exploitée d'un point de vue commercial et que les informations relatives à l'entreprise sont, par conséquent, un avantage concurrentiel qu'il convient de ne pas diffuser.

L'analyse réalisée par Cumming et Johan (2005) montre, en dehors du capital risque et du capital développement, que la confiance des investisseurs institutionnels est plus importante, pour les autres segments du capital investissement, en présence d'une réglementation comptable plus stricte et qu'il en résulte un accroissement des montants investis par ces acteurs. Ce résultat est confirmé par l'étude de Cumming et Walz (2004) basée sur 5 000 transactions de LBO effectuées dans 39 pays qui montre qu'une réglementation comptable rigoureuse a un effet significatif et positif sur le rendement des opérations de l'activité. À titre d'exemple, l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley en 2002 d'améliorer la communication entre investissement et gérants de fonds de capital investissement en permettant de diminuer la probabilité de surévaluation des parts sociales par les dirigeants.

La littérature économique montre également que la fiscalité et plus particulièrement du degré de taxation des plus-values d'un pays exerce un impact sur l'intensité du capital investissement. L'étude de Poterba (1989) a été une des premières à montrer qu'une baisse du taux de taxation des plus-values entraînait un accroissement des engagements en capital risque. Toute chose étant égale par ailleurs, la diminution de l'imposition se traduit par une hausse du rendement net des investissements. Cette relation entre fiscalité, capital risque et le capital développement a été également validée dans des pays où ces activités étaient moins développées. L'étude de Aylward (1998) basée sur 410 opérations réalisées par 53 fonds de capital risque et de capital développement dans 19 pays de voie de développement montre que la mise place, progressive, d'incitations fiscales a permis une croissance régulière des levées de fonds effectuées en Chine de 1992 à 1995.

Section 3 : Facteurs économiques

Dans cette section, nous analysons trois déterminants économiques du développement des opérations de capital investissement. Il s'agit de la structure du marché financier du taux de croissance du produit national brut et du taux d'intérêt réel. Nous étudions chacun de ces points dans une section.

Sous-section 1 : Développement des marchés financiers

Les réformes réglementaires et les innovations financières de ces dernières années ont renforcé le lien entre les marchés financiers et le capital investissement. Dans un premier temps, nous montrons que le rendement des marchés boursiers intervient de façon significative dans la détermination de la performance des fonds de capital investissement. Puis nous mettons en évidence le fait que la liquidité des marchés financiers définit le volume des flux de capital investissement.

Sous-section 1.1 : Les rendements des marchés financiers

Plusieurs analyses attestent de l'existence d'une forte corrélation entre le rendement des marchés boursiers et celui des opérations de capital investissement. Dans le cadre du capital risque et du capital développement, Cochrane (2005) compare l'évolution de la performance d'entreprises américaines financées par des fonds de capital risque par rapport à plusieurs indices boursiers et constate que ces sociétés présentent des rendements similaires à celles cotées sur le NASDAQ. Cette tendance est confirmée par les résultats de l'étude empirique de Kaplan et Schoar (2005) qui montrent que le rendement moyen des fonds de capital investissement exonéré des honoraires des intermédiaires est sensiblement égal à celui de l'indice boursier *Standard et Poor's 500* basé sur les 500 plus grandes sociétés cotées sur les marchés boursiers américains. L'étude empirique de Phalippou et Zollo (2005) basé sur opérations de 700 fonds de capital investissement réalisées aux États-Unis et en Europe de 1980 à 2003 observe les mêmes résultats. Les résultats montrent que la performance moyenne des transactions de capital investissement varie positivement avec les cycles d'affaires économiques et les cycles des marchés financiers. Ils en déduisent que l'activité de capital investissement est pro-cyclique, c'est-à-dire qu'elle a tendance à suivre les évolutions conjoncturelles.

En complément, Gompers, Kovner, Lerner et Scharfstein (2006) testent l'hypothèse selon laquelle la corrélation entre les rendements boursiers et ceux du capital investissement permettrait aux acteurs du capital risque et de capital développement de détecter les opportunités d'investissement. Afin de le vérifier, les auteurs analysent les transactions de capital risque réalisées, aux États-Unis, par 1 084 fonds de capital risque et de capital développement dans 13 785 entreprises pendant la période 1975- 1998. Ils concluent que les

fonds de capital risque et de capital développement les plus expérimentés augmentent leurs investissements lorsque les signaux des marchés financiers indiquent une situation favorable. Dans le cadre des rendements des opérations de capital transmission/LBO, Renneboog, Simons, et Wright (2007) examinent les opérations de type « *public to private* » qui consiste à retirer des entreprises des marchés financiers et qui ont connu une forte croissance au cours de la décennie deux milles. L'étude empirique des auteurs est basée sur un échantillon de 181 privatisations réalisées au Royaume-Uni de 1997 à 2003 lors du mouvement baissier des marchés financiers. Ils observent, contrairement aux transactions de capital risque et de capital développement, la présence d'une corrélation négative entre le rendement des opérations de LBO et celui des marchés boursiers. Les auteurs désignent, l'adoption de la loi américaine de Sarbanes-Oxley de 2002 sur la réforme de la comptabilité des sociétés cotées et la protection des investisseurs, qui a eu pour effet d'augmenter les coûts des introductions en bourse, comme principale cause de cette corrélation.

Sous-section 1.2 : Liquidité des marchés financiers

Le second lien entre marché financier et opérations de capital investissement concerne la liquidité des marchés boursiers représentée par le volume des transactions des marchés financiers. La majorité des études empiriques analysant les déterminants du capital investissement s'accordent sur l'existence d'une corrélation positive entre le volume d'opérations de capital investissement et la liquidité des marchés financiers. Cette relation s'explique par la théorie du « cycle du capital investissement » de Gompers et Lerner (2001) qui simplifie le processus d'investissement en trois phases :

1. La levée de fonds.
2. L'investissement des capitaux dans des entreprises.
3. La vente des parts sociales.

Lors de la première étape, les fonds de capital investissement lèvent des capitaux auprès d'acteurs économiques, en excédant de liquidité, recherchant un rendement supérieur à celui des marchés financiers. Puis, les fonds de capital investissement analysent et sélectionnent les projets qui optimisent le mieux le couple rendement/risque et procèdent à l'achat de parts sociales dans plusieurs entreprises afin de diversifier leur portefeuille d'investissement. Enfin, lors de la troisième étape, les fonds de capital investissement convertissent les parts sociales

de leurs portefeuilles en monnaie courante. C'est à ce moment que les investisseurs encaissent le montant des plus-values réalisées. Ce stade est décisif pour les fonds de *private equity* pour deux raisons. D'une part, sur le plan financier, il permet aux dirigeants de fonds de bénéficier d'une rémunération indexée à la performance des opérations réalisées. D'autre part, le degré de réussite de sorties des opérations réalisées détermine également le réinvestissement des bénéficiaires dans de nouvelles prises de participations.

Par ailleurs, les études empiriques de Black et Gilson (1997, 1999) portant sur les opérations de capital investissement réalisées aux États-Unis, au Japon et en Allemagne montrent que l'effet de la liquidité des marchés boursiers sur le volume des flux de capital investissement dépend également de la nature des arrangements contractuels entre investisseurs et fond, et plus particulièrement de l'existence ou non de clause de sortie par le biais d'une OPA (Offre publique d'achat) dans la convention d'investissement signé par les deux parties au début du partenariat. Ce résultat est confirmé par le rapport de l'*European Investment Bank* (2001) qui met évidence l'importance de la liquidité des marchés financiers dans la détermination de l'offre de capital investissement. Il montre qu'une baisse de la liquidité des marchés financiers a pour conséquence de diminuer les probabilités de réussite des introductions en bourse des opérations de capital investissement et de ce fait les réinvestissements des bénéficiaires futurs dans de nouvelles participations. Enfin, le choix de l'introduction en bourse en tant que mode de sortie d'une transaction de capital investissement dépend de la capacité des marchés financiers à accueillir des sociétés dont la taille est parfois modeste (Pansard, 2007). L'*Alternative Investment Market* au Royaume-Uni et *Alternext NYSE* en France, constitue deux exemples de marchés financiers destinés aux PME européennes et qui favorisent les désinvestissements par introduction en bourse.

Sous-section 2 : Taux de croissance du produit national brut

Gompers, Lerner, Blair et Hellmann (1998) ont été les premiers à spécifier un cadre théorique, des déterminants en capital risque et de capital développement, prenant en considération le taux de croissance du produit national brut (PIB) en tant que facteur potentiel agissant sur le niveau d'investissement en capital risque et en capital développement. Dans leur étude, les auteurs analysent 765 investissements en capital risque et en capital développement réalisés, aux États-Unis entre 1972 et 1994. Les résultats empiriques de leur étude mettent en évidence

l'existence d'un effet positif et significatif du taux de croissance du PIB sur les opérations en capital risque et de capital développement. Cela s'explique par le fait qu'en période de croissance économique, le niveau de consommation de biens et services est élevé. Cette situation incite les entrepreneurs à créer de nouvelles entreprises et de nouveaux produits et services dans une recherche de profit. C'est cet accroissement du niveau d'entrepreneuriat qui provoque une hausse de la demande de fonds de capital risque et de capital développement.

Ce résultat a ensuite été validé par l'analyse de Jeng et Wells (2000) qui est basée sur un échantillon de 21 pays correspondant aux principaux marchés mondiaux du capital risque et de capital développement sur la période 1986-1995. Lounes (2012) compléta les analyses précédentes en examinant les données trimestrielles du capital risque américain de 1970 à 2008 par le biais d'une estimation d'un modèle vectoriel à correction d'erreur (MVCE). Cette spécification économétrique permet de mettre en évidence les propriétés de long terme de la dynamique de l'investissement en capital-risque et de procéder à leur mesure. Les résultats empiriques synthétisés dans le tableau 4 montrent qu'à long terme l'investissement en capital-risque américain est déterminé principalement par le PIB et le TRI. Les résultats empiriques synthétisés dans le tableau 4 montrent qu'à long terme l'investissement en capital-risque américain est déterminé principalement par le Produit Intérieur Brut (PIB) et le Taux de Rentabilité Interne (TRI). Le TRI est un taux d'actualisation qui annule la valeur actuelle nette (VAN) d'un investissement. Lorsque ce taux est supérieur à celui à exiger du projet compte tenu de son niveau de risque, il y a création de valeur et l'investissement est rentable. L'auteur constate qu'une augmentation de 1 % du PIB américain entraîne, toute chose égale par ailleurs, une hausse de 3,30 % de l'investissement en capital risque.

Tableau 4 : Estimation de la relation de cointégration

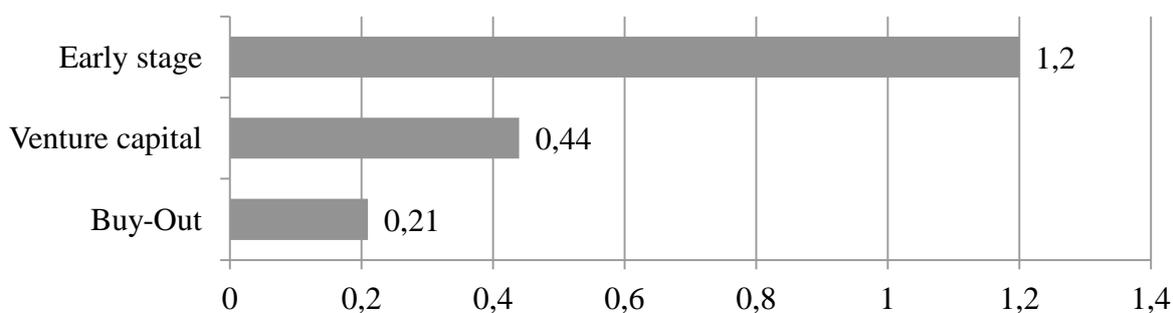
INV	PIB	TRI	TINR	NASDAQ	Constante
1,00	3,00** (2,39)	0,74*** (4,46)	0,30 (0,84)	0,13 (0,76)	48,89

*Lecture : Le coefficient de la variable INV est normalisé à 1. Les signes ***, **, * indiquent la significativité des coefficients au seuil de 1 %, de 5 % et 10 % respectivement. Les t-student sont mis en parenthèses.*

Source : Lounes (2012).

Meyer (2006) étudie la corrélation entre le taux de croissance du PIB et le niveau d'activité du capital investissement sur un échantillon de 20 pays européens de 1994 à 2005 en considérant trois segments du capital investissement que sont le capital amorçage (*early stage*), le capital risque et le capital développement (*venture capital*) et les opérations de LBO (*Buy-Out*). Les résultats économétriques montrent l'existence d'une corrélation significative et positive entre le taux de croissance du PIB et les flux de capital investissement qui varie en fonction des segments (graphique 24). Une augmentation de 0,1 % du PIB entraîne une hausse des investissements des LBO de 0,21 %, d'un accroissement de 0,4 % pour le *venture capital* et de 1,02 % pour l'*early stage*.

Graphique 24 : Taux de croissance en valeur des opérations de capital investissement par segment suite à une hausse de 0,1 % du PIB



Source : Meyer (2006).

Sous-section 3 : Taux d'intérêt réel

L'étude de Gompers, Lerner, Blair et Hellmann (1998), portant sur les opérations de capital risque et de capital développement réalisées aux États-Unis de 1972 à 1994, a été la première à analyser l'effet du taux d'intérêt de moins d'un an, sur les flux de capital investissement. Le postulat est qu'une hausse du taux d'intérêt des opérations de dépôts entraînerait une baisse de l'offre de capital risque des investisseurs. Afin de l'expliquer, les auteurs avancent deux hypothèses. Selon la première, un accroissement du taux d'intérêt réel se traduirait par une baisse des opérations de capital risque et de capital développement en augmentant l'attractivité des investissements concurrents à opérations tels que des obligations qui présente un niveau d'exposition au risque plus faible (Bernoulli, 1738). Selon la seconde hypothèse, l'augmentation du taux d'intérêt réel, limiterait les investissements en capital risque et de capital développement en étant à l'origine d'une hausse du coût du crédit et par conséquent d'une baisse des projets de créations et de croissance d'entreprises. Leurs résultats varient en

fonction de la nature des données considérées. Ils observent un impact négatif du taux d'intérêt réel sur le volume des engagements de capital risque et de capital développement lorsque les opérations de capital investissement sont analysées individuellement et un effet positif lorsque ces derniers sont agrégés. Il apparaît par conséquent que les transactions en capital risque et en capital développement puissent évoluer dans le même sens que celui des variations du taux d'intérêt réel et croître quand celui-ci augmente. Ce phénomène a d'ailleurs été observé par les auteurs aux États-Unis à la fin des années quatre-vingt. Le coefficient du taux de change réel fut cependant non significatif pour les études de Jeng et Wells (2000) portant sur 21 pays sur la période 1986-1995 et de Schertler (2003) menée sur 14 pays européens sur la période 1988-2000. L'étude de Romain et Van Pottelsberghe (2004), menée sur les opérations de capital risque réalisées dans 16 pays de l'OCDE sur la période 1990-2000, compléta les analyses précédentes en prenant une mesure du taux d'intérêt de court terme pour les crédits associés aux dépôts d'une échéance de moins d'un an ainsi qu'une mesure du taux d'intérêt de long terme pour les dépôts d'une durée de dix années.

Les résultats empiriques mirent en évidence un impact positif du taux d'intérêt sur les flux de capital risque tant sur le court terme que sur le long terme, bien que plus prononcé pour le second. Les auteurs suggérèrent que les investisseurs seraient plus sensibles que les entrepreneurs aux variations de taux d'intérêt et que leur degré d'aversion au risque augmenterait lorsque l'écart entre le taux d'intérêt de long terme et le taux d'intérêt de court terme s'accroîtrait. Cependant, l'étendue des données des auteurs ne leur permit pas de vérifier cette hypothèse dont le contrôle nécessite un échantillon d'une vingtaine d'années. En ce qui concerne les transactions du capital transmission/ LBO le rapport de l'Autorité des Marchés Financiers réalisé par Pansard (2007) montre qu'un faible niveau des taux d'intérêts réels favorise les opérations de LBO en diminuant le coût du crédit et en facilitant les rachats par l'effet de levier principalement financés par une dette bancaire. Cette hypothèse est confirmée par l'étude empirique Ljungqvist, Richardson, et Wolfenzon (2007) portant sur un échantillon de 2 274 LBO réalisés entre 1981 et 2000 et celle d'Axelson, Jenkinson, Stromberg et Weisbach (2008) menée sur un échantillon 1 157 LBO réalisés entre 1980 et 2008, dont 694 en Amérique du Nord et principalement aux États-Unis et 463 opérations dans 24 pays différents en dehors de l'Amérique du Nord, localisés essentiellement en Europe de l'Ouest qui révèlent l'existence d'une corrélation significative et négative du taux d'intérêt réel et de l'intensité des opérations de LBO.

Conclusion du chapitre 2

L'objectif de ce chapitre était d'analyser les facteurs qui déterminent l'apparition et le développement de l'activité de capital investissement dans une économie. Pour cela, nous avons confronté l'étude des théories économiques à celle des faits stylisés. Il apparaît que l'essor du capital investissement sur un territoire relève d'une combinaison « d'infrastructures » et de « superstructures » au sens de Marx (1859). Nous avons examiné trois catégories de facteurs d'ordres culturel, réglementaire et économique. Sur le plan des infrastructures, les déterminants économiques que sont les dépenses en recherche et développement, le coût unitaire de la main-d'œuvre, le développement du marché financier, le taux de croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) et le niveau de taux d'intérêt favorisent l'implantation et l'expansion du capital investissement.

Toutefois, la seule présence de ces infrastructures n'est pas suffisante et le rôle des superstructures est, tout aussi, sinon plus, important que celui des infrastructures dans le développement du secteur. Au niveau culturel, l'acceptation sociale du capital investissement est particulièrement fondamentale. Elle possède deux composantes. La première est le « capital esprit d'entreprise ». Il dérive selon Audretsch et Keilbach (2004) non seulement de la dynamique entrepreneuriale mais également du niveau de culture du risque présent dans le pays qui relève aussi de l'intégration des moyens de financement externes, autre que le crédit bancaire, que sont le capital investissement et les marchés financiers. La seconde composante est l'adéquation des principes des secteurs d'activité soutenus par le capital investissement et surtout par le capital risque avec les mœurs d'un pays.

Sur le plan législatif, la présence de rigidités sur le marché du travail constitue un frein au développement du capital investissement à deux niveaux. D'une part, elle limite les initiatives de création d'entreprises et, d'autre part, elle restreint la mobilité des salariés et, par conséquent, leur potentiel recrutement par des entreprises soutenues par le capital investissement. L'impact d'une réglementation comptable stricte sur le capital investissement dépend, quant à lui, du segment du secteur considéré. Cet effet est négatif pour les sociétés qui ont recours au capital risque qui sont des entreprises nouvellement créées pour lesquelles, la confidentialité des données s'avère essentielle.

Au contraire, un niveau de transparence comptable élevée, associé par les investisseurs à une gouvernance d'entreprise efficace, favorise les flux des trois autres segments du capital investissement que sont le capital développement, le capital transmission/LBO et le capital retournement. Ce chapitre met donc en évidence les raisons de l'hétérogénéité du marché mondial contemporain du capital investissement largement dominé par les États-Unis d'un point de vue géographique et par les opérations de *Leveraged Buy-Out* du point de vue de la segmentation du secteur.

Conclusion de la partie 1

Dans cette partie, nous avons défini les fondements de notre objet d'étude qui est le capital investissement. Notre approche s'est structurée en deux étapes, organisée chacune en un chapitre. Le premier a examiné la structure organisationnelle du capital investissement à travers trois axes que sont l'analyse de l'évolution de l'activité, de sa segmentation et de ses acteurs. Nous avons montré, par l'étude des flux du capital investissement moderne de sa naissance, après la Seconde Guerre mondiale, à nos jours que ce secteur possède une capacité d'adaptation aux chocs économiques. Sa segmentation particulière en fonction du cycle de vie de l'entreprise, qui s'est développée au fil des années, témoigne de sa faculté à réagir aux évolutions conjoncturelles. Les opérations de capital investissement peuvent être réalisées sous la forme de finance directe lorsque les investisseurs et les entreprises communiquent sans intermédiaire ou sous la forme de finance indirecte lorsqu'un tiers est mandaté par les investisseurs pour l'achat et la gestion des participations d'entreprises. Depuis, quelques années, deux nouvelles catégories d'intervenants proposent des services aux investisseurs et aux sociétés de capital investissement qui souhaitent réduire leur exposition aux asymétries d'informations du secteur. Il s'agit des agents et des conseillers spécialisés dans la gestion des bases de données sur l'activité de capital investissement et dans les prestations de conseils d'investissement ou encore dans la mise en relation.

Puis, nous avons analysé dans le deuxième chapitre les déterminants du capital investissement. L'étude de ses facteurs nous a permis d'expliquer l'hétérogénéité du marché mondial du capital investissement. Nous avons montré que la prédominance des États-Unis sur le plan international provient de son dynamisme économique, de son cadre réglementaire mais surtout de sa culture du risque qui constitue la clé de voûte de l'efficacité du modèle américain. La culture du risque inhérent à l'activité de capital investissement y est à considérer au sens large. L'émergence du capital investissement est la résultante d'une coopération étroite entre trois types d'acteurs que sont les entreprises, les investisseurs et le milieu académique. Au niveau agrégé, nous avons montré que le capital investissement a connu une forte croissance de ses investissements mondiaux en valeur et en volume en un demi-siècle. Le poids de ces transactions a suscité, lors des deux dernières décennies, de nombreuses interrogations sur l'impact du capital investissement sur l'économie examinée dans la deuxième partie de cette thèse.

Partie II - Les enjeux économiques de l'intégration du capital investissement

« The butcher, the brewer, or the baker intends only his own gain, and he is in this, as in many other cases, led by an invisible hand to promote an end which was no part of his intention. Nor is it always the worse for the society that it was no part of it. By pursuing his own interest he frequently promotes that of society more effectually than when he really intends to promote it. (Smith, 1776).

Introduction de la partie 2

Quel est l'impact micro-économique et macroéconomique du capital investissement ? Cette question fascine la littérature économique depuis plusieurs années et suscite également de nombreux débats. Cette analyse des enjeux de l'intégration économique du capital investissement s'avère indispensable compte tenu du durcissement de la réglementation de l'activité entamé depuis la crise des *subprimes*. Nous montrons dans cette partie, que les controverses sur les effets du capital investissement sur l'économie portent toutes sur le capital transmission/LBO mais que l'accroissement de la réglementation impacte l'ensemble du secteur. Pourtant, en 1989, Jensen prédisait que les opérations de *Leveraged Buy-Out* (LBO) étaient amenées à devenir la forme de management dominante des entreprises et la forte croissance de ce type de transactions lors de la dernière décennie semblait confirmer cette prédiction, toutefois, suite à la crise des *subprimes*, les LBO se sont retrouvés ces dernières années au cœur d'une polémique : ces transactions sont-elles une menace pour l'économie et faut-il par conséquent accroître leur niveau de réglementation ?

Cette focalisation des critiques du modèle de financement du capital investissement sur les opérations de LBO s'explique par leur prédominance dans la répartition des opérations de capital investissement. Nous avons montré dans le premier chapitre de ce travail que ces transactions représentaient plus de 70 % des flux mondiaux de capital investissement, en 2007, au début de la crise des *subprimes*.

Depuis, les LBO sont au centre des débats portant sur l'impact du capital investissement sur l'économie et la cible d'une argumentation, en faveur d'une plus grande réglementation du secteur⁵, qui repose sur trois piliers. Les opérations de LBO sont accusées d'abaisser la compétitivité des entreprises, de détruire des emplois et d'accroître le risque de faillite et de détresse financière des sociétés. Nous analysons dans cette partie le bien-fondé de cet argumentaire en confrontant les théories économiques aux études empiriques. Chaque argument est traité dans un chapitre. Le troisième étudie l'évolution de la compétitivité des entreprises du capital investissement par rapport aux concurrents de leur secteur. Puis, le quatrième chapitre examine l'incidence du capital investissement sur le marché du travail. Nous montrons, que la dimension temporelle est fondamentale tant pour la compréhension des effets du capital investissement sur la compétitivité des entreprises que pour ceux de l'impact du secteur sur l'emploi. Enfin, le cinquième chapitre analyse la relation entre capital investissement et le risque par deux approches. Tout d'abord, nous considérons les risques internes du secteur supportés par les investisseurs du capital investissement puis nous considérons le risque systémique que représente l'activité en elle-même pour la sphère réelle.

Nous montrons dans cette partie que les effets économiques des LBO sur les sociétés sont complexes et qu'il est important de dépasser les visions répandues d'angélisation ou de diabolisation de ces transactions afin d'appréhender pleinement leur véritable impact. D'un point de vue macroéconomique, les études empiriques révèlent que les LBO améliorent la compétitivité des entreprises, sont source de création nette d'emploi sur le long terme et réduisent le risque de faillite et de détresse financière des sociétés. Nous consacrons également une attention particulière aux LBO qui ont été réalisés sur l'intervalle d'années 2004- 2007 qui est considéré comme une période de surchauffe du marché en raison du grand nombre de transactions de plus d'un milliard de dollars USD, désignés sous le terme « *méga Buy-Out* », qui ont vu le jour dans un contexte de liquidité abondante et de faibles taux d'intérêt. Nous montrons que les prédictions d'importantes faillites de sociétés sous LBO émises depuis 2008 ne se sont pas réalisées à ce jour grâce à une capacité d'adaptation des fonds et des investisseurs qui ont mis en place des plans de refinancement de la dette de leurs entreprises afin de permettre à celle-ci de conserver leur efficacité opérationnelle et leur permettre de faire face aux imprévus résultants de la récession économique qui a fait suite à la crise (Birchall, 2013).

⁵ Les évolutions réglementaires du capital investissement sont étudiées dans le septième chapitre de cette thèse.

L'apparente résilience des LBO s'explique également par des spécificités de ces transactions telles que leur titrisation partielle qui constitue une différence par rapport aux crédits *subprimes* dont la titrisation avait été totale. Cependant, nous ne disposons pas actuellement du recul nécessaire qui nous permettrait d'exclure avec certitude la probabilité de détresse financière de certaines sociétés dont les LBO ont été réalisés entre 2004-2007 et dont les refinancements de leurs dettes sont prévus pour la période 2014-2016.

Chapitre 3 - Effets du capital investissement sur la compétitivité des entreprises

« As soon as stock has accumulated in the hands of particular persons, some of them will naturally employ it in setting to work industrious people, whom they will supply with materials and subsistence, in order to make a profit by the sale of their work, or by what their labour adds to the value of the materials. » (Smith, 1776).

Introduction du chapitre 3

L'objectif de ce troisième chapitre est d'analyser les effets du capital investissement sur la compétitivité des sociétés qu'elles soutiennent. À ce sujet, la littérature économique est partagée et ce thème fait l'objet d'un débat captivant. D'une part, les théories du niveau d'efficience soutiennent que l'organisation structurelle et la planification stratégique du capital investissement améliorent la performance des sociétés. Cette argumentation repose sur deux fondements. Il s'agit de l'accroissement de la compétitivité des entreprises résultant de la convergence des intérêts des investisseurs, des fonds et des entreprises et d'une optimisation de la croissance interne des sociétés qui est analysé au sens du Mercer Management Consulting (2005) comme étant la résultante de l'optimisation de quatre axes que sont la gestion de la technologie, le développement de compétences clés, le rythme de l'innovation et la communication stratégique. D'autre part, les théories relatives au poids de la dette affirment que le niveau d'endettement des sociétés sous LBO conduirait à une baisse de leur compétitivité puisque celui-ci limiterait leurs investissements, notamment dans de nouveaux projets de Recherche et Développement, après leur rachat afin de garantir leur capacité à honorer le remboursement de leurs prêts. Afin de départager les théories économiques et de déterminer l'impact réel du capital investissement sur la compétitivité des entreprises nous examinons les résultats de plusieurs études empiriques.

Ces dernières montrent que l'évolution des dépenses d'investissement, notamment en Recherche et Développement, dépend du segment du capital investissement étudié. Elles sont, pour les sociétés soutenues par le capital risque et par le capital développement, plus élevées que celles des concurrents de leurs secteurs. Cette dynamique se traduit par un nombre plus important de des dépôts de brevets associés à des innovations de rupture par les entreprises

qui ont recours au capital risque qui leur permet de se positionner en tant que *leader* sur leur marché. L'impact de l'endettement sur les frais d'investissement des sociétés sous LBO est plus contrasté. La baisse de ces dépenses n'est pas systématiquement observée après le rachat de l'entreprise et lorsqu'elle est observée, elle ne concerne que le court terme et la performance de la société n'est pas affectée. Au contraire, les sociétés sous LBO présentent un niveau de compétitivité supérieur à celui des autres entreprises de leur secteur d'activité. Ce gain de performance résulte d'une optimisation de leur croissance interne à partir de quatre piliers. Il s'agit de la gestion de la technologie, du développement de compétences clés, du rythme de l'innovation et de la communication stratégique. Cette démarche s'applique aux trois domaines de l'entreprise que sont l'opérationnel, l'organisationnel et le stratégique. La redéfinition des objectifs de l'entreprise et des moyens mis en œuvre pour les atteindre est suivie d'un temps d'adaptation, des dirigeants et des employés aux nouvelles pratiques managériales, qui dure en moyenne deux années. Puis, vient une phase de croissance où le gain de compétitivité des entreprises provient d'un accroissement de sa capacité à créer de la valeur.

Après cette introduction, ce chapitre est structuré en deux sections. Dans la première nous analysons la controverse théorique des effets du capital investissement sur la compétitivité des entreprises. Puis dans une deuxième section, nous confronterons ces arguments théoriques aux faits à travers un examen des études empiriques portant sur cette problématique, et enfin, nous concluons.

Section 1 : Le débat théorique

Sur le plan théorique, deux théories s'affrontent. D'une part, les théories du niveau d'efficacité soutiennent que les sociétés qui ont recours au capital investissement acquièrent des avantages concurrentiels qui leur confèrent une supériorité en termes de compétitivité vis-à-vis de leurs concurrents. D'autre part, les théories relatives au poids de la dette affirment que le niveau d'endettement des sociétés sous LBO limite leurs investissements stratégiques notamment en recherche et développement abaissant ainsi leur niveau de compétitivité sur le long terme.

Sous-section 1 : Théories du niveau d'efficience

Deux principaux arguments sont au cœur des théories du niveau d'efficience, il s'agit du concept de convergence des intérêts et du principe de stimulation de la croissance interne. Les théories de convergence d'intérêt soutiennent que le *private equity* permet par une approche contractuelle et cognitive de résoudre les conflits d'intérêts entre investisseurs, fonds et entreprises. Les théories de la croissance interne considèrent, quant à elles, que le capital investissement est source d'élévation de la compétitivité des sociétés en stimulant leur capacité de développement. Ces deux points font chacun l'objet d'une sous-section.

Sous-section 1.1 : Théories de la convergence des intérêts

Il existe, traditionnellement, au sein des entreprises un conflit entre propriétaires et dirigeants, relatif aux flux de trésorerie, qui entrave l'optimisation des ressources de la société. Ce différend a pour effet de générer une baisse de la compétitivité des entreprises. La théorie des flux de trésorerie de Jensen (1989) pose les bases de la thèse de convergence des intérêts en s'intéressant à la façon dont les LBO parviennent à résoudre les conflits d'agence au sein des sociétés. L'auteur analyse, sur la base de la théorie de l'agence, la relation entre dirigeants et actionnaires au sein des entreprises américaines cotées en bourses ayant fait l'objet d'un rachat par LBO pendant la décennie quatre-vingt. Le principal est l'actionnaire, propriétaire de l'entreprise et de ses moyens de production et l'agent le dirigeant mandaté par l'actionnaire afin de gérer les moyens de productions de l'entreprise selon un principe de recherche de création de valeur. Il constate que les entreprises qui appartiennent à des secteurs d'activité stables et à faible croissance ont tendance à investir leurs liquidités excédentaires dans des projets non rentables (Stangeland, Morck et Daniels, 1995) et que les entreprises des marchés financiers rachetées par LBO présentent des niveaux de valeur actionnariale, de productivité et d'efficacité opérationnelle supérieurs à ceux des concurrents de leur secteur.

Il explique que les arrangements mis en place par les fonds LBO, permettent d'éviter une grande partie des pertes financières liées aux conflits entre actionnaires et dirigeants sans éliminer la fonction vitale de diversification du risque proche du fonctionnement des marchés boursiers. Ce niveau de performance des entreprises rachetées par LBO résulte également de l'implication « d'investisseurs actifs », qui acquièrent de grandes participations au sein des entreprises, siègent aux conseils d'administration et prennent part aux procédures de contrôle

et de gestion. Les structures financières fortes des LBO, telle que les contrats entre actionnaires et créiteurs qui limitent la subsidiation croisée des unités commerciales et l'utilisation non optimale de flux de trésorerie, permettent une meilleure gestion des ressources. Par ailleurs, conformément aux principes de la théorie financière moderne, l'optimisation du profit n'est plus axée sur la maximisation du bénéfice par action mais sur la maximisation de la valeur de l'entreprise à travers les flux de trésorerie. Jensen prédit alors que les LBO pourraient devenir la forme de management prédominante des entreprises en estimant que toute chose étant égale par ailleurs, la mise en application du modèle des LBO permettrait à une société sous LBO d'obtenir à partir d'une même dotation en capital humain, en ressources financières et physiques une performance supérieure à celle qu'elle avait avant son rachat.

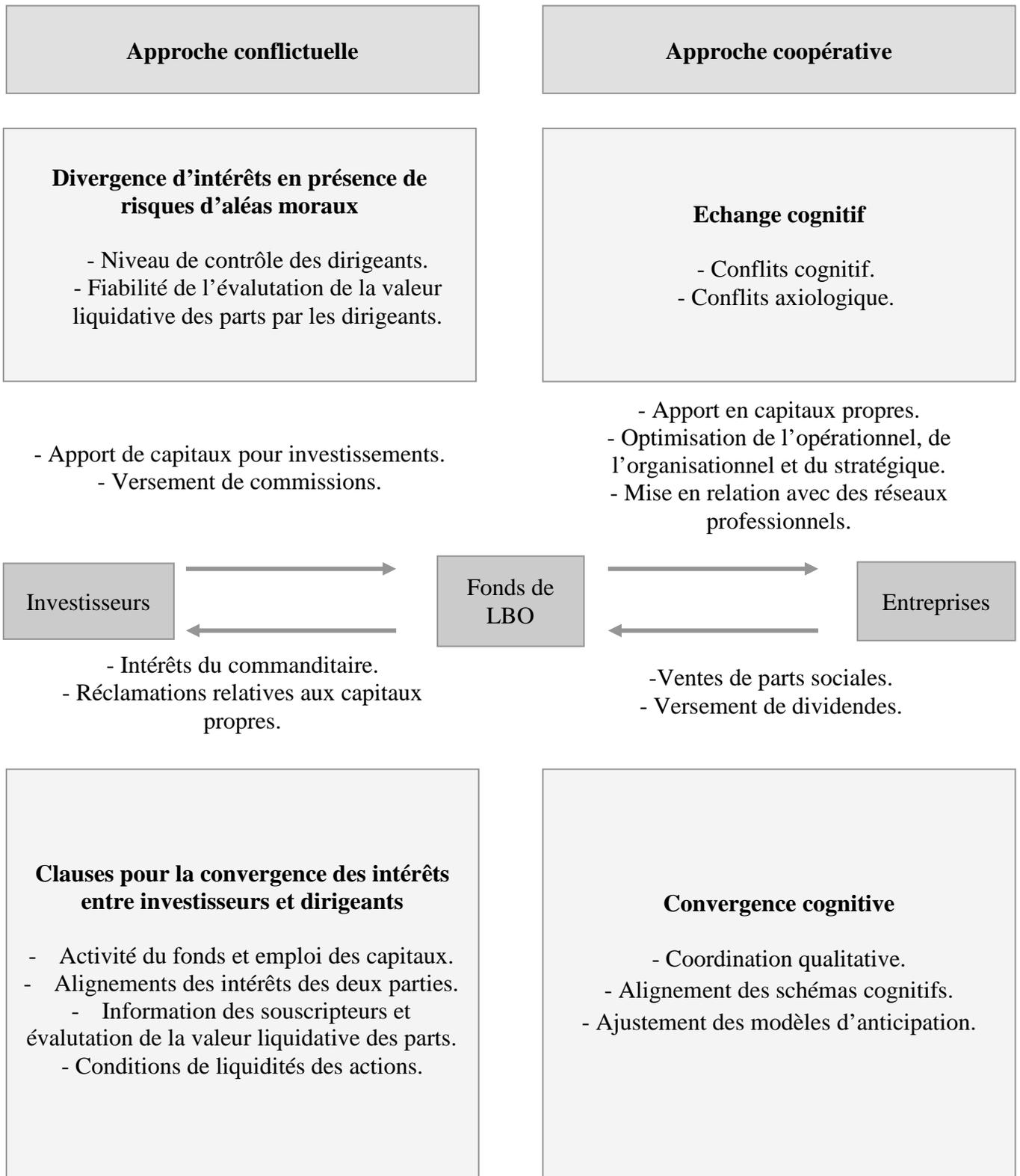
Toutefois, l'analyse de la relation de gérance déléguée du capital investissement à travers le prisme de la théorie des flux de trésorerie présente ses limites dans la mesure où les arrangements contractuels mis en place au sein de l'activité de capital investissement bien qu'efficaces n'éliminent pas complètement les conflits d'agence liés aux risques d'aléas moraux du dirigeant. C'est pourquoi les théoriciens de l'approche cognitive proposent de compléter l'approche contractuelle par une analyse de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants sous un autre angle que celui du postulat du caractère opportuniste du dirigeant. Ainsi, Gomez et Marion (1997) proposent de compléter la perception de la théorie de l'agence par une analyse de la relation entre les actionnaires et les investisseurs dans une optique de collaboration plutôt que de confrontation. Cette nouvelle démarche se base sur la théorie des conventions. Il s'agit de concilier la relation conflictuelle entre les investisseurs et les gérants issus de la théorie de l'agence et l'aspect coopératif développé par Amblard, Bernoux, Herreros et Livian (1996).

Alors que les théories contractuelles analysent les gains et les coûts de l'entreprise en considérant l'information comme pierre angulaire de la répartition de valeur, la théorie cognitive énoncée par Stévenot (2005) privilégie quant à elle, la connaissance en tant que facteur clé de création de valeur résultant d'un effet de synergie et de réduction de coûts. Cette méthode s'intéresse davantage au processus de création de l'information qu'à son usage. Elle consiste à considérer la connaissance comme produit brut et l'information en tant que produit fini après transformation. Selon Charreaux (2003) la gouvernance d'entreprises est génératrice d'avantages concurrentiels provenant d'une dimension autre que celle de la

convergence des intérêts financiers puisque les gains de l'entreprise se situent au niveau de « la coordination qualitative, de l'alignement des schémas cognitifs et des modèles d'anticipation ». Ces avantages résultent du fait que les acteurs du capital investissement sont des investisseurs actifs, ce qui signifie que leurs implications dépassent le simple apport financier. Ainsi, leur engagement au sein des entreprises participe directement au processus de création de valeur.

La figure 8 modélise la complémentarité des deux approches dans l'organisation du capital investissement. En amont, l'approche contractuelle structure la relation entre actionnaire et dirigeant, elle permet grâce à la mise en place de clauses contractuelles de réduire les conflits d'intérêts liés aux risques d'aléas moraux du gérant. En aval, l'approche coopérative est destinée à stimuler l'échange cognitif entre les acteurs du capital investissement et les entreprises dans une recherche de maximisation du processus de création de valeur.

Figure 8 : Résolution des conflits d'intérêts au sein des entreprises sous LBO selon les approches conflictuelle et coopérative



Source : Auteur.

Sous-section 1.2 : Théories de la croissance interne

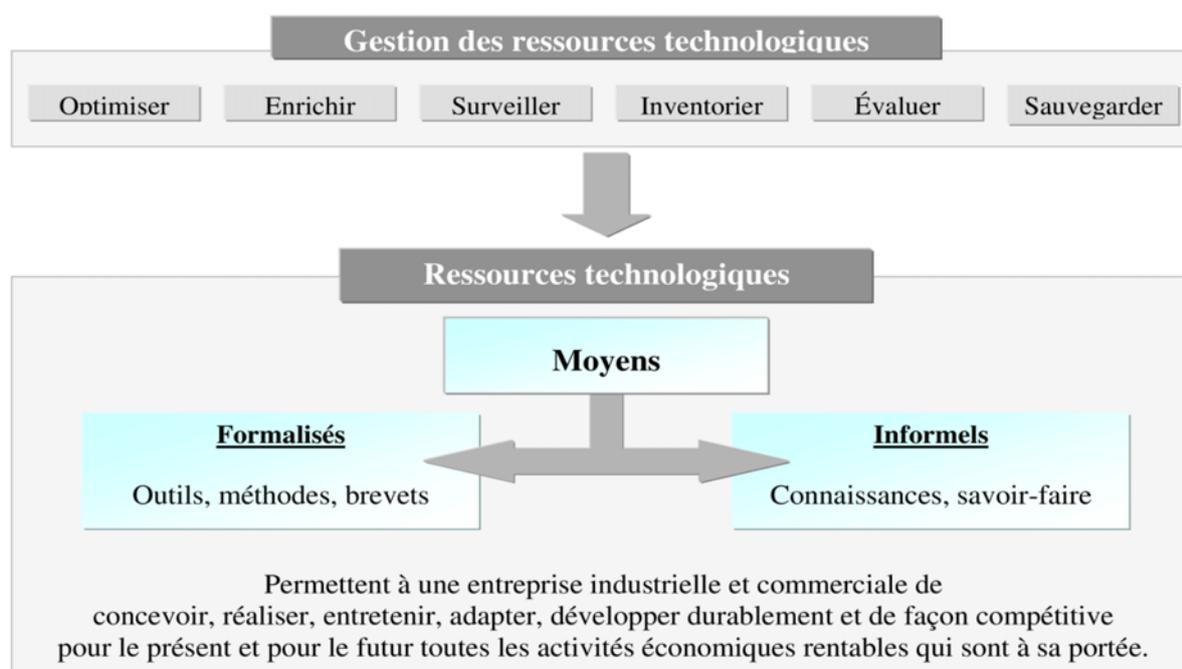
Second pilier de la thèse du niveau d'efficacité, les théories de la croissance interne soutiennent que la structure financière mise en place au sein des entreprises par les fonds de capital investissement permet un accroissement de la compétitivité des sociétés. Elles contredisent, par conséquent, le théorème de Modigliani et Miller (1958) qui affirme que dans un monde où il n'y a pas de frictions sur les marchés des capitaux, sans impôts et sans coûts de transaction, que la valeur de l'actif économique d'une entreprise serait indépendante de paramètres de sa structure financière tels que sa liquidité interne, son niveau d'endettement et sa gestion des dividendes. Ce théorème a été complété par Modigliani et Miller (1963) une première fois par l'intégration de la fiscalité des entreprises, puis une seconde fois par Miller (1977) par la prise en considération de l'imposition des investisseurs particuliers avec à chaque fois les mêmes conclusions que celles du théorème initial, à savoir d'indépendance entre la structure financière d'une entreprise et sa valeur économique.

Nous examinons dans cette sous-section les moyens mis en place par le capital investissement pour accroître la compétitivité des sociétés par la croissance interne. Celle-ci s'oppose à la croissance externe qui résulte d'un accroissement de la taille d'une entreprise par fusion ou acquisition d'une nouvelle société dans la mesure où elle provient de l'optimisation de l'ensemble des ressources de l'entreprise. L'étude « *BDO Private Equity Survey 2010/2011* » réalisée par l'agence comptable internationale BDO (2011) auprès des principaux acteurs du capital investissement anglais qui met en évidence les principales stratégies envisagées par les fonds pour l'année 2011. Elle montre que 52 % des fonds font le choix de la maximisation du profit de leurs entreprises par le biais d'une croissance interne, 36 % par une réduction des coûts ou une restructuration et 13 % par acquisition d'autres sociétés. L'étude révèle également que la croissance interne des entreprises explique 50 % des rendements des fonds de capital investissement et que la capacité de ces fonds à créer de la valeur dans leurs portefeuilles de sociétés constitue un critère de sélection des fonds déterminant dans le processus de décision des investisseurs.

Le but de l'optimisation de la croissance interne est la maximisation du chiffre d'affaires par le volume des ventes ou par une hausse des prix dans le cadre d'une stratégie de différenciation par le haut des produits ou services qui consiste à proposer aux clients une gamme de biens ou de prestations de services qui se distingue des offres concurrentes par un

niveau de qualité supérieur. L'institut de l'entreprise Mercer Management Consulting (2005) distingue quatre piliers de la croissance interne. Le premier fondement de la croissance interne est la gestion de la technologie, c'est-à-dire l'ensemble des savoir-faire qui organisent le processus de production. Le rôle de la technologie est crucial dans un environnement concurrentiel où les *leaders* sont les entreprises qui développent les méthodes techniques les plus efficaces et évolutives du marché (Porter, 1986). Morin (1991) définit l'innovation comme un facteur stratégique de compétitivité des entreprises qui déterminent les deux compétences clés du succès : la qualité de gestion des ressources technologiques et la stratégie commerciale. La figure 9 modélise la gestion des ressources technologiques.

Figure 9 : Gestion des ressources technologiques selon Morin



Source : Morin (1991).

Le second facteur de la croissance interne est lié au premier, il s'agit du développement de compétences-clés. Plus particulièrement, de la capacité des employés à utiliser les ressources technologiques pour créer des innovations. Penrose (1959) fut la première, dans sa théorie de la firme, à étudier l'idée selon laquelle la croissance d'une entreprise pouvait résulter d'une volonté de recherche de nouvelles connaissances. Cette approche a été ensuite approfondie par l'étude d'Hamel et Prahalad (1994) des compétences clés en tant qu'atouts concurrentiels

propres à une entreprise. Les auteurs basent leur théorie sur la supériorité, en termes de performance, des entreprises japonaises face à leurs concurrents, notamment américains, pourtant mieux établis sur leurs marchés. Les exemples sont nombreux et concernent différentes industries, la photographie avec Canon face à Kodak puis Xerox, l'automobile avec Toyota face à Ford ou la construction et les mines avec Komatsu face à Caterpillar. Dans chacun de ces cas, les entreprises japonaises ont utilisé leurs capacités d'innovation afin de présenter aux consommateurs de nouveaux produits à des prix compétitifs pour un niveau de qualité semblable à ceux de leurs concurrents. Cette dynamique d'innovation leur a permis d'acquérir de nouvelles parts de marché en défiant les *leaders* de leur secteur sur leur territoire tant économique que géographique.

Le troisième levier de croissance interne, est le rythme de l'innovation. Il s'applique tout d'abord au processus de production à travers la « stratégie fondée sur le temps » (en anglais « *time-based competition* ») défini par Stalk et Hout (1990). Cette théorie place le rythme d'introduction par une entreprise de nouveaux produits sur le marché comme facteur clé de succès. Cet objectif requiert un degré de dynamisme au niveau de conception des produits et de leur production mais également de leur distribution. L'adoption de cette stratégie par plusieurs entreprises concurrentes peut conduire à des situations d'hypercompétition mis en évidence par d'Aveni (1995). Ce type de situation est fréquent sur le secteur des technologies de l'information où l'intensification du rythme d'introduction des innovations qui a eu lieu ces dernières années a entraîné une obsolescence plus rapide des produits. Dans ce type d'environnement économique, la capacité de l'entreprise à faire évoluer en permanence son offre de produit est un avantage concurrentiel. Le rythme d'innovation s'applique également au domaine stratégique de l'entreprise, c'est-à-dire au renouvellement des modèles stratégiques. L'innovation stratégique est alors le facteur de réussite clé qui nécessite l'élaboration non seulement d'une offre de produits mais aussi d'un processus de production ou d'une qualité de service propre à l'entreprise (Porter, 1996).

Le quatrième déterminant de la croissance interne est le développement de la communication stratégique par l'optimisation du dialogue entre l'opérationnel, l'organisationnel et le stratégique. Son objectif est la mise en place d'un modèle stratégique capable de mettre en évidence ses propres failles. Cette approche, permet à l'entreprise de considérer ses points forts et ses points faibles et ainsi d'évoluer constamment.

Pour qu'elle soit efficace, la planification stratégique doit être en adéquation avec la réalité quotidienne du processus de production. Les retours d'expérience de l'opérationnel désignés sous le terme de « *feedback* d'information » sont décisifs car ils permettent de corriger la stratégie initialement définie et de l'améliorer. Il est également envisageable que la réalisation du processus stratégique se fasse de manière inversée lorsque la stratégie émerge de l'opérationnel (La Ville et Mounoud, 2005).

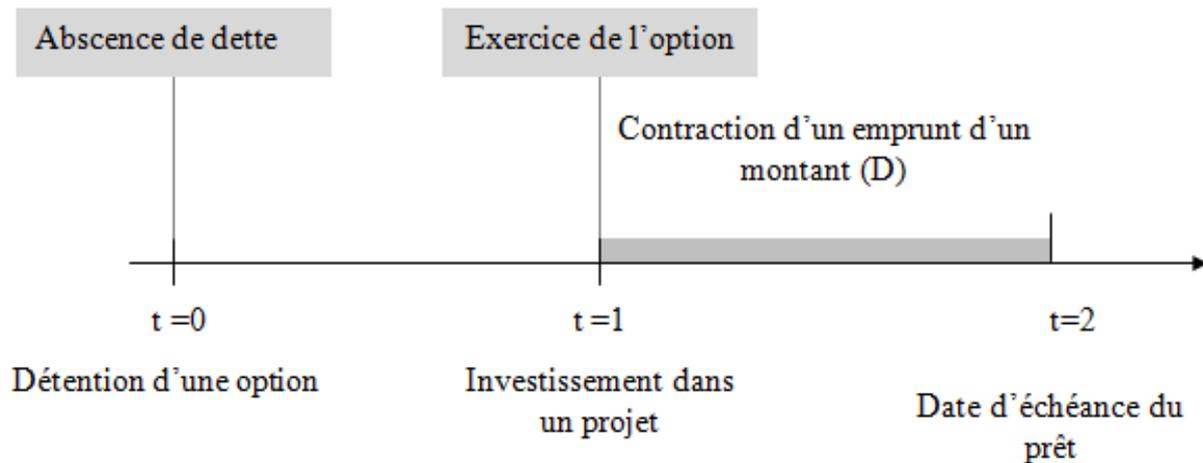
Sous-section 2 : Théories relatives au poids de la dette

Les théories portant sur le poids de la dette portent sur l'impact des LBO sur la performance des sociétés sur le long terme. Elles affirment que la pression liée au remboursement de l'emprunt associé au rachat des entreprises exerce un effet négatif sur la compétitivité de ces sociétés en étant à l'origine d'une baisse de leurs investissements dans des projets rentables (Chevalier et Scharfstein, 1996). Toutefois, les LBO n'affecteraient pas de la même façon les dépenses d'investissements des sociétés publiques et des sociétés privées. Selon Kaplan (1989) et Smith (1990) cet impact serait plus fort pour les entreprises publiques, ayant recours aux LBO, qui auraient davantage tendance à investir dans des projets non rentables. Au contraire, les entreprises privées présenteraient un fort niveau de croissance interne et augmenteraient leur niveau de politique d'investissement après le LBO.

Ces théories considèrent également que les LBO provoqueraient une réduction des investissements en recherche et développements des entreprises après leur rachat. Deux arguments sont avancés pour justifier ce dernier point. D'une part, les opposants aux opérations de LBO estiment que cet effet serait dû au poids de la dette, d'autre part, les partisans des LBO soutiennent, quant à eux, que ce résultat s'expliquerait par le fait que les entreprises ayant recours au LBO présenteraient un profil nécessitant un faible niveau d'investissements en R & D du fait de leur localisation au stade de maturité de leur cycle de vie. En marge des théories du poids de la dette, Myers (1977) porte un regard particulier sur le taux d'endettement des sociétés en montrant qu'un faible niveau d'investissement sur le long terme peut paradoxalement être dans l'intérêt des actionnaires. L'auteur constate que dans certains cas, les propriétaires des entreprises choisissent délibérément de ne pas financer certains projets dont le bénéfice serait pour les créanciers (figures 10 et 11).

Figure 10 : Décision d'investissements dans un projet en absence d'endettement

Situation 1 :

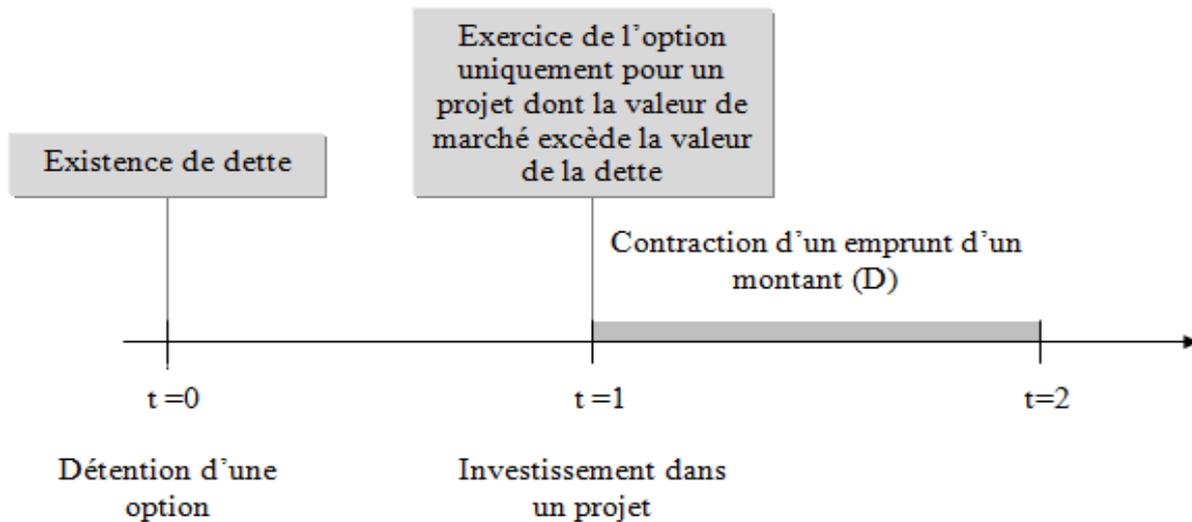


Source: Myers (1977).

Lecture : En $t=0$, l'entreprise est détentrice d'une option qui lui permet d'emprunter pour le financement d'un projet d'investissement et qu'elle peut exercer ou non en $t=1$. En fonction de son niveau d'endettement, deux situations sont envisageables. Dans la première situation, l'entreprise n'a pas d'emprunts au sein du bilan en $t=1$. Cette absence d'endettement incite les actionnaires à exercer leur option pour le financement d'un projet d'investissement d'un montant D et d'une valeur actualisée nette (VAN) positive. Dans ce cas la valeur actuelle des flux de trésorerie générés par le projet est supérieure au coût de financement.

Figure 11 : Décision d'investissements dans un projet en présence d'endettement

Situation 2 :



Lecture : Lors de la seconde situation, la société est déjà endettée en $t=1$ et les actionnaires ont intérêt à accepter un nouveau projet de financement, c'est-à-dire à s'endetter davantage, uniquement si la valeur de marché de cet investissement excède la valeur de la dette (D).

Source: Myers (1977).

Contrairement aux théories du poids de la dette, l'approche de Myers (1977) explique donc la baisse de la politique d'investissement des LBO par une décision volontaire des actionnaires résultant d'un arbitrage basé sur la valeur de marché des projets d'investissements. Elle montre qu'il est tout à fait envisageable que les actionnaires des sociétés sous LBO refusent des projets d'investissement présentant pourtant une VAN positive si l'augmentation de valeur générée par le projet profite principalement aux créanciers obligataires de l'entreprise. Afin de déterminer les effets du capital investissement sur la compétitivité des entreprises sur le moyen terme et sur le long terme nous analysons dans la prochaine section des études empiriques réalisées sur le sujet.

Section 2 : Analyses empiriques de l'impact du capital investissement sur la performance des entreprises

Cette section examine les études empiriques des effets du capital investissement sur la performance des entreprises. Nous considérons les analyses qui portent sur un horizon temporel de moyen terme puis de long terme.

Sous-section 1 : Sur le moyen terme

Plusieurs études ont analysé l'incidence du capital investissement sur la compétitivité des sociétés à moyen terme. Celle d'Ueda et Hirukawa (2003) valide cet impact du capital investissement sur le taux de croissance de la productivité totale des facteurs (TFP) dans le cadre des opérations de capital risque et de capital développement réalisées aux États-Unis de 1965 à 2001. Leurs résultats empiriques indiquent l'existence d'une corrélation positive et significative du capital risque sur la productivité sectorielle des sociétés. Puis, dans une étude ultérieure, Ueda et Hirukawa (2006) déterminent le sens de la causalité de la relation. Ils montrent que l'entrée des capital risqueurs au sein de l'actionnariat des entreprises se traduit par un accroissement du taux de croissance de la productivité de ces sociétés. Ils concluent que ce gain de performance provient d'une substitution des facteurs de production qui consiste à utiliser moins de main-d'œuvre au profit d'une plus grande utilisation d'énergie et de matériaux.

L'analyse de Romain et Van Pottelsberghe (2004) portant sur un échantillon plus important de 16 pays de l'OCDE sur la période 1990-2000) aboutit à la même conclusion. Les auteurs y estiment une fonction de production où la variable expliquée est le niveau de productivité des facteurs et les variables explicatives sont différents niveaux de stock de capital :

- stock de *venture capital* domestique.
- stock de capital-*R & D* privé.
- stock de capital-*R & D* public.

Leurs résultats empiriques montrent que le rendement marginal du stock de *venture capital* domestique est de 3,33, alors que ceux des stocks de capital *R&D* privé et public sont respectivement de 1,99 et 2,69. Cela signifie qu'un accroissement du stock de capital risque domestique d'un euro se traduit par une augmentation du niveau d'output de 3,33 euros.

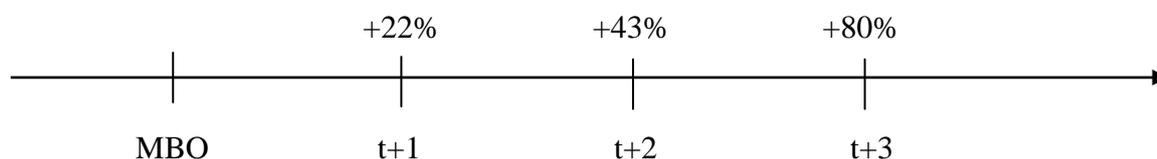
L'importance de ce taux s'explique par le fait que les opérations de capital risque portent principalement sur des projets à haut niveau de risque mais également à forts rendements. Par ailleurs, les auteurs constatent que le capital risque exerce un effet positif sur la productivité des facteurs de façon directe mais également indirecte puisqu'il stimule la productivité des stocks de capital-*R & D* privé et public en étant à l'origine d'un accroissement de la « capacité d'absorption des connaissances de l'entreprise » qu'ils désignent sous le terme d'effet de « cristallisation ». L'impact du capital risque et du capital développement sur la compétitivité des entreprises se mesure également par les produits innovants qu'elles émettent sur leur marché comme le montre l'étude de Gompers et Lerner (1999) qui constatent que les brevets déposés par ces sociétés portent principalement sur des innovations de rupture qui sont des innovations capables de remplacer une technologie *leader* sur un marché. Ce résultat est complété par l'étude de Kortum et Lerner (2000) qui examinent des données sectorielles américaines sur la période 1965-1992 afin d'estimer une fonction de production, expliquant le nombre de brevets déposés par le niveau des dépenses de *R & D* en fonction des engagements capital risque et en capital développement. Les résultats empiriques des auteurs montrent que les sociétés soutenues par ces fonds qui représentent moins de 3 % des dépenses en *R & D* ont été à l'origine de 8 % des brevets déposés aux États-Unis sur la période considérée.

Dans le cadre des LBO, l'étude d'Opler (1992), basée sur 44 grandes entreprises appartenant à la liste *Forbes Private*, met en évidence l'existence d'un effet positif des LBO sur la compétitivité des sociétés qui se manifeste par un accroissement du ratio EBE/Ventes durant les deux années après le rachat et par une augmentation du ratio EBE /Nombre d'employés. Au contraire, l'analyse de Long et Ravenscraft (1993), qui compare l'évolution des dépenses en *R & D* de 198 entreprises sous LBO par rapport à celles de 3 329 entreprises non LBO, confirme l'effet anticipé des LBO sur les investissements en *R & D*. Leurs résultats empiriques montrent que les sociétés sous LBO diminuent en moyenne de 40 % leurs investissements en recherche et développement. Cependant cette réduction n'a pas d'effet significatif sur la performance des entreprises. L'analyse de Lehn et Poulsen (1989), portant sur un échantillon de 263 opérations de rachat d'entreprises réalisées aux États-Unis entre 1980 et 1987, qui s'inscrit dans le prolongement des théories de convergence d'intérêt entre actionnaires et dirigeants, montre que le montant de la prime payée lors de la transaction a été positivement et significativement corrélé au niveau des fonds discrétionnaires sur la période considérée.

Par ailleurs, il apparaît que cet effet a été plus prononcé pour les transactions réalisées entre 1984 et 1987, période de forte croissance des LBO aux États-Unis, durant laquelle les dirigeants d'entreprises ont choisi de verser de forts dividendes aux actionnaires afin de se protéger du risque de prise de contrôle représenté par les tentatives d'acquisitions hostiles particulièrement importantes à ce moment. L'étude de Yeh (2012) réalisée à partir de 62 LBO réalisés au Japon entre 2000 et 2007 met également en évidence le fait que l'accroissement de valeur des sociétés cibles provient d'une gestion plus efficiente des actifs de ces entreprises et d'une baisse des coûts opérationnels. L'étude de Kaplan (1989) portant sur 48 acquisitions de type «public to private» effectuées par MBO, aux États-Unis, de 1980 à 1986 complète la compréhension des résultats des analyses ultérieures en montrant que la sortie des entreprises de la cotation des marchés boursiers est généralement accompagnée d'une réorganisation de l'actionnariat où les dirigeants rachètent les parts des actionnaires minoritaires.

Ce résultat valide l'hypothèse de Jensen et Meckling (1976) qui affirmait qu'un fort degré de détention du capital des sociétés par les dirigeants permettait d'augmenter le niveau d'implication des dirigeants. En moyenne l'accroissement du pourcentage de parts détenu est de 4 % pour le président et le directeur général et de 9,96 % pour les autres dirigeants de l'entreprise. Cette plus grande implication des dirigeants dans le management des sociétés permet une amélioration de la trésorerie nette de l'entreprise qui participe au remboursement de la dette. L'effet positif sur la performance s'apprécie à travers l'évolution de deux indicateurs, le *cash flow* opérationnel et le *cash flow* net. Le premier croît, en moyenne, de 24 % la troisième année après le MBO (figure 12).

Figure 12 : Evolution moyenne du Cash flow des entreprises net trois ans après leurs LBOs



Lecture : Ce schéma synthétise l'évolution moyenne du cash flow net pendant les trois années qui suivent le rachat.

Source: Kaplan (1989).

L'analyse de Lichtenberg et Siegel (1990) complète les précédentes en examinant l'évolution de la productivité d'entreprises, dont les LBO et les MBO ont été réalisés aux États-Unis, sur la période 1972-1988. L'indice retenu est le *Total Factor Productivity* (TFP). Il exprime la productivité en fonction du ratio output/input. Son intérêt est de fournir une mesure de la productivité qui pondère les inputs intervenant dans la production en fonction de leur importance. L'indicateur obtenu définit le niveau d'*output* en unité pour un niveau d'*inputs* donné. Il est calculé ainsi :

$$TFP = output / total\ input\ (L, K)$$

— où L est *labour input* (nombre d'heures travaillées).

— et K est le *capital input* (stock net réel d'installations et d'équipements).

Les résultats empiriques montrent que le taux de croissance des sociétés sous LBO est supérieur de 14 % à celui des entreprises concurrentes évoluant sur le même marché sur la période 1981 à 1986. La productivité des entreprises sous *Management Buy-Out* (MBO) donc rachetées sans endettement par des cadres de la société, augmente, quant à elle, de 8,3 % rapport à la moyenne industrielle sur les trois ans qui suivent l'opération. Ces résultats confirment l'hypothèse de stimulation de la croissance interne en montrant que l'amélioration de la compétitivité des entreprises sous LBO et sous MBO provient d'une optimisation de la gestion des ressources et notamment d'une plus grande valorisation de la rémunération du travail qualifié.

L'étude de Liebeskind, Wiersema et Hansen (1992), qui compare la performance de 33 entreprises américaines sous LBO par rapport aux concurrents de leur secteur explique la compétitivité ces sociétés par quatre catégories de réformes organisationnelles structurelles que sont :

— La réduction de l'effectif de l'entreprise.

— La redéfinition des axes stratégiques.

— La réorganisation des portefeuilles d'activités.

— La modification des caractéristiques industrielles du portefeuille d'activité.

Afin de mesurer l'impact des LBO sur la rentabilité, Long et Ravenscraft (1993) analysent l'évolution de la performance de sociétés cotées et non cotées dont le total du bilan excède 25 millions de dollars USD. Ces entreprises représentent 85 % du marché du LBO. La démarche des auteurs consiste à comparer la performance de 209 sociétés avant et après la réalisation du LBO par rapport à 48 rachats sans effets de levier. Les résultats de l'étude empirique indiquent une hausse de la performance opérationnelle qui se concrétise par une hausse de 15 %, en moyenne, du ratio associé au niveau d'exploitation pendant les trois années qui suivent le rachat. Le maintien de ce taux au-delà de la troisième année suivant le LBO montre que les effets de ces acquisitions dépassent le court terme. Cela nous amène à la question suivante : le capital investissement améliore-t-il réellement la compétitivité des entreprises sur le long terme ? Nous apportons par l'analyse de nouvelles études empiriques, des éléments de réponses à cette question dans la prochaine sous-section.

Sous-section 2 : Sur le long terme

Plusieurs études examinent l'impact du capital investissement sur la compétitivité des entreprises sur le long terme. L'analyse de Lewellen et Roden (2000) sur 107 entreprises ayant eu recours au LBO de 1981 à 1990 aboutit à une conclusion différente de celle de Kaplan (1989). Les résultats empiriques des auteurs montrent que les dépenses d'investissements diminuent de 50 % un an après le rachat par effet de levier. Cependant, l'effet des LBO sur la politique d'investissement s'inverse à partir de la seconde année et les investissements croissent de façon régulière jusqu'à retrouver le niveau auquel ils étaient un an avant le LBO pour ensuite le dépasser lors de la troisième et de la quatrième année.

L'étude de Von Drathen et Faleiro (2008) analyse l'impact des LBO sur la compétitivité des sociétés sur le long terme en comparant l'évolution de 128 sociétés précédemment sous LBO au Royaume-Uni à celle de 1 121 entreprises témoins non LBO sur la période 1990-2006. Les résultats des auteurs montrent que les rendements bruts des entreprises anciennement sous LBO surpassent ceux des concurrents de leur secteur sur les cinq périodes considérées (tableau 5 et graphique 25). Les sociétés sous LBO ont produit un rendement moyen « *buy and hold* » de 30,96 % lors de la première année après leur introduction en bourse post-LBO qui a atteint 99,63 % après cinq ans.

Lorsque ces rendements sont ajustés par les rendements pondérés des marchés financiers leur moyenne reste positive exceptée lors de la quatrième année (graphique 26), mais ils ne sont significativement différents de zéro uniquement que pour les deux premières années. La moyenne des rendements ajustés du risque est significative au seuil de 10 % pour les cinq années suivant l'introduction en bourse des sociétés anciennement sous LBO. Les coefficients alpha suggèrent que la performance des entreprises sous LBO dépasse celle du marché en moyenne de 0,3 % par mois lors des cinq années après le départ des fonds LBO.

Tableau 5 : Performance des entreprises sous LBO et des sociétés non LBO

	12 Mois		24 Mois		36 Mois		48 Mois		60 Mois	
	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
PANEL A : Entreprises sous LBO										
N	124		116		99		88		86	
Rendements bruts	30.96 (0.00)	24.63 (0.00)	58.97 (0.00)	34.54 (0.00)	65.86 (0.00)	33.18 (0.00)	61.42 (0.00)	44.84 (0.00)	99.63 (0.03)	31.44 (0.00)
Rendements ajustés au marché	19.95 (0.00)	14.83 (0.01)	30.17 (0.01)	5.33 (0.07)	21.50 (0.13)	-10.46 (0.14)	-3.44 (0.43)	-23.37 (0.01)	22.15 (0.34)	-48.29 (0.01)
Jensen Alpha	1.20 (0.00)	1.29 (0.00)	0.73 (0.00)	0.54 (0.00)	0.40 (0.03)	0.28 (0.04)	0.36 (0.02)	0.47 (0.02)	0.26 (0.06)	0.14 (0.15)
FF2 Factor Alpha	1.05 (0.00)	1.06 (0.01)	0.72 (0.01)	0.59 (0.00)	0.42 (0.03)	0.26 (0.04)	0.40 (0.01)	0.44 (0.01)	0.29 (0.05)	0.30 (0.10)
FF3 Factor Alpha	1.90 (0.00)	1.49 (0.00)	0.98 (0.00)	0.89 (0.00)	0.64 (0.00)	0.44 (0.01)	0.68 (0.00)	0.48 (0.00)	0.26 (0.07)	0.28 (0.03)

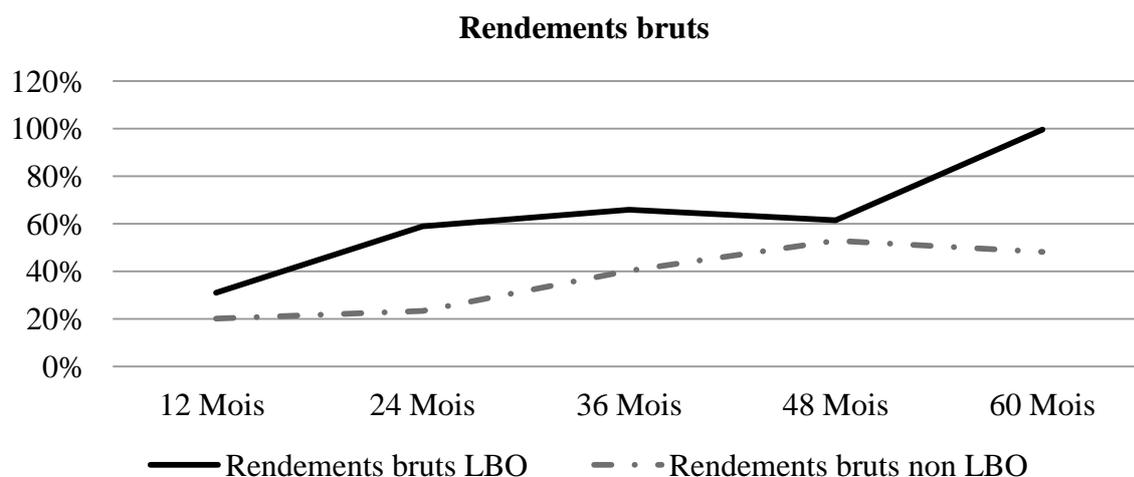
Source : Von Drathen et Faleiro (2008).

	12 Mois		24 Mois		36 Mois		48 Mois		60 Mois	
	Moyenne	Médiane								
Panel B : Sociétés non LBO										
N	124		116		99		88		86	
Rendements bruts	20.04	1.28	23.35	-12.21	40.29	-15.05	52.83	-23.72	48.17	-33.32
	(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.14)	(0.00)	(0.34)	(0.00)	(0.02)	(0.00)	(0.27)
Rendements ajustés au marché	10.35	-8.89	1.89	-31.49	9.07	-43.71	14.81	-54.51	6.36	-66.19
	(0.00)	(0.00)	(0.33)	(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.05)	(0.00)	(0.24)	(0.00)
Jensen Alpha	0.65	0.15	-0.08	-0.18	0.17	0.03	0.40	0.28	0.22	0.20
	(0.00)	(0.09)	(0.29)	(0.09)	(0.01)	(0.32)	(0.00)	(0.01)	(0.02)	(0.14)
FF2 Factor Alpha	0.63	0.24	-0.09	-0.20	0.17	0.06	0.42	0.29	0.25	0.21
	(0.00)	(0.04)	(0.27)	(0.09)	(0.09)	(0.39)	(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.06)
FF3 Factor Alpha	1.99	1.02	1.01	0.51	1.03	0.65	1.15	0.77	0.46	0.26
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)

Lecture : L'échantillon se compose d'introduction en bourse de 128 LBO et de 1 121 sociétés non LBO réalisées entre janvier 1996 et décembre 2006. N désigne le nombre d'introduction en bourse réalisé au cours d'une période. Les rendements bruts correspondent aux rendements des titres acquis par les investisseurs selon une stratégie de « buy and hold » qui consiste à acheter des actions et à les conserver au sein de son portefeuille d'investissement sur une longue période quelles que soient les fluctuations du marché. Cinq périodes d'investissement sont considérées, elles sont comprises entre 12 et 60 mois et correspondent aux moments où les investisseurs procèdent à la sortie de leurs désinvestissements. Les rendements ajustés au marché correspondent aux rendements bruts corrigés à partir des rendements FTSE All Share Index sur la même période. Les Jensen Alpha sont les tendances par des régressions de séries temporelles spécifiques à chaque entreprise à partir des rendements excédentaires mensuels de chaque entreprise par rapport au FTSE All Share Index sur la même période. FF2 factor Alpha sont des tendances similaires, estimés à partir des deux facteurs Fama-French que sont RMRF et HML. FF3 Factor Alpha utilise les trois facteurs Fama-French que sont RMRF, HML et SMB. Niveaux de significations bilatérales de la moyenne sont basés sur les tests de student et ceux inférieurs à la médiane sur les tests de Wilcoxon. Les rendements sont exprimés en pourcentages et le prix des actions sur la base du 30 septembre 2007.

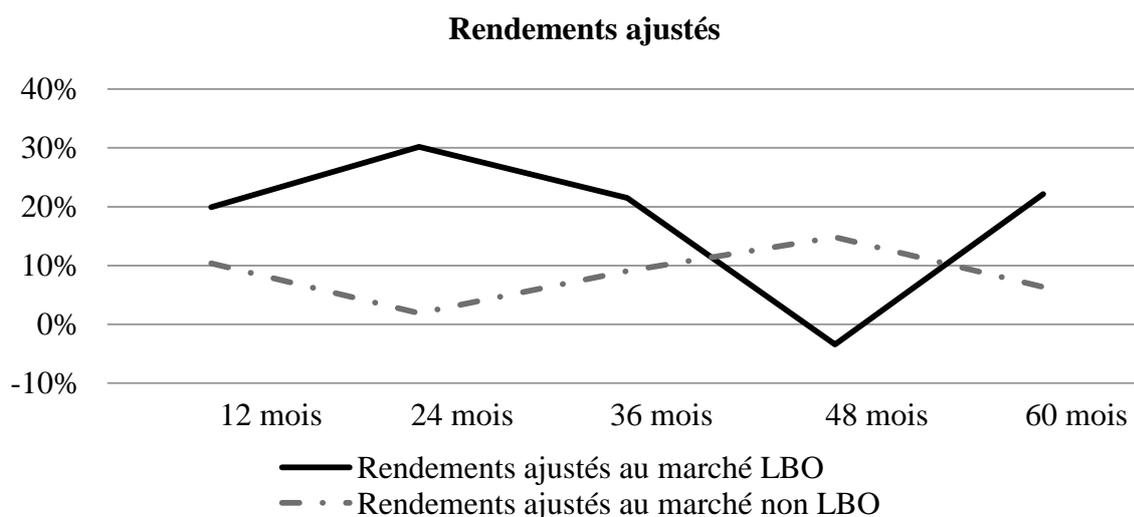
Source : Von Drathen et Faleiro (2008).

Graphique 25 : Rendements bruts des sociétés sous LBO et non LBO



Source : Von Drathen et Faleiro (2008).

Graphique 26 : Rendements ajustés des sociétés sous LBO et non LBO



Source : Von Drathen et Faleiro (2008).

Breton (2008) parvient à la même conclusion à partir d'un échantillon de LBO réalisés en France et au Royaume-Uni entre 1995 et 2004. L'auteur distingue l'effet sur la compétitivité des RLBO, pour « *Reverse Leveraged Buy Out* » qui sont des acquisitions par LBO de sociétés initialement coté en bourse, puis retiré des marchés financiers lors de leur rachat et de nouveau réintroduite sur les marchés boursiers lors de la phase de désinvestissement, de celui des LBO classiques.

Il constate que les performances des entreprises sous RLBO et de celle sous LBO classique ont été, en moyenne, après trois ans, respectivement de 1,32 et 1,27 fois celle du portefeuille benchmark, qui correspond aux entreprises du CAC 40 pour la France et à celles du FTSE 100 pour le Royaume-Uni. Un rapport récent de la Banque de France (2011) analyse la performance économique de 74 entreprises moyennes, réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 30 millions d'euros et dont les LBO ont été initiés en 2006. Les résultats de l'étude montrent que près de 43 % des entreprises moyennes ont enregistré une hausse de leurs *cash-flows* après LBO. Cette amélioration de leur performance opérationnelle résulte de trois facteurs : la progression du chiffre d'affaires (59 %), la rationalisation des charges (53 %) et l'allègement des besoins en fonds de roulement (53 %). Le canal de remontée des *cash-flows* libres à la *Holding* de tête est prioritairement le versement de dividendes. Il est suivi de l'intégration fiscale et la facturation des charges d'intérêts.

Conclusion du chapitre 3

L'objectif de ce chapitre était de déterminer l'impact du capital investissement sur la compétitivité des entreprises. Notre démarche a suivi une approche pluridisciplinaire conciliant l'analyse des théories économiques et celle des études empiriques portant sur ce thème. Nous avons mis en évidence le fait que les sociétés soutenues par le capital risque et par le capital développement possédaient une dynamique de recherche qui se traduisait par un plus grand nombre de dépôts de brevets que ceux réalisés par les concurrents de leurs secteurs. Les nouveaux produits émis par ces sociétés portent sur des technologies de rupture capable de remplacer celle actuellement *leader* sur le marché.

Puis, nous avons montré qu'il existe au sein de la littérature économique une controverse théorique à propos de l'impact des LBO sur la performance des sociétés. D'une part, les approches conflictuelle et coopérative des théories du niveau d'efficacité affirment que le capital investissement accroît la compétitivité des entreprises en favorisant la convergence des intérêts des différents acteurs de l'entreprise. L'approche conflictuelle explique que la mise en place de clauses dans les contrats de capital investissement résout les conflits traditionnels entre actionnaires et dirigeants concernant la gestion des flux de trésorerie en limitant les risques d'aléas moraux des gérants. L'approche cognitive démontre quant à elle que la structure du capital investissement favorise la coordination qualitative, l'alignement des schémas cognitifs et l'ajustement des modèles d'anticipation des entreprises et des fonds de capital investissement.

Ces trois actions participent à une convergence cognitive, entre les dirigeants des sociétés et les gérants de fonds de capital investissement, qui génère des avantages concurrentiels pour les sociétés soutenues par le capital investissement. En opposition à ces arguments, les théories du poids de la dette soutiennent que le niveau d'endettement des sociétés sous LBO entrave leur compétitivité en limitant leurs investissements stratégiques. Il ressort de l'analyse des études empiriques examinant le lien entre LBO et compétitivité des entreprises que nous avons menée que les théories du poids de la dette et celles du niveau d'efficacité expliquent en fait toutes les deux l'impact des LBO sur la compétitivité des entreprises. À court terme, en moyenne un à deux ans après le rachat, l'hypothèse des théories du poids de la dette, est validée.

Toutefois, la diminution des frais d'investissement n'exerce pas d'impacts significatifs sur la compétitivité des sociétés cibles à court terme. Puis, cet effet s'inverse dès la deuxième année après le LBO. Les deux étapes de cette évolution s'expliquent par le fait que les sociétés rachetées sous LBO ont besoin d'un temps d'adaptation afin de se familiariser aux nouvelles mesures managériales mises en place par le rachat. Une fois, ce délai écoulé, l'instauration de ces dispositions se concrétisent dès le moyen terme par une plus grande compétitivité qui se poursuit sur le long terme.

Deux facteurs sont à l'origine des gains de performance des sociétés qui ont recours aux LBO. D'une part, conformément aux théories des flux de trésorerie et à l'approche contractuelle des théories de convergence des intérêts, le modèle managérial des fonds de LBO permet une résolution des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants qui se traduit par une gestion plus efficace des ressources de l'entreprise synonyme d'économies de coûts. D'autre part, l'échange cognitif résultant de la gouvernance d'entreprise des sociétés par les fonds de LBO se traduit par l'élévation de la compétitivité des sociétés et par une maximisation de la capacité de ces dernières à créer de la valeur.

Cette recherche d'une plus grande efficacité des entreprises découle de l'application des quatre piliers de la croissance interne que sont la gestion de la technologie, le développement de compétence clés, le rythme de l'innovation et la communication stratégique. L'objectif de cette démarche est de stimuler le développement des sociétés en optimisant la gestion de leurs ressources financières, de leur capital physique et de leur capital humain. Cette redéfinition des axes stratégique, organisationnel et opérationnel des sociétés accroît la performance des entreprises qui ont recours au capital investissement dès le moyen terme.

Chapitre 4 - Impact du capital investissement sur emploi

« Private equity is both a job creator and job destroyer [...] Part of what private equity does is making companies more efficient, which may mean cutting jobs. But you can create value by growing faster or doing things better, which can increase jobs »

(Kaplan cité par Insights, 2007).

Introduction du chapitre 4

Ce chapitre analyse la nature des effets du capital investissement sur l'emploi. Cette question constitue un point central de notre réflexion qui porte sur la pertinence du modèle de financement du capital investissement. Nous proposons dans ce chapitre, une approche comparative des théories et des études empiriques où nous identifions les enjeux, en termes d'emploi, de l'intégration économique du capital investissement. Les coûts et les gains correspondent respectivement aux créations et aux destructions d'emplois réalisées au sein des entreprises. En outre, nous proposons une théorie qui étudie un aspect de l'impact du capital risque sur l'emploi jusque-là occulté. La plupart des analyses économiques portant sur les effets de ce segment du capital investissement sur le marché du travail ne présentent que les créations d'emplois qui en résultent. Notre contribution rappelle que les innovations produites par les sociétés soutenues par le capital risque génèrent des destructions d'emplois par le biais du progrès technique. Cet effet est, toutefois, difficile à mesurer compte tenu de l'hétérogénéité des répercussions indirectes que peuvent avoir des innovations sur leur secteur ou sur d'autres pans d'activité.

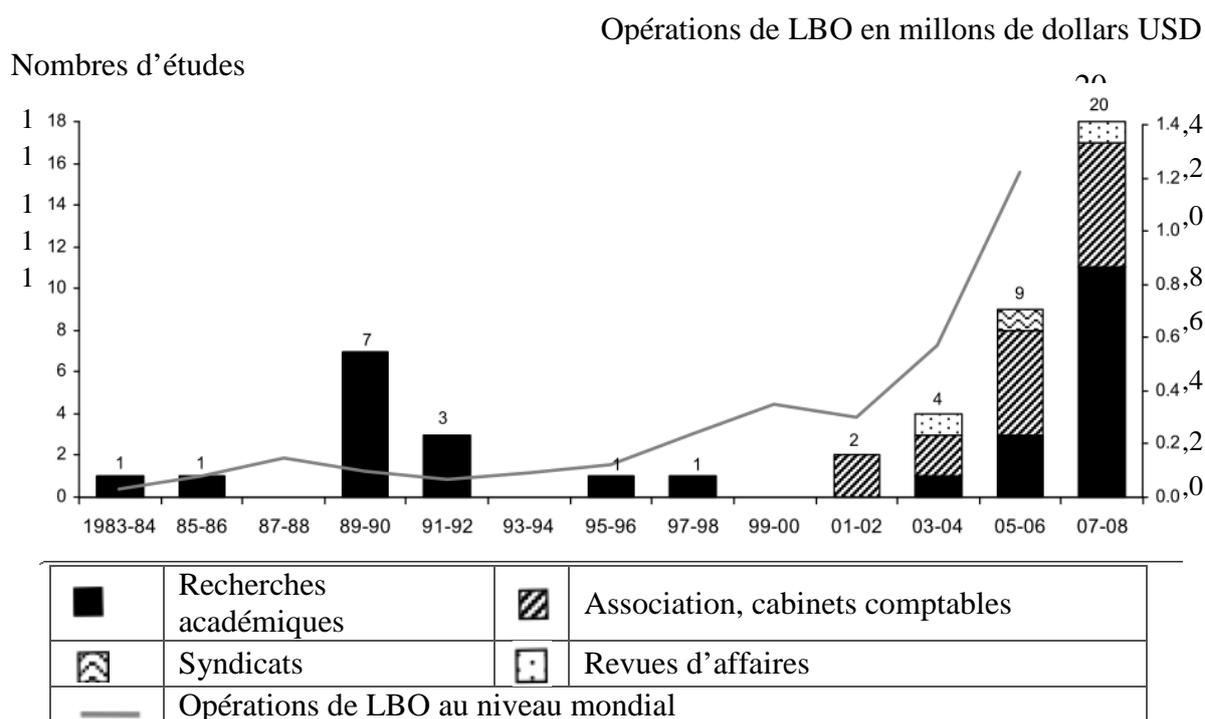
Ce chapitre est organisé en deux sections. Dans la première, nous examinons les fondements théoriques qui portent sur les effets du capital investissement sur le marché du travail. Nous montrons que sur ce thème, les théoriciens économiques sont, de nouveau, partagés. Au fil des années, deux grands courants de pensée ont mené un véritable débat exposant chacun à leur tour leurs arguments. Cette controverse porte essentiellement sur la nature des gains de compétitivité des sociétés sous LBO. D'une part, les théories de transfert de richesse expliquent la performance des entreprises sous LBO par des réductions de coûts d'exploitations résultant d'une détérioration des conditions de travail ou de suppressions de postes.

D'autre part, des théories de création de valeur soutiennent que l'accroissement de la croissance interne des sociétés qui ont recours au capital investissement leur permet de créer de nouveaux emplois. Contrairement aux autres analyses économiques portant sur le sujet, nous mettons en évidence la complémentarité des théories de transferts de richesse et de celles de création de valeur dans la compréhension de l'impact du capital investissement sur l'emploi. Nous montrons que les arguments des théories de transferts de richesse sont validés pour les entreprises sous LBO sur le court terme. La mise en place des quatre piliers de la croissance interne, que sont la gestion des ressources technologiques, le développement de compétences clés, le rythme de l'innovation et la communication stratégique, se traduit, en général, par une suppression des emplois non productifs un an après le LBO. Cependant, à partir de la deuxième année l'accroissement de la compétitivité des entreprises résultant de l'instauration des nouvelles mesures managériales se concrétise par la création de nouveaux postes. Puis, lors de la troisième année, la hausse de l'effectif des entreprises se poursuit en raison du maintien de la croissance interne et celles-ci deviennent créatrices nettes d'emplois.

Section 1 : La controverse théorique

La problématique des effets du capital investissement sur l'emploi fait l'objet d'une controverse au sein de la littérature économique. L'intérêt de la recherche académique pour cette thématique a débuté à la fin des années quatre-vingt avec la publication de quelques articles lorsque le marché américain du LBO a connu sa première vague de croissance (graphique 27). Après cette première série d'études, l'intérêt pour ce sujet s'est affaibli et il n'y a eu que quelques rares articles publiés jusqu'en 2001. Puis, lors de la dernière décennie le débat a gagné, de nouveau, en intensité tant au niveau économique que politique en raison de la croissance mondiale en volume et en valeur des flux de capital investissement et plus particulièrement de ceux des opérations de LBO.

Graphique 27 : Nombre d'études empiriques analysant l'impact du capital transmission/LBO sur l'emploi de 1983 à 2008



Lecture: Le nombre total d'études est de 49. La période 2007-2008 inclut deux études de l'année 2009. La catégorie Association/Cabinets comptables inclut les études réalisées par des Institutions académiques pour ces sociétés (6 études).

Source: Lutz et Achleitner (2009).

En 2005, le vice-chancelier allemand Franz Müntefering déclara à propos des fonds de LBO « *They stay anonymous, faceless, descend upon firms like swarms of locusts, eat them up and move on. These are people with no respect at all for rules and limits, and it is against this form of capitalism that we are fighting* ». Ces critiques sur l'impact du capital transmission/LBO sur l'emploi ont suscité une vive discussion entre économistes, professionnels, médias et syndicats en Allemagne puis, la controverse s'est étendue aux autres pays européens. Pendant la décennie 2000 les fonds de LBO et leurs investisseurs ont été accusés de s'enrichir en achetant des entreprises, en les endettant, en réduisant leurs effectifs, en les dépouillant de leurs actifs avant de les revendre rapidement (Haarmeyer, 2008). Ces critiques relatives au prétendu impact des LBO sur l'emploi ont été suivies d'une large publication de nouveaux articles récents sur le sujet. Au cœur de la polémique, deux positions s'affrontent. Nous distinguons, d'une part, les théories de transfert de richesse qui soutiennent que les LBO détruisent des emplois sans en créer de nouveaux (sous-section 1) et, d'autre part, les théories de la création de valeur qui affirment que les LBO et capital investissement, de façon plus général, sont créateurs nets d'emplois sur le long terme (sous-section 2).

Nous concilions ces théories en montrant leur complémentarité dans l'explication des effets du capital investissement sur l'emploi en dissociant les impacts du secteur sur le marché du travail sur le court terme de ceux observés sur le moyen terme et sur le long terme.

Sous-section 1 : Les théories de transfert de richesse

Les théories de transfert de richesse considèrent que les fonds LBO, dans leur quête de maximisation de la rentabilité des entreprises cibles, suppriment des emplois sans justification économique réelle et que les bénéfices engendrés par les entreprises après leur LBO résultent d'un transfert de richesse des salariés vers les nouveaux actionnaires. Cet argument se base sur la théorie de Shleifer et Summers (1988) qui soutient que les gains réalisés par les entreprises après leurs rachats sont essentiellement dus à des économies de coûts sur les charges de personnel. Les auteurs expliquent qu'il existerait des transferts de richesse des employés vers les actionnaires qui proviendraient du non-respect des contrats implicites relatifs aux salaires et aux avantages des employés par les nouveaux acquéreurs de la société. L'existence de ces transferts de richesse ne fait cependant pas l'unanimité. Elle a été remise en cause par la revue de la littérature des effets des LBO sur l'emploi réalisée par Palepu (1990) qui n'a trouvé aucun élément qui permet de prouver que les LBO seraient effectivement à l'origine de diminution de salaires ou de licenciements.

Si l'auteur observe bien que les sociétés sous LBO recrutent, en général, moins que les autres entreprises de leur secteur, il précise que cette caractéristique pourrait s'expliquer par une main-d'œuvre plus efficace. Afin de déterminer la présence ou non de transfert de richesse des employés vers l'actionnariat des entreprises après leur LBO, Ippolito et James (1992) analysent 278 opérations de LBO et les résiliations des plans de retraites des salariés réalisées entre 1980 et 1987. Les auteurs expliquent que dans le cadre des LBO, les nouveaux dirigeants de l'entreprise ont la possibilité de renégocier les contrats implicites des employés, de réduire le niveau des effectifs et des salaires afin de procéder à un transfert de richesse des employés vers l'entreprise. Ils concluent que l'attractivité des LBO dépendrait des anticipations des acteurs du marché sur les transferts de richesse qu'ils seraient possibles de réaliser au sein d'une entreprise après sa restructuration par LBO.

Selon le même raisonnement, Sentis (1998) explique que les réductions des effectifs des entreprises rachetées par LBO entraînent une baisse du montant des charges de personnel qui

se traduit par une diminution du rapport Charges de personnel/Valeur ajoutée et une hausse du ratio Résultat net/Valeur ajoutée. Il en résulte un fort accroissement de la rentabilité des capitaux propres de la société. Les théories de transfert de richesses expliquent donc la performance des entreprises sous LBO par des licenciements et des réductions de salaires réalisés après le rachat et considèrent que ce procédé pourrait aboutir, sur le long terme, à une baisse du niveau de confiance entre les employés et les actionnaires.

Sous-section 2 : Les théories de la création de valeur

Contrairement aux théories de transfert de richesse, l'hypothèse au cœur de celles de création de valeur est que la présence des acteurs du capital investissement au sein des sociétés permettrait une meilleure optimisation de la gestion des ressources qui se traduirait par la création de nouveaux emplois sur le moyen terme puis le long terme. Sous cet angle, l'accroissement du rendement des entreprises après leurs opérations de LBO proviendrait de la mise en application de nouveaux procédés financiers, managériaux et opérationnels.

Du point de vue de l'ingénierie financière, le financement du rachat des sociétés par une combinaison de dette senior et de dette mezzanine junior permettrait selon Jensen (1989) de diminuer les coûts d'agences liés aux flux de trésorerie. Par ailleurs, Heinkel et Zechner (1990) soutiennent que l'arrivée d'une nouvelle force managériale aurait deux effets. D'une part, l'optimisation des sociétés se manifesterait sur le court terme par une suppression des emplois non productifs immédiatement après le LBO. D'autre part, la définition de nouveaux objectifs stratégiques plus ambitieux se traduirait par un accroissement de l'efficacité de l'entreprise qui serait facteur de croissance et d'emploi dès le moyen terme. Wright, Hoskisson et Busenitz (2001) expliquent cette évolution, à partir du moyen terme, par le fait que les nouveaux dirigeants des sociétés sous LBO définissent une nouvelle culture de l'entreprise qui optimise son fonctionnement opérationnel et stimule son innovation stratégique. Kaplan et Strömberg (2008) complètent cette idée en considérant que, sur le plan de l'ingénierie opérationnel, les fonds de capital investissement mettraient, au-delà d'un simple apport financier, à disposition des entreprises leurs expériences et leurs savoir-faire dans des domaines variés tels que le marketing et la logistique et que cela permettrait de stimuler la productivité et la croissance interne de ces dernières.

Par conséquent, les théories de la création de valeur estiment, contrairement à celles de transfert de richesse, que la performance des entreprises soutenues par le capital investissement serait expliquée par le savoir-faire et les compétences des acteurs de ce secteur. Elles admettent que sur le court terme la mise en place de nouvelles pratiques et procédures opérationnelles peuvent entraîner des suppressions d'emplois mais soutiennent, toutefois, que sur le long terme la croissance interne des sociétés serait génératrice de nouveaux postes. Afin de départager ces deux théories, nous étudions dans la prochaine section les analyses empiriques de l'impact du capital investissement sur l'emploi dans un premier temps sur le court terme puis sur le moyen terme et le long terme.

Section 2 : Analyses empiriques de l'impact du capital investissement sur l'emploi

Dans cette section, nous examinons les études empiriques qui évaluent l'incidence du capital investissement sur le marché du travail. Nous considérons dans un premier temps les analyses qui se focalisent sur un horizon temporel de court terme, puis, celles qui portent sur le moyen terme et sur le long terme.

Sous-section 1 : Sur le court terme

La majorité des études empiriques examinant les incidences du capital investissement sur l'emploi sur le court terme portent essentiellement sur les opérations de capital transmission/LBO qui est la composante de l'activité qui est au cœur des polémiques. Plusieurs auteurs ont analysé l'effet des acquisitions d'entreprises réalisées par LBO sur l'emploi. Les résultats des analyses empiriques montrent que les LBO suppriment des emplois à horizon temporel court. Une des premières études à examiner ce sujet a été celle de Denis (1994) qui s'est intéressé à l'impact des acquisitions par LBO, effectués aux États-Unis pendant la période 1975-1984, sur le marché du travail. Ses résultats montrent qu'il y a, en général, une baisse significative du nombre d'employés de la société lors des acquisitions hostiles mais qu'il n'y a pas de relation significative entre la diminution de l'effectif des entreprises et les acquisitions amicales réalisées sur la période 1980-1984.

Cet effet des acquisitions hostiles sur l'emploi a été ensuite confirmé par les études de Conyon, Girma, Thompson et Wright (2001 et 2002) qui ont analysé l'évolution de l'offre de travail des entreprises rachetées par LBO aux Royaume-Uni sur deux périodes. Dans leur

première étude portant sur 249 fusions réalisées pendant la période 1983-1996, les auteurs ont montré que le processus de rationalisation des sociétés sous LBO se manifestait par un accroissement de leur niveau d'efficacité mais également par une diminution de leur offre de travail de 7,5 %. Toutefois, cette première analyse n'est pas parvenue à identifier de différences entre les acquisitions hostiles et celles qui sont amicales.

Puis, dans une seconde étude réalisée sur une période plus importante 1967-1996 Conyon, Girma, Thompson et Wright (2002) ont analysé 442 opérations de rachat effectuées par 277 entreprises au Royaume-Uni et ont confirmé les résultats de Denis (1994) de la présence d'un impact significatif et négatif des acquisitions hostiles sur l'offre de travail des sociétés. Le tableau 6 synthétise les résultats de cette étude. Sur l'ensemble de l'échantillon l'offre d'emploi des entreprises baisse de façon significative de près de 17 % après l'opération de rachat, pour les acquisitions hostiles et de 9 % pour les acquisitions amicales. Par ailleurs, l'effet du type d'acquisition dépend du niveau de l'effectif des entreprises. Les auteurs constatent que les sociétés ayant fait l'objet d'une acquisition amicale et dont le nombre d'employés a été inférieur à l'effectif moyen ont diminué, en moyenne, le nombre de leurs employés de 21 % et que celles qui ont fait l'objet d'une acquisition hostile et dont le nombre d'employés a été supérieur à l'effectif moyen ont diminué, le nombre d'employés de 16 %.

Tableau 6 : Déterminants du niveau d'emploi

Variable dépendante : emploi _{it}			
Variabes dépendantes	Échantillon complet	Au-dessous de l'effectif moyen	Au-dessus de l'effectif moyen
Emploi _{it-1}	0,88 (5,43)	0,79 (3,83)	0,62 (2,05)
Salaire _{it}	-0,78 (5,53)	-0,83 (10,91)	-0,71 (3,10)
Salaire _{it-1}	0,52 (3,23)	0,60 (3,35)	0,31 (1,59)
Production _{it}	0,87 (21,00)	0,85 (17,87)	0,89 (14,17)
Production _{it}	-0,71 (4,49)	-0,59 (3,09)	-0,51 (1,73)
Acquisition hostile _{it}	-0,17 (2,33)	0,21 (0,91)	-0,16 (3,01)
Acquisition amicale _{it}	-0,09 (2,81)	-0,21 (3,36)	-0,03 (1,19)
Nombre d'observations	2 218	1 175	1 043
J-stat p-value	0,96	0,91	0,68
R2	47 %	48 %	42 %
Corrélation	0,82	0,91	0,51

Lecture : Les statistiques de student sont indiquées entre parenthèses, le coefficient est significatif lorsqu'il est supérieur à 1,96.

Source: Conyon, Girma, Thompson et Wright (2002)

Puis, l'étude de Margolis (2006) apporte de nouveaux éléments de l'impact des LBO sur l'effectif des entreprises. L'auteur y analyse les acquisitions réalisées en France sur la période 1991-1999 et estime la probabilité pour un employé appartenant à une entreprise cédante ou bénéficiaire d'une fusion acquisition de rester en emploi 1 an, 2 ans et 3 ans après l'opération. Il montre que la probabilité des salariés d'une entreprise cédante de rester en emploi est plus faible lors des trois années suivant l'opération que pour celle des salariés de l'entreprise bénéficiaire mais que cet effet s'estompe ensuite. L'auteur conclut, par conséquent, que les acquisitions des entreprises exercent un effet négatif sur l'emploi uniquement sur le court terme. Ensuite, en 2007, l'Union internationale des employées des services (en anglais « SEIU » pour *Service Employees International Union*) reprochait au *private equity* d'être un destructeur d'emplois en prenant comme exemple l'opération de rachat de Warner Music Group, troisième plus grande société d'édition de disque sur le plan mondial.

Selon le SEIU, en 2004, c'est-à-dire un an après l'opération de rachat par LBO d'un montant de 2,6 milliards de dollars, 1 000 postes ont été supprimés. Cette réduction correspondait à une baisse de l'effectif total de l'entreprise d'un cinquième. Scott Sperling, vice-président de Thomas H. Lee Partners, un des fonds de capital investissement ayant participé au montage du LBO avait alors expliqué, lors d'une conférence de presse réalisé en avril 2007, que cette mesure était nécessaire afin d'optimiser le business model de la *Warner Music group* qui était paralysé par un nombre de niveau de décision excessif et que l'efficacité des réformes managériales mises en place seraient visibles sur le long terme. Cela s'avéra exact puisque, la trésorerie nette de l'entreprise passa de 333 à 411 millions de dollars USD de 2007 à 2008 puis à 583 millions de dollars USD en 2011 (*Warner Music Group*, 2008 et 2011).

L'étude de Davis, Haltiwanger, Jarmin, Lerner et Miranda (2008) révèle un aspect jusque-là ignoré du profil des sociétés sous LBO. Elle compare l'évolution des effectifs de 3 200 entreprises sous LBO aux États-Unis de 1980 à 2005 par rapport à ceux de sociétés témoins présentant des caractéristiques similaires au niveau de leur secteur d'activité, de leur taille et de leur niveau d'expérience. Ses résultats empiriques montrent que l'effectif des sociétés sous LBO diminue en moyenne de 7 % deux ans après le LBO. Les auteurs précisent, toutefois, que le nombre d'employés de ces entreprises avait déjà baissé de 4 % deux ans avant le LBO. Ils concluent que les fonds de LBO ont tendance à investir dans des entreprises qui procèdent à une réduction de leur effectif et qui offrent un potentiel d'optimisation opérationnel après LBO.

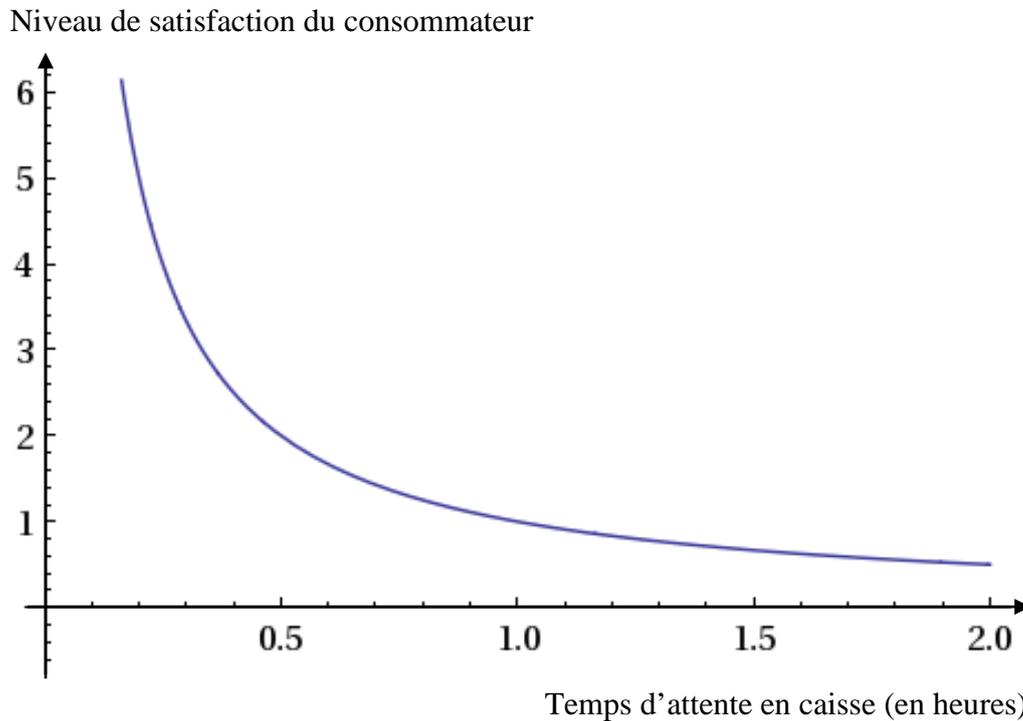
Ils relèvent également que l'impact des LBO sur l'emploi diffère selon le secteur d'activité des sociétés. Ils observent que les entreprises de vente de détail, de prestation de service, de finance, d'assurance et d'immobilier connaissent une baisse significative de leur effectif contrairement aux entreprises industrielles qui ne sont pas affectées par le LBO sur le plan de l'emploi. Cette disparité dans l'impact des LBO sur l'emploi est expliqué par le type de stratégie de flexibilité du travail choisit par l'entreprise. Caroli (2000) et Coutrot (2004) expliquent que les stratégies de flexibilité interne du travail sont principalement associées aux innovations technologiques alors que les stratégies de flexibilité externe du travail résultent davantage des innovations organisationnelles. Walkowiak (2006) complète cette idée dans son étude réalisée sur 2 431 rachats d'entreprises françaises réalisés pendant la période 1991-1997.

Il démontre que les innovations organisationnelles aboutissent, généralement, à un renouvellement du personnel et que l'action de substitution d'une main-d'œuvre peu qualifiée par des salariés possédant une plus grande qualification est surtout présente dans des sociétés qui réalisent d'importantes réformes organisationnelles.

Nous avons montré jusqu'à présent que le processus de rationalisation des LBO entraînait des suppressions d'emplois sur le court terme mais qu'en est-il de l'impact du capital risque sur l'emploi sur cet horizon temporel ? La plupart des analyses sur le sujet identifient les créations d'emplois initiées par ce segment du capital investissement. Cela s'explique par la difficulté à mesurer les effets directs et indirects du progrès technique induit par les opérations de capital risque et du chômage technologique qui peut en résulter. C'est pourquoi nous proposons une explication théorique visant à expliquer les effets du capital risque sur l'emploi sur le court terme. Nous prenons comme base de notre argumentation la théorie de la « destruction créatrice » de Schumpeter (1942) qui place les innovations au cœur des cycles de croissance économique. Le progrès technique y exerce deux effets synchrones sur l'emploi. D'une part, il participe à la création de nouvelles activités et, d'autre part, il est également à l'origine de la disparition d'activités devenant progressivement obsolètes.

Prenons comme exemple la problématique de la fluidité du passage en caisse dans un supermarché qui correspond à la durée d'attente moyenne d'un consommateur afin de pouvoir procéder au paiement de ses achats. Les résultats de l'enquête « Les Français et les courses alimentaires », réalisée par l'Institut Français d'Opinion Publique (2010) auprès de 1009 clients d'hypermarchés et de supermarchés en 2010, montrent que la durée moyenne de réalisations des achats en France est de d'une heure et cinquante-sept minutes pour 67 % des clients d'hypermarchés et de cinquante minutes pour 49 % des clients de supermarchés. Cette étude montre aussi que les clients estiment le temps d'attente moyen du passage en caisse à plus de 10 minutes et que 30 % des clients d'hypermarchés ont déjà renoncé à un achat pour cause d'attente en caisse. Elle conclut que l'augmentation du temps d'attente en caisse diminue le niveau de satisfaction des clients de supermarchés et hypermarchés. Sous l'hypothèse que le marché de la grande distribution est caractérisé par une compétition sur les prix, il résulte que la satisfaction des clients de supermarchés et d'hypermarchés est une fonction décroissante du temps d'attente en caisse (graphique 28).

Graphique 28 : Fonction de satisfaction des clients de supermarchés et d'hypermarchés



Lecture : Le niveau de satisfaction du consommateur est compris entre 0 et 6. La valeur 0 est associée à une satisfaction nulle alors que la valeur 6 représente une satisfaction complète.

Source : Auteur.

En dehors du choix et de la qualité des produits, la satisfaction du consommateur dépend alors de la minimisation du temps d'attente en caisse. Elle croît lorsque la durée d'attente en caisse tend vers 0, soit quand :

$$N_{ca} \geq N_{cl}$$

Avec :

- N_{ca} le nombre de caissiers en service.
- N_{cl} le nombre de clients en souhaitant procéder au paiement de leurs achats.

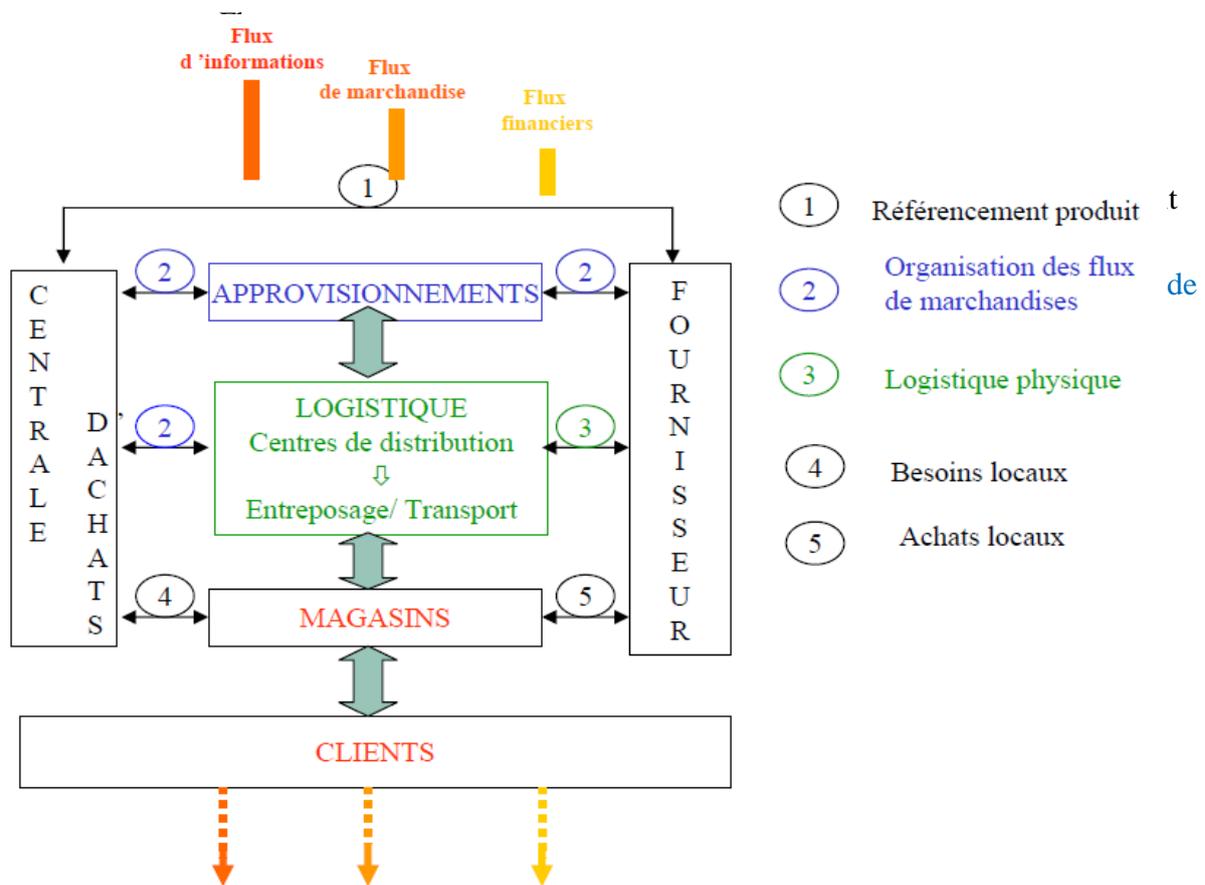
Dans cette situation chaque consommateur a la possibilité d'accéder directement à une caisse et procéder directement au paiement de ses articles. Au contraire, pendant les pics d'affluence une hausse du nombre de clients (N_{cl}) par rapport au nombre de caissiers (N_{ca}) aura pour effet d'allonger la durée d'attente de passage en caisse des consommateurs et provoquera de ce fait une baisse de leur satisfaction.

Dans le contexte d'un environnement concurrentiel fort propre à la grande distribution, caractérisé par une guerre des prix, l'objectif n'est plus à la maximisation de la part de marché mais à celle de la part de client. Cela consiste, pour une entreprise, à capter le plus grand nombre de dépenses d'un consommateur dans les achats qu'il réalise auprès de plusieurs enseignes dans une année. À ce niveau, le temps d'attente en caisse constitue pour les grandes surfaces un instrument marketing qui leur permet d'accroître leur attractivité par rapport à leur clientèle et aux prospects potentiels et ainsi développer leurs parts de clients (Observatoire de la Grande Distribution, 2007).

Depuis les années soixante-dix, le système de comptabilisation des articles en caisses de supermarchés s'effectue par l'utilisation des codes à barres, dans lequel le calcul du coût total des achats nécessite la présence d'un caissier dans la mesure où la reconnaissance du produit par l'ordinateur n'est possible que par une présentation de l'article dans un sens précis. Au début des années deux mille, la mise au point de l'innovation RFID (*radio frequency identification*) par des entreprises soutenues par le capital risque a constitué une avancée technologique majeure du stockage d'information en permettant la lecture d'information inscrite sur une puce quel que soit son sens d'orientation (Paret, 2005). Le champ d'application de cette technologie est vaste et s'étend du domaine militaire à la médecine.

Dans la grande distribution, il a abouti à un nouveau système d'étiquetage des produits, mis en place à l'essai dans certains supermarchés dont l'avantage, par rapport au code à barre, est de lire simultanément les informations de plusieurs produits indifféremment du sens de présentation des articles. Le client peut alors passer l'ensemble de ses produits en une seule fois devant le lecteur optique et procéder au paiement de ses achats dans un temps beaucoup plus court que celui du système du code à barre. La figure 13 représente la chaîne logistique des supermarchés Auchan France. Cette représentation nous permet de considérer l'ensemble des acteurs et les différents niveaux d'organisation des magasins de grande distribution de l'amont à l'aval.

Figure 13 : Chaîne globale de distribution des supermarchés Auchan France



Source : Groupe Auchan (2009).

L'application du RFID se fait au stade d'étiquetage au niveau des fournisseurs pour les produits finis et des supermarchés pour la fabrication des produits de l'enseigne. Le remplacement du code à barre par le RFID améliore la gestion des flux d'informations et de marchandises en temps réel. Cette évolution réduit les opérations manuelles de collecte de données. Cela entraîne un meilleur approvisionnement par la centrale d'achat et permet une réduction du temps d'attente pour le consommateur qui effectue lui-même le paiement de ses achats auprès d'un dispositif automatisé. La conséquence économique de cette innovation, en termes d'emploi, est nuancée. D'une part, elle entraînera la suppression du poste de caissier et permet, de ce fait, aux grandes surfaces de réaliser des économies de coûts importants. D'autre part, elle sera à l'origine d'une création de nouveaux métiers à plus haute qualification. Au niveau interne, la mise en place du RFID, nécessitera, au départ, la présence d'un agent qui interagira avec les clients afin de leur expliquer la nouvelle procédure de règlement des achats.

En amont des supermarchés, l'adoption de la technologie RFID permettra la création de nouveaux emplois relatifs à la fabrication et à l'installation des puces sur les produits. Enfin, elle aboutira, en aval, à l'apparition de nouveaux métiers liés à la maintenance du système RFID. Cette explication théorique montre que les innovations, financées par le capital risque, entraînent à la fois des suppressions d'emplois liés à des activités devenues obsolètes et des créations de nouveaux métiers associées aux activités soutenues par les nouvelles technologies financées par le capital risque. L'analyse de ces deux effets est, cependant, limitée par l'identification et la mesure des effets indirects que peut avoir une technologie sur des secteurs connexes. Dans la prochaine, sous-section, nous analysons l'impact du capital investissement sur l'emploi sur le moyen terme et le long terme.

Sous-section 2 : Sur le moyen terme et sur long terme

Contrairement aux études empiriques portant sur le court terme, celles qui analysent les effets du capital investissement sur le moyen terme et sur le long terme montrent que le secteur est créateur d'emploi. Le capital développement et le capital transmission/LBO accompagnent les entreprises pendant leurs phases de croissance et de maturité. Cette intervention du capital investissement à ces deux stades du cycle de vie des entreprises est facteur de développement des sociétés par un processus de croissance interne qui engendre à long terme une création nette d'emploi.

L'étude d'Amess et Wright (2007) basée sur un panel non cylindré de 5 369 opérations de LBO réalisées sur la période 1999-2004 au Royaume-Uni considère deux types de LBO, les MBO et les MBI (tableau 7). Les MBO (en anglais « *Management Buy-Out* ») sont des opérations de rachat d'entreprise dans laquelle des banques et investisseurs extérieurs financent l'équipe de management en place dans l'optique d'acquérir la société qui les emploie, le plus connu en France est celui de DARTY en 1988. Au contraire, les MBI (en anglais « *Management Buy-In* ») sont des opérations de rachat d'entreprise dans laquelle des investisseurs extérieurs procèdent à l'acquisition de la société en apportant une nouvelle équipe de management.

Tableau 7 : Impact des MBO et des MBI sur l'emploi

	LBO (échantillon complet)		MBO et MBI (échantillons restreints)	
	Salaires	Emploi	Salaires	Emploi
MBO			-0,31 (3,18)***	0,51 (2,76)***
MBI			-0,97 (4,30)***	-0,81 (1,82)*
Constante	0,16 (10,00)***	0,11 (3,29)***	0,15 (8,96)***	0,09 (2,43)**
Hausman	64,01 [0,00]		114,16 [0,00]	
Buyout			31,05 [0,00]	10,69 [0,00]
Equal			6,80 [0,01]	7,40[0,01]
Significativité jointe	268,20 [0,00]	2110,85 [0,00]	247,05 [0,00]	1716,60 [0,00]

*Lecture : (1) Les valeurs absolues des statistiques des statistiques de student sont indiquées entre parenthèses. (2) *significatif à 10 %, **significatif à 5 %, ***significatif à 1 %. (3) Le test d' Hausman évalue si les variables LBO, MBO et MBI sont des dummies endogènes ou exogènes. (4) « Buyout » est une statistique du test de Wald de la significativité jointe des dummies MBO et MBI. (5) « Equal » est un test de Wald d'égalité des coefficients associés aux variables MBO et MBI.*

Source : Amess et Wright (2007).

Les résultats de cette étude montrent que le taux de diminution des salaires des employés de MBO a été pour les entreprises de l'échantillon de 0,31 % et de 0,97 % pour les MBI. Cela confirme, par conséquent, l'existence de transfert de richesse dans le cadre de ces deux types de LBO. Puis, leurs effets sur l'emploi diffèrent selon l'identité des repreneurs. Les MBO présentent un taux de croissance de leur effectif de 0,51 %, à un seuil de significativité de 1 %, par rapport aux entreprises de secteur, taille et niveau d'expérience identique. Au contraire, ce même taux est de -0,81 % pour les MBI à un seuil de significativité de 10 %.

Hall (2007) complète ces résultats en mettant en évidence les différents taux de croissance de l'effectif de sociétés européennes sous LBO entre 2000 et 2006 en fonction de leurs industries (tableau 8).

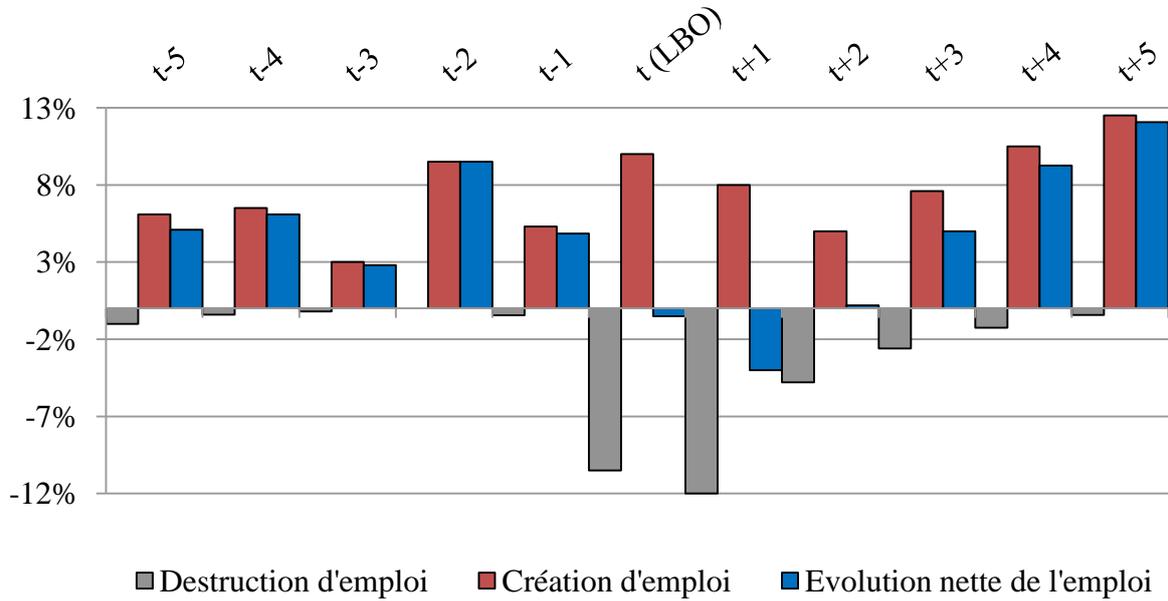
Tableau 8 : Croissance du niveau d'emploi des entreprises sous LBO par rapport à la moyenne de leur industrie en Europe sur la période 2000 à 2006

Industrie	Entreprises sous LBO	Moyenne de l'industrie	Différences
Transports	17,3 %	0,6 %	16,7 %
Informatique	10,3 %	1,4 %	8,9 %
Santé	6,7 %	1,0 %	5,7 %
BTP	5,0 %	2,2 %	2,8 %
Grande consommation	4,0 %	1,8 %	2,2 %
Industrie de transformation	2,7 %	-3,0 %	5,7 %
Chimie	-3,0 %	-2,8 %	-0,2 %
Services annexes	-2,3 %	0,6 %	-2,9 %
Services financiers	-3,8 %	0,4 %	-4,2 %
Télécommunication	-6,3 %	1,3 %	-7,6 %
Moyenne	3,1 %	0,4 %	2,7 %

Source : Hall (2007).

Puis, l'étude de Davis, Haltiwanger, Jarmin, Lerner et Miranda (2008) a été la première à analyser l'impact des LBO sur l'emploi des entreprises en faisant apparaître la notion de création nette d'emploi correspondant à la différence entre les créations de nouveaux et les destructions de postes survenues suite au rachat. Elle compare l'évolution de 3 200 entreprises américaines sous LBO de 1980 à 2005 par rapport à des entreprises, non LBO, témoins présentant des caractéristiques identiques en termes d'industrie, de taille et d'âge. Les auteurs constatent que les sociétés sous LBO ont une croissance de leurs effectifs plus importante que leurs concurrents deux ans après leur rachat. Ils concluent que la mise en place d'un nouveau management de l'entreprise, dans le cadre des opérations de LBO, est dans un premier temps suivie d'une baisse de l'offre d'emploi sur le court terme suivie d'un gain de croissance de la société dès la deuxième année qui se traduit par l'embauche de nouveaux employés (graphique 29).

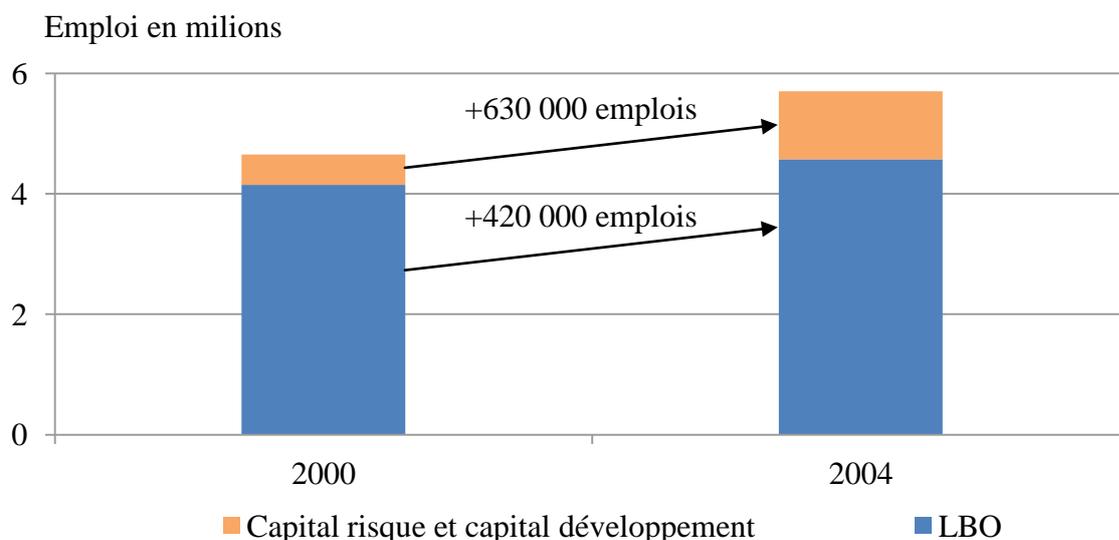
Graphique 29 : Evolution de la création nette d'emploi des entreprises sous LBO



Source : Davis, Haltiwanger, Jarmin, Lerner et Miranda (2008).

Au niveau européen, l'*European private equity and Venture Capital Association* (2005) a constaté que la croissance annuelle moyenne de l'effectif des entreprises européennes soutenues par le capital risque et par le capital développement sur la période 1997-2004 était de 30,5 %. En 2004, les sociétés européennes sous LBO représentaient cinq millions d'emplois. Elles avaient participé à la création nette de 420 000 nouveaux emplois de 2000 à 2004. Leur taux de croissance annuelle était 40 fois supérieur à celui des 25 pays membres de l'Union Européenne de 0,70 % entre 2000 et 2004. Le capital risque et le capital développement étaient quand à eux à l'origine de la création de 630 000 nouveaux emplois (graphique 30).

Graphique 30 : Créations d'emplois réalisées par les LBO, le capital risque et le capital développement en Europe de 2000 à 2004



Source: European private equity and Venture Capital Association (2005).

D'autres analyses confirment les créations d'emplois réalisées par les entreprises soutenues par le capital risque. Celle de Popov et Roosenboom (2007) basée sur des entreprises de 21 pays européens sur la période 1998-2008 ajoute que cet effet est particulièrement important dans les industries avec des barrières à l'entrée, à forts investissements en recherche et développement, situées dans des pays à faible imposition sur les plus-values et possédant un haut niveau de capital humain. Par ailleurs, le rapport du *National Endowment for Science, Technology and the Arts* (2009) qui est une association pour le développement de l'innovation au Royaume-Uni montre que les entreprises anglaises soutenues par le capital risque et par le capital développement qui ont introduit sur le marché un produit innovant entre 2002 et 2004 ont réalisé en moyenne une hausse de leurs effectifs de 4,4 % entre 2004 et 2007. Selon ce même rapport, les entreprises à forte croissance, d'un effectif moyen de 10 employés représentant seulement 6 % des entreprises anglaises en 2009, ont créé 1,3 millions d'emplois au Royaume-Uni de 2005 à 2008, soit 54 % de l'ensemble des emplois créé dans le pays sur cette période. L'étude de Belke, Fehn et Foster (2009) basée sur 20 pays de l'OCDE sur la période 1986-1999 confirme ces résultats en montrant que les sociétés soutenues par le capital risque et par le capital développement présentent, en moyenne, un taux de croissance de leur effectif compris entre 3 à 9 %, en fonction des modèles considérés.

Aux États-Unis, le rapport « *Venture Impact 2004: Venture Capital Benefits to the U.S. Economy* » réalisé par Global Insight (2004) montre que les entreprises américaines qui ont recours au capital risque et au capital développement ont surpassé leurs homologues sur la période 2000-2003 en étant à l'origine de la création de 10,1 millions de nouveaux emplois. L'étude de la *British Venture Capital Association* (2006) estimait, en 2005, qu'il y avait 62,8 millions de personnes employées par des entreprises anglaises soutenues par le capital investissement et que le taux de croissance moyen de l'effectif de ces entreprises était de 6 % comparé à la moyenne nationale de perte nette d'emploi de 0,4 %.

Conclusion du chapitre 4

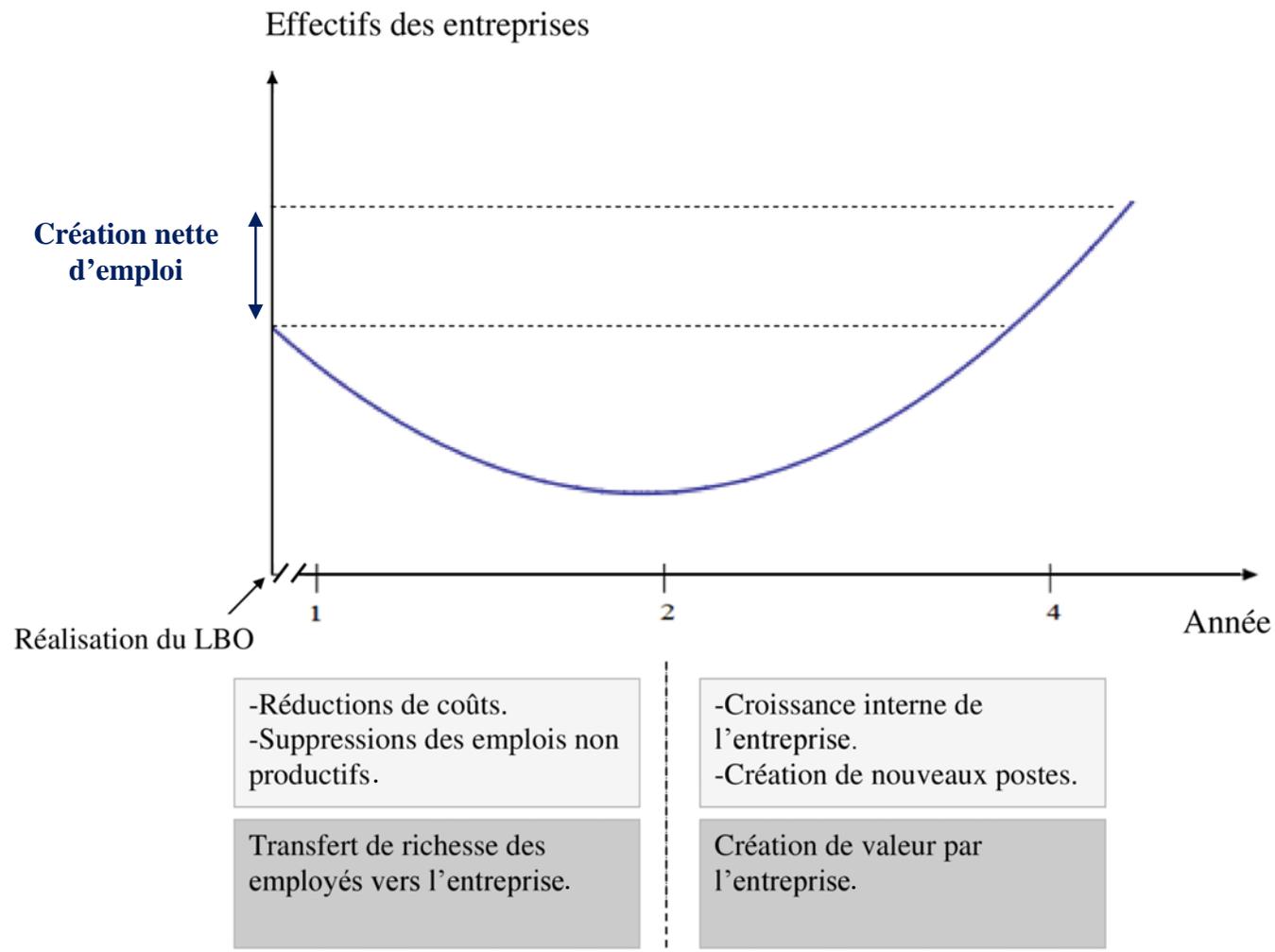
Le but de ce chapitre était de déterminer l'impact des opérations de capital investissement sur le marché du travail. Nous montrons, une nouvelle fois, que les opérations de LBO sont au cœur des critiques du modèle de financement du capital investissement. Deux raisons expliquent cela. La première, comme nous l'avons démontré précédemment dans le chapitre 1, est la prédominance des LBO dans la répartition des flux mondiaux de capital investissement. La deuxième raison qui explique l'absence de polémique sur l'impact du capital risque, du capital développement et du capital retournement sur l'emploi provient de la nature des phases du cycle de vie de l'entreprise financée par ces autres trois autres segments du capital investissement pour lesquelles la création nette ou la sauvegarde d'emploi est plus apparente.

Nous avons, dans un premier temps, étudié la controverse qui oppose les théories de transfert de richesses qui affirment que les gains de performance des sociétés sous LBO proviennent des réductions de coûts d'exploitations résultant du non-respect des contrats implicites et du licenciement d'employés après le LBO à celles de la création de valeur qui soutiennent que les entreprises soutenues par le capital investissement sont créatrices de nouveaux emplois dès le moyen terme. Il ressort de l'examen des études empiriques que nous avons menées que les théories de transfert de richesse et de création de valeur expliquent en fait toutes les deux l'impact du capital investissement sur le marché du travail (figure 14). Sur le court terme, les accusations des théories de transferts de valeur ont été empiriquement vérifiées, nous avons montré que les entreprises rachetées par LBO procédaient effectivement à des réductions de coûts et à la suppression des emplois non productifs. Nous avons également mis en évidence, à travers notre explication théorique, le fait que le progrès technique induit par les innovations du capital risque participait à la disparition d'emplois liés à des activités rendues obsolètes par de celles soutenues par ce segment du capital investissement.

Puis, nous avons démontré que les théories de la création de valeur étaient validées sur le moyen terme puis sur le long terme et que le capital investissement devenait créateur d'emplois. Les mesures d'optimisation des sociétés sur le plan stratégique, organisationnel et opérationnel portent leurs fruits et la forte croissance interne des entreprises génère un accroissement du niveau de production qui se traduit par l'embauche de nouveaux salariés. En moyenne quatre ans après les LBO, l'effectif des entreprises est supérieur au niveau avant

LBO, ce qui correspond à une création nette d'emploi. L'impact du capital investissement sur l'emploi est de ce fait, conforme au théorème de Schmidt (1974) selon lequel « *Les investissements d'aujourd'hui sont les profits de demain et les emplois d'après demain* ».

Figure 14 : Impact du capital investissement sur l'emploi à moyen terme



Source : Auteur.

Chapitre 5 - Capital investissement et risques économiques

« *Private equity is a risky asset, but private equity investments are not necessarily so* »

(Weidig et Mathonet, 2004).

Introduction du chapitre 5

Ce cinquième chapitre étudie les risques associés au capital investissement. Notre analyse comprend deux étapes, faisant chacune l'objet d'une section. Dans la première nous examinons les quatre risques inhérents à l'activité que sont les risques de placement, de liquidité, de marché et d'investissement. Nous montrons que le risque de marché met en évidence les interrelations entre le capital investissement, les marchés financiers et le secteur bancaire. Les risques de placement et de liquidité rappellent, quant à eux, la proximité de la démarche du capital investissement et celle des marchés boursiers bien le risque de liquidité soit plus accentué dans le cadre du capital investissement dont les opérations portent en majorité sur des sociétés non cotées et dont les transactions réalisées sur le marché secondaire restent limitées. Nous montrons que le risque d'investissement est lié à la relation de gérance déléguée du capital investissement dans sa forme intermédiée. Nous étudions alors deux causes du risque d'investissement provenant d'aléas moraux de dirigeants de fonds de capital investissement. Il s'agit de la défaillance du niveau de contrôle, par les gérants de fonds, de la qualité du portefeuille d'investissement et de la forte divergence dans le calcul de la valeur liquidative des parts sociales par rapport à leur valeur réelle. Puis, nous examinons les dispositifs contractuels qui ont été mis en place pour limiter ces comportements.

Ensuite, nous analysons dans une seconde section les canaux de transmission d'un choc, affectant initialement le capital investissement, à la sphère réelle. Pour cela, notre réflexion porte dans un premier temps sur le risque systémique associé aux LBO. Nous identifions deux situations où ces opérations peuvent être potentiellement risquées pour l'économie. Il s'agit de l'érosion des marchés boursiers et la diffusion excessive d'actions de sociétés sous LBO aux particuliers par le biais du marché financier. Nous montrons que ces facteurs de risques sont actuellement faibles. Par la suite, nous analysons le fait que le secteur bancaire, constitue la principale voie de transmission d'un choc sur le marché du capital investissement à l'économie réelle.

Nous montrons que la défaillance de plusieurs sociétés sous LBO provoquerait une détérioration du portefeuille des dettes des banques et que cette baisse de leur solvabilité déclencherait une crise de confiance sur les marchés interbancaires qui s'étendrait à l'économie réelle par le canal du crédit.

Section 1 : Les risques intrinsèques du capital investissement

L'*European private equity and Venture Capital Association* (2011) identifie quatre types de risque internes au secteur du capital investissement. Il s'agit des risques de placement, de liquidité, de marché et d'investissement (tableau 9). Nous abordons chacun de ces points dans une sous-section.

Tableau 9 : Risques internes à l'activité de capital investissement

Risque	Définition
1-Le risque de placement	La synchronisation imprévisible des flux de liquidités au cours du cycle de vie des fonds d'investissement constitue le risque de placement pour les investisseurs.
1-Le risque de liquidité	Le but initial des investisseurs est de réaliser une plus value en revendant leurs actions afin de convertir leurs actifs en monnaie courante, toutefois les caractéristiques du marché secondaire du capital investissement (marché petit et relativement peu efficace) font des placements en capital investissements des actifs illiquides.
3-Le risque de marché	Les placements en capital investissement sont soumis aux fluctuations du marché (volatilité du marché financier, variation des taux d'intérêt, réformes législatives).
4-Le risque d'investissement	En plus du risque de perte du capital initialement investi consécutivement au risque de liquidité, les investisseurs du capital investissement sont soumis au risque de ne pas retrouver le montant du capital investi à la date d'échéance de leurs investissements en fonction d'autres facteurs, tels que la qualité du management, le taux d'intérêt et les conditions de refinancement ainsi que la volatilité du taux de change.

Source: European private equity and Venture Capital Association (2011).

Sous-section 1 : Le risque de placement

La notion de risque de placement est associée à la probabilité de ne pas percevoir d'un investissement les rémunérations convenues à une fréquence définie par un contrat financier. Dans le cadre d'une transaction en capital investissement, le risque de placement ne fait cependant pas référence à un concept de rétribution mais à celui de restitution du capital. L'achat d'actions d'entreprises par les investisseurs de façon directe, ou indirecte par l'intervention d'un intermédiaire, leur confère le statut d'actionnaire. En tant que propriétaires de ces sociétés, les investisseurs peuvent bénéficier du versement de flux de trésorerie par la société, si cela a été convenu par l'assemblée des actionnaires.

Ce montant appelé dividende est prélevé sur le bénéfice net de l'entreprise ou sur les réserves. Le dividende correspond à une restitution d'une partie du capital apporté précédemment par l'actionnaire. Le versement de dividende à un actionnaire entraîne automatiquement une baisse du cours des actions, possédées par le propriétaire, d'une valeur égale au montant versé. La distribution des dividendes aux actionnaires est, en général, conditionnelle à la réalisation d'un résultat net excédentaire en fin d'exercice. Toutefois, en vertu de l'article L232-11 du code de commerce, une entreprise qui réalise des pertes financières peut, néanmoins procéder à la distribution de dividendes si sa trésorerie le lui permet. Le risque de placement est alors, dans le cadre du capital investissement, le risque pour un investisseur de ne pas percevoir de dividende à la fin de l'année comptable du fait d'un résultat déficitaire ou d'une décision de l'assemblée des actionnaires en ce sens.

Sous-section 2 : Le risque de liquidité

L'objet d'une opération de capital investissement est la réalisation de plus-values par la revente de parts sociales, sur le moyen terme ou sur le long terme, des investisseurs à leur fonds de capital investissement ou à un tiers. Cela suppose pour les investisseurs, d'une part, de valoriser la valeur liquidative de leurs actions et, d'autre part, d'être en mesure de revendre ces titres afin de les convertir en monnaie courante afin d'encaisser les bénéfices de leurs opérations. Les conditions de liquidité sont déterminées par des clauses établies au moment de l'investissement initial. Ces dispositions définissent le moment de revente des actions. En fonction des contrats, un investisseur peut vendre ses parts en cours ou en fin d'investissement. Il est, de ce fait, confronté au risque de liquidité dans deux situations.

En premier lieu, il est possible que l'actionnaire ne puisse vendre ses actions à une date donnée si le moment qu'il choisit diffère de la période de désinvestissement convenu au niveau contractuel. Un investisseur qui souhaiterait revendre ses parts sociales en cours de période d'investissement ne pourra, en effet, le faire que s'il a choisi initialement un contrat d'investissement qui autorise la conversion des parts sociales en monnaie liquide avant la fin de la durée de vie du fonds. Le cas échéant, il devra attendre le moment fixé pour revendre ses titres. En second lieu, dans le cas où le désir de vente de l'investisseur coïnciderait avec la période de conversion des actions en monnaie courante définie par le contrat, l'actionnaire serait confronté à la difficulté de trouver un acheteur qui a la volonté d'acheter des parts sociales qui aient les mêmes caractéristiques que les titres mis en vente et aux mêmes conditions. Comme pour toute transaction financière, le risque de liquidité du capital investissement dépend de la non-synchronisation potentielle de l'intention de vente d'un investisseur et de l'intention d'achat d'acquéreurs potentiels. La sensibilité des investisseurs, qui font le choix d'une intervention dans des opérations de capital investissement selon un schéma de finance intermédiée, est, a priori, plus faible à ce type de risque que celle des investisseurs qui agissent suivant un modèle de finance directe, compte tenu de l'étendue du réseau des fonds de capital investissement.

Sous-section 3 : Le risque de marché

Contrairement au risque de liquidité qui se situe niveau structurel, le risque de marché dépend de la conjoncture économique et notamment des déterminants macroéconomiques de l'activité que nous avons étudiés dans le deuxième chapitre de cette thèse. Une crise financière aura de ce fait tendance à augmenter le risque de marché associé aux opérations de capital investissement en limitant leurs sorties par introduction en bourse (Gilson et Black, 1999). L'ensemble des segments du capital investissement sont également sensibles aux hausses des taux d'intérêt prêteurs. Enfin, les chocs économiques peuvent également affecter le capital investissement en étant à l'origine de réformes réglementaires pouvant affecter de façon directe ou indirecte le secteur.

Sous-section 4 : Le risque d'investissement

Le risque d'investissement, est le risque pour l'investisseur de perdre le montant initial de son investissement. Cette perte peut résulter de deux situations. Elle peut provenir de la faillite des

entreprises du portefeuille d'investissement ou du dépôt de bilan du fonds de capital d'investissement, le second cas étant, généralement, une conséquence du premier. Le risque d'investissement est donc associé aux conflits d'intérêts, entre les actionnaires et les dirigeants de fonds, qui existe dans la relation de gérance déléguée du capital investissement. Ces différends entre investisseurs et gérants ont fait l'objet de plusieurs études économiques (Jensen et Smith, 1985 ; Charreaux Couret et Joffre, 1987 ; Brindisi, 1989 ; Lambert et Larcker et Weigelt, 1989 ; Charreaux, 2000). L'étude de Mahieux (2010) synthétise ces travaux en distinguant au sein de la démarche d'investissement dans des entreprises non cotées deux principaux risques d'aléas moraux spécifiques au capital investissement. Ces risques sont un faible niveau de surveillance des sociétés du portefeuille d'investissement par les gérants de fonds de capital investissement et la présence un écart significatif entre la valeur de valorisation des parts sociales calculées par rapport à leur valeur réelle. Nous les examinons chacun dans une sous-section.

Sous-section 4.1 : Défaillance du niveau de contrôle des sociétés du portefeuille

Le premier risque d'aléas moral concerne le niveau de contrôle des fonds. Le capital investissement repose sur un principe de délégation de gestion. Lors de la signature du contrat, le gérant de fonds s'engage auprès de l'actionnaire à sélectionner les entreprises présentant les meilleures caractéristiques du couple rendement/risque et à contrôler de façon régulière la santé financière des sociétés après investissement. La minimisation du risque de perte du capital initial investi par les investisseurs dépend donc de la bonne exécution du suivi des entreprises constituant le portefeuille d'investissement par les gérants de fonds. Il est cependant possible que les dirigeants des fonds, fournissent une fois le contrat d'investissement signé, un niveau de surveillance des investissements inefficace en consacrant davantage de temps à la recherche de nouveaux contrats ou à la maximisation de leurs propres intérêts au détriment d'une évaluation régulière et correcte de l'évolution des sociétés composant le portefeuille d'investissement (Jensen et Meckling, 1976).

Sous-section 4.2 : Divergence de la valeur liquidative calculée des parts sociales par rapport à leur valeur réelle

Le second risque d'aléas moral identifié se rapporte au caractère discrétionnaire de l'évaluation des portefeuilles d'investissements par les gérants. Dans le cadre de la relation de gestion déléguée, les dirigeants sont tenus d'informer régulièrement les actionnaires sur la valeur liquidative de leurs parts sociales. Depuis 2004, la méthode d'évaluation de ces titres utilisée par les gérants de fonds de capital investissement est celle de la juste valeur (en anglais « *fair value* »). Il s'agit d'une valorisation des actifs à leur valeur de marché à la date de clôture de l'exercice comptable. Dans le cadre d'actions de sociétés cotés en bourse, la valeur liquidative des parts sociales correspond au cours boursier. Pour le capital investissement, la démarche est plus complexe du fait de l'absence de prix indicatif et de la faible liquidité des actifs. Par convention, le calcul des valeurs des participations détenues par les fonds de capital investissement conséquent est réalisé de façon discrétionnaire par les dirigeants de ces fonds. Ces évaluations font ensuite l'objet d'un audit comptable et financier. Le risque pour l'actionnaire est que la valeur liquidative calculée par le dirigeant diverge fortement de sa valeur réelle.

Sous-section 5 : Dispositions contractuelles pour limiter l'exposition des investisseurs aux risques internes

Afin de limiter les risques d'aléas moraux du dirigeant il existe quatre principales catégories de clauses contractuelles qui régissent l'activité de capital investissement. Ces modalités visent à résoudre les conflits d'agences en spécifiant avec précision le cadre de réalisation des opérations. Le premier groupe de clause définit l'activité du fonds et l'emploi des capitaux. Il spécifie la nature et les fondements de la stratégie d'investissement, informe l'actionnaire sur l'usage envisagé des capitaux investis et définit le domaine d'intervention des fonds en fonction des segments du capital investissement. Ces dispositions déterminent également le degré de prise de participation dans les entreprises ainsi que les conditions et la durée moyenne des investissements qui seront réalisés. Elles précisent, la structure du portefeuille, la répartition de ses participations par actionnaires ainsi que les droits et obligations des investisseurs. Enfin, elles fixent la durée de vie du fonds ainsi que les différentes périodes d'investissement.

La seconde série de clause, organisée en deux sous-groupes, a pour objectif de permettre l'alignement des intérêts des gérants et des investisseurs. Certaines modalités contractuelles ont pour but d'accorder les intérêts financiers des actionnaires et des investisseurs tandis que d'autres visent au maintien de la nature et de la qualité de la relation de gestion déléguée. À travers le premier sous-type de clauses, les actionnaires imposent, généralement, aux dirigeants de s'engager personnellement dans les fonds qu'ils gèrent en devenant actionnaires de ces fonds (Jones et Rhodes-Kropf, 2003). Ces actions achetées par les dirigeants des fonds se distinguent de celles des actionnaires dans les droits qu'elles confèrent. Elles se différencient aussi par leur inaccessibilité puisque, contrairement aux autres actions de l'entreprise, elles ne peuvent être cédées ou vendues. Cette exigence permet aux actionnaires de s'assurer de l'implication des gérants dans la gestion des fonds puisque le revenu de ces derniers est constitué d'une part fixe et d'une part indexée à la performance réalisée par les fonds. Cette opportunité de bénéficier d'une part du profit des investissements incite le gérant à optimiser le rendement des fonds investis. Le second sous groupe de clauses qui assure la préservation des intérêts des actionnaires durant la durée des investissements définit les droits et les obligations des dirigeants. Il interdit, notamment, aux gérants de réaliser des opérations de capital investissement à titre personnel ou en tant qu'investisseur sans accord des actionnaires. Ils soumettent également les décisions importantes de modifications du personnel au regard des investisseurs et imposent aux dirigeants une équité dans le traitement de leurs actionnaires.

La troisième catégorie d'arrangements contractuels porte sur l'information des souscripteurs et l'évaluation des parts sociales. La relation de gérance déléguée du capital investissement repose sur un principe de communication régulière des dirigeants et des actionnaires. Cette condition est explicitement définie dans le contrat d'investissement. Elle permet aux investisseurs d'apprécier l'évolution de leurs investissements. Les dirigeants ont deux moyens de remplir cette obligation. D'une part, ils peuvent adresser de façon périodique un compte rendu à leurs actionnaires portant sur la valeur liquidative des parts et sur les opérations réalisées au cours de la période. D'autre part, ils peuvent informer leurs investisseurs sur l'activité du fonds par le biais de comptes annuels certifiés et de rapports annuels d'activité. Parallèlement, les actionnaires ont, la plupart du temps, la possibilité d'assister au comité d'investissement du fonds.

Cette réunion qui rassemble les principaux actionnaires du fonds ainsi que des personnalités extérieures, permet aux investisseurs d'être informés sur les opérations futures des fonds et d'apprécier leur pertinence et leur conformité vis-à-vis de la stratégie d'investissement.

Enfin la quatrième série de clauses établit les conditions de liquidité des titres détenus par les investisseurs. La conversion des parts sociales possédées par les actionnaires en monnaie courante peut être réalisée de deux manières. À la fin de la période d'investissement, l'investisseur peut obtenir la liquidité de ses actions en les revendant à son fonds ou à une tierce personne. Le rachat des actions par le fonds est effectué uniquement à la fin de la durée de vie du fonds, cette période est en France de dix ans pour les FCI (Fonds Communautaire d'investissement). Exceptionnellement, ce mode de sortie peut être utilisé une ou deux années avant la clôture du fonds. Le deuxième mode de sortie d'une opération en capital investissement est la vente des parts sociales à un tiers. Contrairement à la première option, cette solution offre l'avantage aux actionnaires de pouvoir convertir leurs titres en liquidité au cours de la durée de vie du fonds. La cession des actions des investisseurs est le plus fréquemment libre avec toutefois certaines conditions dont trois principales. Selon la première, l'acheteur des parts doit accepter les modalités de fonctionnement du fonds et remplacer le vendeur dans ses engagements. D'après la seconde, le vendeur est tenu d'assumer les frais de transfert des parts auprès du fonds, il s'agit le plus souvent d'une commission indexée sur le montant de la transaction qui n'excède pas 1 %. Enfin, la troisième condition s'applique lorsque l'actionnaire sollicite le fonds dans lequel il a investi pour la recherche d'un acheteur potentiel. Dans ce cas, l'actionnaire paye une commission d'intermédiation, d'un montant, en général, en dessous de 5 % de l'opération.

La forte croissance des opérations de capital investissement dans l'économie mondiale, durant les deux dernières décennies, nous amène à présent à examiner, dans la prochaine section, dans quelle mesure un choc qui affecte le secteur peut être vecteur de risques pour l'ensemble système économique.

Section 2 : L'activité de capital investissement peut-elle être à l'origine d'une crise systémique ?

Nous analysons dans cette section dans quelle mesure le capital investissement peut représenter une menace pour la sphère réelle. Plusieurs études ont été menées sur ce sujet.

Celle de Buchner, Kaserer et Wagner (2010) analyse des rendements espérés des fonds de capital investissement, à travers le temps en appréhendant le risque systémique représenté par le secteur par le biais de l'étude de la probabilité de faillites des fonds. Les auteurs expliquent que compte tenu de l'importance économique de la taille des fonds de capital investissement, que la faillite d'une de ces sociétés pourrait provoquer une crise de confiance des investisseurs auprès des fonds de façon générale. Cela se traduirait par une crise de liquidité sur le marché du capital investissement qui pénaliserait l'économie réelle par une contraction du volume d'achat de parts sociales des entreprises. L'analyse porte sur un échantillon de 203 fonds représentatifs du marché du capital investissement européen sur la période 1980 à 2003. Leurs résultats empiriques montrent que la première année d'un fonds de capital investissement constitue un premier palier décisif dans la réduction du risque systémique (tableau 10). Le coefficient de risque systémique représenté par un fonds de capital investissement diminue significativement entre le moment de la création du fonds et la fin de sa première année, passant de 2,78 à 1,25.

Puis, ce coefficient poursuit une décroissance linéaire au fil des années jusqu'à atteindre un seuil incompressible de 0,62 à partir de la quatorzième année, date à partir de laquelle le niveau d'expérience des fonds de capital investissement n'a plus d'effet sur le niveau du coefficient de risque systémique. Le coefficient de risque systémique des fonds de capital risque et de capital développement est plus de dix fois supérieur à celui des fonds de LBO pendant leur durée de vie, à titre d'exemple, le niveau de cet indice est de 5,88 pour les fonds de capital risque et de capital développement alors qu'il est de 0,44 pour les fonds de LBO lors de la phase de création.

Le coefficient élevé du niveau de risque du capital risque et du capital développement s'explique par le fait que les investissements réalisés sur ces segments concernent des entreprises nouvellement créées porteuses de projets qui sont à la fois à fort potentiel innovant mais également risqués. Par contre, le risque systémique des LBO est, à priori, plus étonnant puisque ces transactions concernent des entreprises situées au stade de maturité et donc moins sensibles au risque de faillite qu'une jeune société. C'est pourquoi, nous examinons dans la prochaine sous-section les facteurs du risque systémique des LBO.

Tableau 10 : Evolution du rendement et du risque systémique en fonction de la durée de vie des fonds de capital investissement

Année	Tous les fonds			Fonds de capital risque et de capital développement			Fonds de LBO		
	$\beta_{F,t}$	$E_t[R_t^F]$	$E_t^{ill}[R_t^F]$	$\beta_{F,t}$	$E_t[R_t^F]$	$E_t^{ill}[R_t^F]$	$\beta_{F,t}$	$E_t[R_t^F]$	$E_t^{ill}[R_t^F]$
0	2,7838	19,37 %	27,86 %	5,8753	34,35 %	42,85 %	0,4396	8,00 %	16,50 %
1	1,2559	11,96 %	15,60 %	2,2638	16,85 %	19,91 %	0,2181	6,93 %	11,00 %
2	0,9239	10,35 %	13,01 %	1,6536	13,89 %	16,07 %	0,1614	6,65 %	9,73 %
3	0,7979	9,74 %	12,12 %	1,4311	12,81 %	14,72 %	0,1393	6,55 %	9,40 %
4	0,7356	9,44 %	11,81 %	1,3245	12,29 %	14,15 %	0,1282	6,49 %	9,45 %
5	0,7006	9,27 %	11,79 %	1,2662	12,01 %	13,93 %	0,1219	6,46 %	9,78 %
6	0,6791	9,16 %	12,01 %	1,2317	11,84 %	13,93 %	0,1180	6,44 %	10,42 %
7	0,6653	9,10 %	12,45 %	1,2100	11,74 %	14,10 %	0,1156	6,43 %	11,47 %
8	0,6559	9,05 %	13,17 %	1,1958	11,67 %	14,44 %	0,1140	6,42 %	13,15 %
9	0,6491	9,02 %	14,27 %	1,1860	11,62 %	14,98 %	0,1130	6,42 %	15,85 %
10	0,6440	8,99 %	15,94 %	1,1790	11,59 %	15,79 %	0,1122	6,41 %	20,25 %
11	0,6396	8,97 %	18,50 %	1,1735	11,56 %	16,98 %	0,1114	6,41 %	27,61 %
12	0,6352	8,95 %	22,49 %	1,1688	11,54 %	18,75 %	0,1102	6,40 %	40,24 %
13	0,6298	8,92 %	28,88 %	1,1641	11,51 %	21,46 %	0,1077	6,39 %	62,23 %
14	0,6218	8,88 %	39,41 %	1,1584	11,49 %	25,72 %	0,1023	6,37 %	100,34 %
15	0,6218	8,88 %	58,59 %	1,1584	11,49 %	32,95 %	0,1023	6,37 %	182,19 %
16	0,6218	8,88 %	95,58 %	1,1584	11,49 %	46,14 %	0,1023	6,37 %	359,17 %
17	0,6218	8,88 %	178,70 %	1,1584	11,49 %	74,41 %	0,1023	6,37 %	799,04 %
18	0,6218	8,88 %	448,74 %	1,1584	11,49 %	163,08 %	0,1023	6,37 %	2341,95 %

Lecture : ($\beta_{F,t}$) est le coefficient beta mesurant le risque systémique, ($E_t[R_t^F]$) est le rendement espéré des titres en situation de liquidité, ($E_t^{ill}[R_t^F]$) est le rendement espéré des titres en situation d'illiquidité.

Source: Buchner, Kaserer et Wagner (2010).

Sous-section 1 : Risques spécifiques des LBO pour le système économique

Les opérations de LBO sont des transactions importantes en valeur qui nécessitent l'association de nombreux acteurs. Lors de la dernière décennie, les « méga Buy Out » qui sont des LBO de plus d'un milliard de dollars USD ont connu une forte croissance. Nous distinguons deux risques majeurs au niveau des LBO, il s'agit de l'érosion de la côte des marchés boursiers et de la transmission excessive des titres de capital investissement aux particuliers.

Sous-section 1.1 : RLBO et risque d'érosion de la côte des marchés boursiers

Initialement focalisées sur les entreprises non-cotées, certaines opérations de grands LBO ont porté ces dernières années sur des grandes entreprises des marchés boursiers. A titre d'exemple, en avril 2007, le fond de capital investissements spécialisé dans les LBO, Kohlberg Kravis Roberts (KKR) a effectué sur le Footsie 100 une offre de 16,3 Milliards d'euros sur la société *Boots*, le numéro un de la distribution de médicaments pharmaceutiques en Grande-Bretagne. Cette nouvelle stratégie est désignée sous le terme RLBO (*Reverse Leverage Buy Out*). Elle consiste à retirer la société cotée en bourse du marché, d'accroître sa valeur, comme dans le cadre d'un LBO classique, puis à l'introduire de nouveau en bourse au moment du désinvestissement. Selon l'étude de Gaspar et Lescourret (2009) basée sur les transactions de LBO réalisées aux États-Unis de 1985 à 2007, les RLBO ont atteint un montant de 170 milliards de dollars USD en 2007 soit 1 % de la valeur des marchés boursiers américains. Les auteurs constatent que les sorties des sociétés sous LBO de la cotation des marchés financiers étaient, en général, suivies d'une baisse sur un mois d'environ 0,26 fois l'écart type de la liquidité de ces marchés pendant cette période.

Actuellement, l'incidence de ces transactions sur les marchés financiers reste limitée. Toutefois, cet impact pourrait être plus important si ces RLBO devaient porter sur des sociétés de plus en plus grandes. Les auteurs concluent en avertissant que ces RLBO pourraient avoir un impact négatif sur la liquidité des marchés financiers du fait de la présence de fortes situations d'asymétries d'informations temporaires existantes entre les deux introductions en bourse et que cela pourrait entraîner à court terme une érosion des cours boursiers.

Sous-section 1.2 : Innovations financières et transmission d'actions de sociétés sous LBO aux particuliers

Les principaux intervenants du capital investissement sont des personnes morales. Il s'agit, principalement, en Europe, des investisseurs institutionnels, plus particulièrement des banques et des assurances et au Royaume-Uni et aux États-Unis des fonds de pension. Or, l'introduction en bourses des sociétés *KKR Private Equity Investors* (KKR PEI) et *KKR Financial Holdings LLC*, sur le *New York Stock Exchange* (NYSE) en mars 2010 a établi un nouveau type de fonctionnement des fonds de LBO (Pansard, 2007). Ces deux véhicules financiers appartenant à KKR, un des principaux fonds de LBO au niveau mondial a constitué une nouvelle étape sur ce segment du capital investissement en permettant au fonds de bénéficier d'une source de liquidité auprès des marchés financiers et donc potentiellement d'investisseurs particuliers. Compte tenu du fait que les opérations de LBO demeurent des montages complexes et risqués et que les particuliers n'ont pas les mêmes dispositions financières en matière d'arbitrage et de couverture que celles dont disposent les investisseurs institutionnels et les fonds de pension, il s'avère que ce système pourrait représenter, s'il devait se développer davantage, un risque pour les investisseurs particuliers.

Sous-section 2 : Identification du canal de propagation du risque systémique

Nous analysons dans cette sous-section, de façon plus générale, le moyen de transmission d'une crise du capital investissement à une crise économique. L'analyse du risque systémique du secteur est primordiale puisque le marché actuel de l'activité s'évalue en milliards de dollars et que les transactions financières qui y sont réalisées font intervenir de nombreux acteurs économiques. L'existence de cette interrelation entre le capital investissement et d'autres marchés de l'économie nous amène à examiner dans quelle mesure le capital investissement peut s'avérer être à l'origine d'un risque pour l'ensemble du système économique. Afin d'analyser la façon dont les chocs qui affectent le marché du capital investissement pourraient se diffuser à l'économie réelle nous examinons dans les prochaines sous-sections les circonstances dans lesquelles un choc sur le marché du capital investissement serait capable de provoquer une crise économique. Nous montrons que le secteur bancaire constitue le canal de transmission d'une crise du capital investissement vers une crise du système économique.

Sous-section 2.1 : Affaiblissement de la qualité des portefeuilles de dette des banques de second rang

Les établissements bancaires interviennent à deux niveaux dans le marché du capital investissement, en tant qu'investisseurs et créanciers. En vertu de la limite prudentielle de Bâle II, les investissements pour fonds propres réalisés par les banques pour ces opérations ne doivent pas dépasser 13 à 17 % de leurs actifs. De ce fait, l'implication des banques comme investisseur ne devrait pas constituer une menace systémique élevée. Dans son rapport sur le capital investissement, pour l'Autorité des Marchés Financiers, Pansard (2007) montre que le véritable risque de l'interaction du système bancaire et du capital investissement se situe au niveau de l'activité de crédit. La réalisation des LBO, notamment de ceux de grande taille, est favorisée pendant les périodes de faible niveau de taux d'intérêt facilitant l'accès au crédit. Le risque est que les établissements bancaires participent au montage de LBO de taille excessive et que par la suite cèdent leurs créances sur le marché secondaire à travers des produits dérivés tels que les CDO (« *Collateralised Debt Obligation* ») figurant au hors-bilan des banques.

L'émission de ces titres correspondants aux créances bancaires a pour principal objectif d'évacuer le risque de crédit hors du bilan des banques (Hu, 2007). Les transactions de CDO s'effectuent principalement à l'intérieur de l'espace bancaire sur un principe de diffusion du risque de contrepartie. Pour que cette répartition du risque soit efficace il est nécessaire que les transactions de CDO soient limitées en volume et intègre un grand nombre d'acteurs. Krahen et Wilde (2007) expliquent que si ces conditions ne sont pas respectées, les CDO auront tendance à se concentrer au niveau du hors-bilan des banques au lieu de se disperser et que la conséquence de cette concentration de CDO au sein des établissements bancaires serait une détérioration de leurs portefeuilles de dettes.

Sous-section 2.2 : Crise de liquidité sur les marchés interbancaires

Les établissements bancaires sont au cœur de la dynamique économique. Chaque jour, ils interagissent entre eux en procédant à des opérations de dépôts et de prêts sur une composante du marché monétaire qui est le marché interbancaire, un marché de gré à gré où les acteurs réalisent des échanges monétaires de façon directe et libre. La base de leurs relations financières est la confiance.

Le rôle du marché interbancaire est crucial dans la mesure où il permet aux banques qui sont en déficit de trésorerie d'emprunter à celles qui sont en situation d'excédent de liquidité. Or, lorsque des établissements bancaires possèdent des créances douteuses, cela fait naître une méfiance sur le marché interbancaire qui se traduit par une baisse du volume de ses transactions (Jo, Lee, Munguia et Nguyen, 2009). Dans ce contexte, les banques de second rang préfèrent traiter avec leurs banques centrales et les établissements bancaires en déficit de trésorerie éprouvent des difficultés à se refinancer. À terme cela se traduit par une crise de liquidité sur le marché interbancaire qui s'étend ensuite sur l'ensemble des marchés financiers.

Sous-section 2.3 : Contagion à la sphère réelle par le canal du crédit bancaire

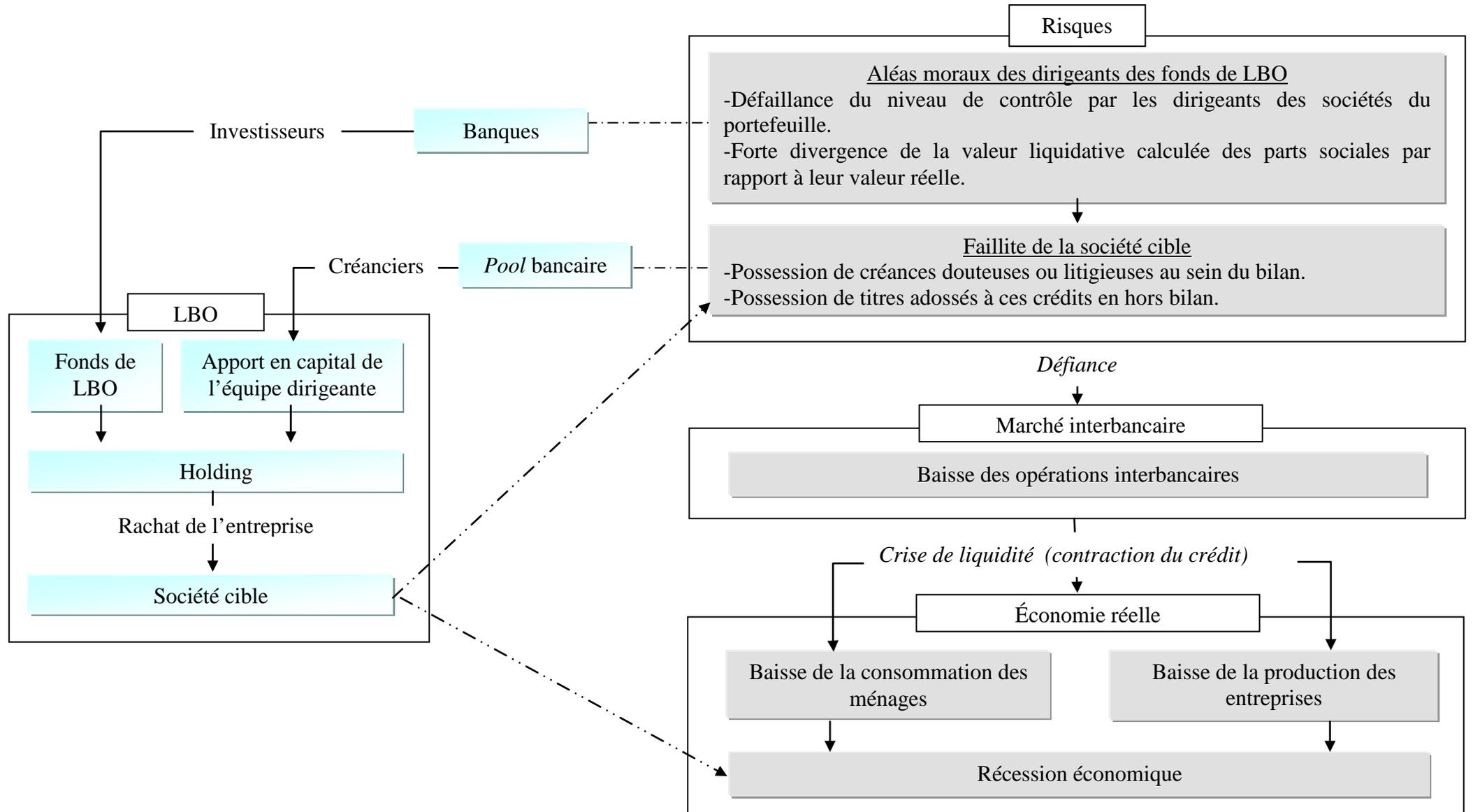
L'étude de Fiordelisi et Cipollini (2009), menée sur un panel de 25 pays de l'Union Européenne sur la période 2003-2007, met en évidence le renforcement de l'interdépendance des établissements bancaires entre eux depuis les années quatre-vingt en Europe. Elle montre que ce phénomène a transposé le risque systémique d'un niveau national à un niveau communautaire. Cette interdépendance des banques entre elles constitue le facteur de contagion dans le processus de transmission d'une crise de liquidité du système bancaire au système financier puis la sphère réelle dans la mesure où l'effondrement d'un établissement bancaire important se répercuterait sur l'ensemble du système bancaire (Ilkay, Aydogan et Akdeniz, 2006).

Cela s'explique par le fait que, lorsqu'une banque connaît des difficultés financières, elle se retrouve dans l'impossibilité d'honorer les remboursements des dettes qu'elle a envers les autres banques dont la situation financière se détériore par conséquent. Cette situation mise en évidence par Diamond et Dybvig (1983) entraîne une méfiance des déposants des banques sur la capacité de celles-ci à leur restituer leur argent qui se traduit par une course aux guichets (en anglais « *bank run* »). Ce comportement des déposants peut engendrer par un mécanisme d'anticipation auto réalisatrice la faillite de plusieurs banques. Même en l'absence de ce scénario, la difficulté des banques à se refinancer sur le marché interbancaire a elle-même deux conséquences sur l'activité de crédits des établissements bancaires.

D'une part, l'excès de la demande de monnaie par rapport à l'offre conduit à une hausse des taux d'intérêt qui correspond à un accroissement du coût du crédit. D'autre part, les banques

préférant conserver de la liquidité au sein de leur bilan, elles décident de restreindre le volume de leurs prêts. Cette contraction du crédit (en anglais « *credit crunch* ») a un impact direct sur l'économie réelle à travers deux canaux de transmission. Premièrement, la baisse du volume de crédit entrave le financement des entreprises qui entraîne une diminution de leur production. En second lieu, le resserrement du crédit réduit également les dépenses de consommation des ménages. Toute chose égale par ailleurs, la baisse de la production affecte le marché du travail en étant source de chômage et limite la création de richesse nationale. La figure 15 modélise, d'une part, les risques supportés par les investisseurs du capital investissement et met en évidence, d'autre part, le lien de contagion qui existe entre l'activité et l'économie réelle dans le développement d'une crise systémique.

Figure 15 : Canal de transmission du risque systémique du capital investissement à l'économie réelle par le système bancaire



Source : Auteur.

Conclusion du chapitre 5

L'objectif de ce chapitre était d'analyser les risques associés au modèle de financement du capital investissement. Pour cela, notre approche a été structurée en deux étapes abordées chacune dans une section. Dans un premier temps, nous avons étudié les risques intrinsèques de l'activité puis, nous avons examiné dans quelle mesure celle-ci pouvait représenter un risque pour l'ensemble du système économique. Il ressort de l'examen des risques intrinsèques du capital investissement que les investisseurs qui interviennent sur ce secteur supportent quatre types de risques. Il s'agit des risques de placement, de liquidité, de marché et d'investissement. L'exposition des investisseurs au risque de placement dépend du résultat net de l'entreprise mais aussi de la décision de l'assemblée des actionnaires de distribuer ou non des dividendes à la fin de l'exercice. Le risque de marché étant par nature imprévisible, l'action des investisseurs à ce niveau reste relativement circonscrite.

Au contraire, l'existence d'un marché secondaire et de la possibilité d'instaurer des clauses autorisant la revente des parts sociales avant la fin de la période d'investissement réduisent le risque de liquidité. Sur le même principe, la mise en place d'arrangements contractuels, limite le risque d'investissement associé aux comportements d'aléas moraux des dirigeants de fonds de capital investissement. Ces mesures préviennent la défaillance du niveau de contrôle de la qualité des portefeuilles d'actions par les gérants de fonds de capital investissement ainsi que l'existence d'écarts significatifs entre les valeurs liquidatives calculées des parts sociales et leurs valeurs réelles. Ces clauses réduisent la portée du risque d'investissement du secteur du capital investissement en tant que vecteur de risque systémique.

Ce point a été approfondi dans la deuxième section de ce chapitre, où nous avons examiné par quels canaux de transmission un choc affectant le capital investissement pouvait se propager à l'ensemble du système. Dans un premier temps, nous avons identifié deux scénarios où les LBO pouvaient représenter un vecteur de risque systémique. Ces situations sont la réalisation des RLBO qui sont LBO successifs sur une même société cotée sur les marchés financiers et la transmission excessive de titres de sociétés sous LBO à des particuliers. Ces pratiques sont, à ce jour, exceptionnelles et leur fréquence de réalisation reste limitée.

Ensuite, nous avons examiné, de façon plus générale, par quel moyen un choc affectant le secteur du capital investissement pouvait s'étendre à l'ensemble de l'économie. Nous avons montré que le secteur bancaire constituait le vecteur de transmission le plus important de la propagation d'un choc touchant initialement le capital investissement à l'ensemble de la sphère réelle. À l'aube de la crise financière initiée en 2008, les banques intervenaient à deux niveaux dans le capital investissement. D'une part, elles agissaient en tant que fonds de capital investissement par le biais de leurs filiales spécialisées dans cette activité. D'autre part, elles étaient également créanciers des sociétés sous LBO. Nous avons mis en évidence le fait que dans le premier cas, l'implication des filiales des banques pouvait constituer une source de risque systémique sous deux conditions, à savoir la défaillance synchronisée des gérants des filiales et l'importance des montants investis par les banques dans les opérations de capital investissement dans leurs bilans. La présence de clauses destinées à prévenir les comportements d'aléas moraux que nous avons étudiés précédemment est destinée à limiter la portée de ce risque.

Dans le second cas, nous avons montré que la faillite de plusieurs fonds de capital investissement pouvait provoquer une détérioration de la solvabilité des banques suffisante pour générer une crise économique. Cette baisse de leurs solvabilités déclencherait une crise de confiance sur les marchés interbancaires. Le mécanisme de déclenchement d'une crise systémique se ferait alors par le canal du crédit et la raréfaction des opérations de dépôts et de crédits entre les banques se répercuterait sur la sphère réelle par un phénomène de contraction du crédit (en anglais « *credit crunch* ») qui serait à l'origine d'une récession en diminuant simultanément la production des entreprises et la consommation des ménages.

Conclusion de la partie 2

L'objectif de cette partie était d'étudier les enjeux de l'intégration économique du capital investissement. Afin d'évaluer les gains et les coûts induits par le modèle de financement de ce secteur, notre approche a été organisée en trois axes de réflexion, traités chacun dans un chapitre, qu'ont été l'analyse de son impact sur la compétitivité des entreprises, de ses effets sur l'emploi et de ses risques internes ainsi que des conditions dans lesquelles cette activité pouvait être elle-même vecteur de risque pour la sphère réelle. L'analyse que nous avons menée dans cette partie a mis en évidence le fait que la plupart des critiques faites à l'encontre du capital investissement s'adressaient aux opérations de LBO, et plus particulièrement à celles, avec recours à l'endettement. Cette focalisation des polémiques autour du capital investissement sur les LBO s'explique principalement par l'importance, en valeur, des opérations de ce segment du secteur dans l'économie mondiale.

Le troisième chapitre a traité de l'incidence du capital investissement sur la performance des entreprises. Nous avons montré qu'une controverse opposait les théories du niveau d'efficience à celles du poids de la dette. Les premières affirment que la structure managériale et financière des entreprises soutenues par le capital investissement favorise, d'une part, la convergence des intérêts entre les actionnaires, les fonds de capital investissement et les entreprises et, stimule, d'autre part, la croissance interne des sociétés. Les théories du poids de la dette soutiennent quant à elles, que les entreprises sous LBO réduisent leur frais d'investissements afin d'être en mesure d'honorer le remboursement de l'emprunt qui a financé leur rachat. Deux principaux enseignements ressortent de l'examen des études empiriques que nous avons réalisé. En premier lieu, les entreprises ayant fait l'objet d'un LBO avec endettement réduisent, en moyenne, leurs dépenses d'investissement pendant les deux premières années suivant leur rachat. Cependant, cette baisse de leurs frais d'investissement n'affecte pas leur performance. En second lieu, ces sociétés et l'ensemble de celles soutenues par le capital investissement présentent, en moyenne, à partir de la deuxième année après leur rachat une performance opérationnelle supérieure à celle de leurs concurrents.

Ce gain de compétitivité provient de trois facteurs que sont la résolution des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise, l'alignement des schémas cognitifs des gérants de fonds de capital investissement et des cadres de l'entreprise et l'optimisation des quatre piliers de la croissance interne que sont la gestion de la technologie, le développement de compétences clés, le rythme de l'innovation et la communication stratégique. Ensuite, dans le quatrième chapitre, nous avons étudié les effets du capital investissement sur le marché de l'emploi. Notre analyse a considéré les arguments des deux théories qui s'opposent à ce sujet. De nouveau, les critiques qui portent sur l'impact du secteur sur marché du travail concernent essentiellement les LBO.

Cela s'explique par la nature des stades, du cycle de l'entreprise financée par les trois autres segments du capital investissement dans la mesure où le soutien apporté par le capital retournement aux entreprises en phase de déclin participe à la sauvegarde d'emplois et que les études empiriques montrent que le capital risque et le capital développement, qui financent respectivement, la création et la croissance des sociétés, sont, créateurs de nouveaux emplois. Nous avons, à ce sujet, nuancé à travers une explication théorique, l'effet du capital risque sur l'emploi en rappelant que l'incidence de ce segment du capital investissement sur le marché du travail devait aussi être analysée sous l'angle du progrès technique. Sous cette approche, le capital risque est à la fois à l'origine de la création de nouveaux emplois, provenant de l'émergence de nouveaux produits et services, et de la disparition de postes du fait de l'obsolescence des produits et des services remplacés par de nouvelles offres. Nous avons également montré, que les théories de transfert de richesse expliquaient le gain de compétitivité des entreprises sous LBO, sur le court terme, par un abaissement de leurs charges de personnel provenant d'une baisse de leur effectif alors qu'au contraire les théories de création de valeur, attribuent le surcroît de performance de ces sociétés à l'optimisation de leurs domaines stratégique, organisationnel et opérationnel.

Puis, nous avons démontré à travers l'examen des études que les théories de transfert de richesse et que celles de création de valeur ne devaient pas être mises en opposition mais être considérées conjointement du fait de leur complémentarité dans l'explication des effets du capital investissement sur l'emploi. En effet, sur le court terme, en moyenne un à deux ans après leur rachat, l'effectif des entreprises sous LBO diminue. Les emplois supprimés correspondent à des postes non productifs et il en résulte une baisse des charges de personnels qui améliore la rentabilité des sociétés. Cette réorganisation des entreprises s'inscrit,

cependant, dans une nouvelle définition de leurs axes stratégiques et à partir de la deuxième année après le LBO, leur effectif croit sous l'impulsion de l'optimisation de leur croissance interne et dépasse, à partir de la fin de la troisième année après la réalisation du LBO, le niveau auquel il était avant le rachat. L'entreprise devient alors créatrice nette d'emploi lors des années suivantes.

Par la suite, le cinquième chapitre a examiné le modèle du capital investissement sous l'angle du risque. Notre étude a d'abord porté sur les risques intrinsèques du secteur que sont les risques de placement, de liquidité, de marché et d'investissement. Nous avons montré que l'action des investisseurs sur le risque de marché, associé aux chocs conjoncturels, était limitée mais qu'en revanche des dispositions étaient prises par ces derniers afin de réduire leur exposition aux trois autres risques. Parmi ces mesures, le vote d'une distribution de dividende en assemblée des actionnaires peut constituer une garantie contre le risque de placement bien que les investisseurs, du fait de leur objectif de réalisation de plus values sur le long terme, préfèrent, en général, procéder au réinvestissement des bénéfices, de leurs entreprises au poste comptable de réserves de ces dernières, plutôt que de percevoir leurs dividendes. De même, la possibilité d'insérer dans le contrat d'investissement initial une clause autorisant la revente des parts sociales avant la fin de la période d'investissement et l'existence d'un marché secondaire du capital investissement réduisent le risque de liquidité. Enfin, d'autres arrangements contractuels portant sur l'usage des capitaux investis protègent les investisseurs contre le risque d'investissement provenant de comportements d'aléas moraux des dirigeants de fonds de capital investissement.

Nous avons ensuite analysé sous quelles conditions le capital investissement pouvait être porteur de risque systémique. Il ressort que le secteur bancaire constitue le principal vecteur de propagation dans la transmission d'un choc affectant initialement le capital investissement à l'économie réelle. Les établissements bancaires interviennent à deux niveaux dans le capital investissement, en tant qu'intermédiaires à travers des filiales spécialisées dans l'activité et tant que créancier dans les montages d'opérations de LBO. La présence des clauses contractuelles, destinées à prévenir le risque d'investissement lié aux comportements d'aléas moraux, que nous avons étudiée précédemment, limite la probabilité d'occurrence d'une faillite généralisée d'une majorité des intermédiaires du capital investissement, qu'il s'agisse des fonds de pensions, des investisseurs institutionnels ou d'autre type de fonds.

Par conséquent, il est plus probable qu'un choc touchant le secteur du capital investissement se propage à l'ensemble de la sphère réelle par le canal du crédit. De nouveau, il semble que ce risque soit plus important pour les LBO compte tenu de leur poids économique et que, de ce fait, une défaillance de plusieurs sociétés sous LBO, lors d'un retournement économique, affecterait la qualité du portefeuille de dette des banques.

Cette détérioration du bilan des banques provoquerait alors une méfiance sur les marchés monétaires qui paralyserait les opérations interbancaires et déclencherait une contraction du volume des crédits octroyés aux entreprises et aux particuliers. Ce raisonnement se base sur l'hypothèse que les entreprises sous LBO présenteraient un risque de détresse financière et de faillite plus important que les concurrents de leurs secteurs. Nous examinons la véracité de ce postulat dans la troisième partie de cette thèse dans laquelle nous analysons à travers deux chapitres le rôle du capital investissement dans l'origine et le développement de la crise des *subprimes* ainsi que les perspectives d'évolution du secteur dans les années à venir.

Partie III - Capital investissement et crise économique : une analyse des mécanismes de causes à effets

« *Private Equity: Part of the Crisis or Part of the Solution?* » (Wharton Private Equity, 2011).

Introduction de la partie 3

La crise économique mondiale qui a commencé en 2008, suite celle des crédits immobiliers hypothécaires américains, est la plus importante depuis celle de 1929, par la célérité de sa propagation dans les pays développés (Rubio, Guardiola et Gonzalez Gomez, 2012). Cette crise a conduit à de nombreux débats sur l'évolution des marchés monétaires et financiers et sur les réformes réglementaires à mettre en place afin de préserver la stabilité du système économique. Parmi ces discussions, une nouvelle vague de remise en cause du modèle de financement du capital investissement accuse le secteur d'avoir eu une implication déterminante dans la crise des *subprimes*. L'analyse des mécanismes de causes à effets entre l'évolution du capital investissement et la crise économique initiée en 2008 constitue, de ce fait, un point fondamental de cette thèse qui porte sur l'analyse de la pertinence du modèle de financement de cette activité.

C'est en ce sens qu'est structurée cette partie dont les deux principaux objectifs sont d'examiner la question d'une potentielle responsabilité du capital investissement dans la crise économique consécutive à la crise des *subprimes* et d'analyser l'avenir du secteur suite à cet événement. Nous développons chacun de ces axes de réflexion dans un chapitre. Dans le sixième, nous cherchons à déterminer si le capital investissement a eu une part de responsabilité en tant que déclencheur ou d'amplificateur dans la crise financière initiée en 2007. Notre approche est organisée en trois étapes faisant chacune l'objet d'une section. Dans la première, nous identifions les différentes phases de la crise, de son origine qui correspond à l'octroi des crédits *subprimes* américains à son développement aux marchés financiers mondiaux puis à la sphère réelle par le biais de deux canaux de transmission majeurs. Le premier a été l'utilisation de la titrisation qui fut le principal élément déclencheur de la crise dans une situation macroéconomique mondiale déjà instable. La titrisation de capitaux est le processus structuré qui regroupe des actifs financiers, les garantis, et les vend sous forme de valeurs, adossées à un actif, sur le marché des capitaux.

En permettant le passage du modèle « *originate to hold* » à celui du « *originate to distribute* », nous montrons que ce procédé, censé permettre un transfert du risque de contrepartie des bilans bancaires vers les marchés financiers, a, en fait, favorisé le risque de sélection adverse des emprunteurs. Parallèlement, la défaillance des agences de notations dans l'évaluation de la qualité et du niveau de risque des titres associés aux crédits *subprimes* a permis une vaste diffusion de ces actifs sur les marchés financiers jusqu'à l'abaissement brutal de leurs notes à partir du mois d'août 2008, suite aux faillites de certaines sociétés de crédits hypothécaires. Cette étape a joué le rôle de détonateur d'une crise de confiance sur les marchés financiers et monétaires. La manifestation de cette défiance a été la paralysie des transactions sur les marchés interbancaires. Il en a résulté une contraction de l'offre de crédit (en anglais « *credit crunch* ») qui a constitué le second canal de transmission de la crise des marchés financiers à l'économie réelle.

Ensuite, dans une seconde étape, nous évaluons la responsabilité du capital investissement dans la crise. Nous montrons que quelques fonds du secteur ont acheté des titres structurés adossés aux crédits *subprimes* avant le déclenchement de la crise lorsque ceux-ci étaient bien notés. La responsabilité du capital investissement dans l'amplification de la crise reste cependant limitée compte tenu de la présence de fortes asymétries d'informations au moment de la réalisation de ces transactions. Le lien entre la crise des *subprimes* et l'évolution du capital investissement avant et après cet événement est, en fait, plus complexe qu'il n'y paraît. Il ressort que les faibles taux d'intérêt et le recours à la titrisation, qui ont été les deux principaux facteurs à l'origine la crise des *subprimes*, ont également favorisé la forte croissance des opérations de méga Buy-Out qui sont des LBO de plus d'un milliard de dollars USD, entre 2004 et 2007, qui est une période considérée comme une phase de « surchauffe du marché » (Bord et Santos, 2011). L'importance économique de ces LBO titrisés encore appelés SBO (*Securitization Buy-Out*) a suscité, au sein de la littérature économique et au niveau politique, la crainte d'une nouvelle crise des crédits LBO qui serait sous une forme identique à ceux des *subprimes*.

Nous montrons, cependant, que la titrisation des LBO présente deux particularités qui limitent le risque de sélection adverse de l'emprunteur qui a été déterminant dans la crise des *subprimes*. En premier lieu, contrairement aux crédits *subprimes*, les montages de LBO ont présenté la spécificité d'être réalisés dans le cadre d'un partenariat de plusieurs banques désigné sous le terme de « *pool bancaire* ». Cette organisation limite, par un processus de

contrôle mutuel, le risque d'aléa moral des banques. En second lieu, la titrisation des LBO se différencie de celle des crédits *subprimes* dans son caractère partiel. En moyenne, 27 % du montant d'un crédit LBO réalisé pendant la période 1997-2005, a été non titrisé et détenu par la banque originatrice du prêt (« *lead bank* »). La détention de cette portion non titrisée par la *lead bank* a été essentielle puisqu'elle a assuré un maintien de l'exposition au risque de contrepartie des crédits LBO par ces dernières et a limité, de ce fait, le risque de sélection adverse. Le montant de ce taux est décisif puisque nous montrons que sa diminution, pendant la période 2004-2007, s'est accompagnée d'une hausse des *spreads* associés aux crédits des LBO titrisés qui s'est traduit par un accroissement de l'écart entre le taux des LBO et celui des obligations d'États et qui a été synonyme de charges financières plus importantes pour les entreprises cibles. Face à l'importance de ces frais, certaines entreprises présentant, pourtant, de bons niveaux de rentabilité sont parfois contraintes de demander un refinancement de leur dette d'acquisition. Les échéances des prêts LBO octroyés pendant la période 2004-2007 étant prévues pour la période 2014-2016, nous concluons que les trois prochaines années s'avéreront donc déterminantes pour le segment du capital transmission/LBO.

Puis, nous étudions, dans un septième chapitre, les perspectives d'évolution du capital investissement suite à la crise. Notre objectif est de déterminer l'évolution de l'activité qui nous semble être la plus probable actuellement. Pour cela, nous choisissons comme base de notre analyse la théorie de Lerner (2011) qui étudie quatre futurs potentiels du secteur. Cette théorie repose sur l'étude de deux facteurs que sont le niveau de rendements des investissements et celui des engagements, en valeur, des investisseurs. Nous enrichissons ensuite ce cadre théorique en y intégrant un aspect qui n'y a pas été approfondi. Il s'agit de l'analyse de l'impact des réformes législatives adoptées suite à la crise. Ces nouvelles lois sont les règles Dodd-Frank, les directives AIFM (*Alternative Investment Fund Managers Directive*) et MIF II (marchés d'instruments financiers II) et les règles prudentielles Bâle III et *Solvency II*.

Nous montrons que ces réformes exercent deux effets sur le capital investissement. Certaines d'entre elles sont destinées à renforcer le degré de transparence du secteur et qu'elles entraînent une hausse des frais de gestion et de contrôle des fonds. D'autres, ayant pour objectif de réduire le risque systémique restreignent l'implication des investisseurs institutionnels dans les opérations de capital investissement et se traduisent par une baisse des levées de fonds en amont du processus d'investissement de l'activité.

Nous montrons que ces réformes réglementaires qui impactent plus ou moins directement le capital investissement concernent, principalement les deux marchés mondiaux du secteur que sont les États-Unis et l'Europe et que cette évolution du cadre réglementaire du capital investissement dans ces régions a pour effet de renforcer l'attractivité des pays émergents à forte croissance économique. Ces pays sont principalement ceux du BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud) ainsi que des pays d'Afrique du nord tels que le Maroc, la Tunisie, l'Algérie et l'Égypte. Nous mettons en évidence le fait que cet ensemble de pays émergents est hétérogène tant dans ses atouts que dans ses faiblesses.

Lors de la dernière décennie, la Chine et l'Inde ont capté, à eux seuls, plus de la moitié des investissements internationaux de capital investissement réalisés sur le marché des pays émergents. Ces deux pays possèdent, en dehors de leurs croissances économiques, deux atouts majeurs. Il s'agit de la liquidité de leurs marchés financiers et du dynamisme de leurs cultures entrepreneuriales. Nous montrons, néanmoins, que la présence grandissante des acteurs locaux dans ces territoires rend l'implantation de nouveau fonds internationaux plus complexe en renforçant l'environnement concurrentiel de ces marchés caractérisés par un niveau de protection des investisseurs relativement faible.

L'Afrique du Sud dont la principale force est sa culture anglophone et son haut niveau de protection des investisseurs et le Brésil qui présente des opportunités d'investissement, sont un peu plus en retrait que la Chine et l'Inde mais suscitent également l'intérêt des fonds internationaux alors que la Russie est le pays des cinq BRICS qui marque le plus important retard, notamment, au niveau de son environnement humain et social et de la profondeur de son marché des capitaux. La surprise pourrait aussi venir des pays d'Afrique du Nord et, plus précisément, du Maroc et de la Tunisie qui bénéficient tous les deux d'une attractivité de plus en plus importante pour les opérations de capital investissement sous les effets conjugués de leurs croissances économiques et de l'élévation de leurs niveaux de protection des investisseurs.

Chapitre 6 - Évaluation de la responsabilité du capital investissement dans la crise économique initiée en 2008

« The current crisis marks the end of an era of credit expansion based on the dollar as the international reserve currency. The periodic crises were part of a larger boom-bust process. This crisis is the culmination of a super-boom that has lasted for more than 60 years. »
(Soros, 2008).

Introduction du chapitre 6

L'objectif de ce chapitre est de déterminer le rôle du capital investissement dans la crise économique survenue suite à la crise des *subprimes*. Pour cela, notre analyse est organisée en trois sections. Dans la première, nous revenons sur les différentes phases de cette crise en montrant l'importance de l'instabilité de la situation macro-économique dans son origine. Ensuite, à travers l'examen des faits stylisés, nous identifions trois étapes dans la propagation de cette crise que sont l'éclatement de la crise des crédits *subprimes*, son extension aux marchés financiers puis sa transmission à « l'économie réelle⁶ ». Nous mettons en évidence le rôle décisif de la titrisation dans l'amplification de cette crise en montrant que ce procédé financier a constitué le premier canal de transmission de la crise des crédits *subprimes* aux marchés financiers.

Nous mettons également en évidence la responsabilité des principales agences de notations, dans l'ampleur de cette crise, à deux niveaux. Nous montrons, tout d'abord, que leur défaillance dans l'appréciation du risque des titres structurés adossés aux crédits *subprimes* a permis la diffusion de ces actifs sur les marchés financiers jusqu'au mois d'août 2008 puis que l'abaissement massif des notes de ces titres par les agences de notation, à partir de ce mois, a instauré un climat de défiance sur les marchés financiers (Demyanyk et Van Hemert, 2008 ; Whalen, 2008). Il en a résulté une crise de confiance sur les marchés interbancaires dont les transactions ont été fortement réduites et qui s'est traduite par une difficulté de refinancement des banques sur ces marchés. Par la suite, les établissements bancaires ont fortement réduit le volume de leurs prêts octroyés aux ménages et aux entreprises.

⁶Le terme « économie réelle » ou de « sphère réelle est employé, notamment, par Schackmann-Fallis (2013). Ce concept est mis en opposition avec celui de la « sphère financière » qui désigne la finance et les marchés boursiers.

Cette restriction de l'offre de crédit a alors été le second canal de transmission de la crise, des marchés financiers à la « sphère réelle ». Puis, dans une seconde section, nous examinons la question d'une, potentielle, responsabilité du capital investissement dans la crise en déterminant son rôle dans le processus de titrisation qui a été le pilier du passage du modèle « *originate to hold* » au modèle « *originate to distribute* » des banques et le détonateur de la crise. Cette évolution du mode de fonctionnement des établissements bancaires a été déterminante dans la déstabilisation du système financier lors de la crise. Trois catégories d'acteurs ont tenu un rôle prédominant dans le mécanisme de la titrisation. Il s'agit des originateurs, des *Special Purpose Vehicle* (SPV) et des arrangeurs. Des fonds de gestion de portefeuille, dont ceux de capital investissement, sont intervenus dans certaines transactions, des titres adossés aux crédits *subprimes*, en tant qu'acheteur de titres. Ces achats ont cependant été réalisés dans un contexte où la défaillance des agences de notation a renforcé la présence d'asymétries d'informations sur la qualité et le niveau de risque des titres, entre les émetteurs de ces actifs et leurs acheteurs. Il apparaît, de ce fait, que la responsabilité du capital investissement a été limitée dans le processus de titrisation qui a été un des éléments moteurs de la crise. Nous montrons alors que le secteur, et plus particulièrement, que le segment du capital transmission/LBO, a, en fait, bénéficié de la conjoncture économique à travers deux facteurs qui ont été l'utilisation de la titrisation par les banques et le faible niveau des taux d'intérêt.

Par la suite, nous approfondissons, dans une troisième section, l'étude des transactions réalisées avant et après le début de la crise des *subprimes* à travers l'analyse des SBO (*Securitization Buy Out*) qui est une forme de LBO titrisée qui s'est développée ces dernières années. Nous examinons deux types de SBO. Il s'agit des LBO avec émissions de titres structurés et de ceux avec des CLO (*Collateralized Loan Obligations*). Le premier permet le financement du cycle d'exploitation et des dépenses d'investissement des entreprises par les marchés financiers par l'intermédiaire d'un Fonds Commun de Créances (FCC). Le second repose sur un principe de transfert du risque de contrepartie des crédits LBO aux marchés financiers. Nous montrons, que compte tenu de l'importance de leurs montants, que les SBO avec CLO présentent un plus grand risque systémique que ceux avec titres structurés et que ce risque, a suscité dès l'année 2009, de nombreuses craintes au sein de la littérature économique qui redoutait une réplique de la crise des crédits *subprimes*.

Ces appréhensions ont donné naissance à des prédictions sur un éventuel défaut massif des sociétés sous LBO en raison d'un niveau élevé des *spreads* de leur taux d'intérêt, c'est-à-dire de l'écart de ces taux par rapport à ceux des obligations d'États (Meerkatt et Liechtenstein, 2008). Toutefois, quatre ans plus tard, ces prévisions ne se sont pas concrétisées. Nous expliquons, ensuite, cette résistance des SBO avec CLO, par l'étude de deux différences entre leur processus de titrisation et celui des crédits *subprimes*. La première se situe en amont du processus de titrisation des SBO avec CLO avec la présence d'un *pool* bancaire dans le montage de l'opération. Cette association de plusieurs banques mise en place afin de permettre le partage du risque de contrepartie des LBO dont les montants sont en moyenne de 522 millions de dollars USD, limite le risque de sélection adverse des emprunteurs.

La seconde spécificité des SBO avec CLO réduit, également, ce risque de défaillance dans l'appréciation de la solvabilité des emprunteurs par les banques. Il s'agit de la conservation d'une partie non titrisée de la dette LBO par la banque originatrice (« *lead bank* ») du prêt au sein de son bilan. La sauvegarde d'une portion de crédit LBO non titrisé en moyenne de 27 %, par la *lead bank* est désignée par l'expression « *skin in the game* » qui fait référence à l'implication personnelle et financière d'une personne physique ou morale dans un projet. Ce maintien de l'exposition au risque de contrepartie des crédits LBO par la *lead bank* est déterminant. Nous montrons, en effet, qu'il n'y a pas eu de différences significatives, sur la période 1995-2004, en termes de performance, entre les sociétés dont les LBO avaient été titrisés et ceux dont les LBO ne l'avaient pas été lorsque ce taux de conservation de la partie non titrisé du LBO par la banque originatrice du prêt était de près de 27 % et qu'au contraire, que la baisse de ce taux, pendant la période 2004-2007 de surchauffe du marché des LBO, a été en général accompagnée de taux d'intérêt plus élevé pour les LBO titrisés par rapport à ceux non titrisés.

Sur le plan opérationnel, l'accroissement des *spreads* de ces LBO s'est parfois concrétisé par une hausse des frais financiers supportés par les entreprises cibles et, par conséquent, d'une baisse de leur capacité à honorer leurs remboursements et à respecter leurs covenants suite à la récession entamée par l'économie mondiale. Lorsque cette situation se produit, ces entreprises se retrouvent en situation dite « de défaut » et deux situations sont possibles. D'une part, ses prêteurs peuvent maintenir leurs conditions de crédit et dans ce cas, la faillite de l'entreprise est envisageable si sa situation financière ne s'améliore pas.

D'autre part, ses créanciers peuvent lui accorder un refinancement de sa dette en acceptant de modifier les conditions du prêt. L'échéance des crédits des sociétés dont les LBO ont été réalisés et titrisés entre 2004 et 2007 est prévue pour les trois prochaines années. Le montant total estimé à refinancer en cas de défaillance de ces sociétés s'élève à plus de mille milliards de dollars USD au niveau mondial. Cette période sera donc décisive pour la viabilité de ces entreprises et pour l'ensemble du marché des LBO.

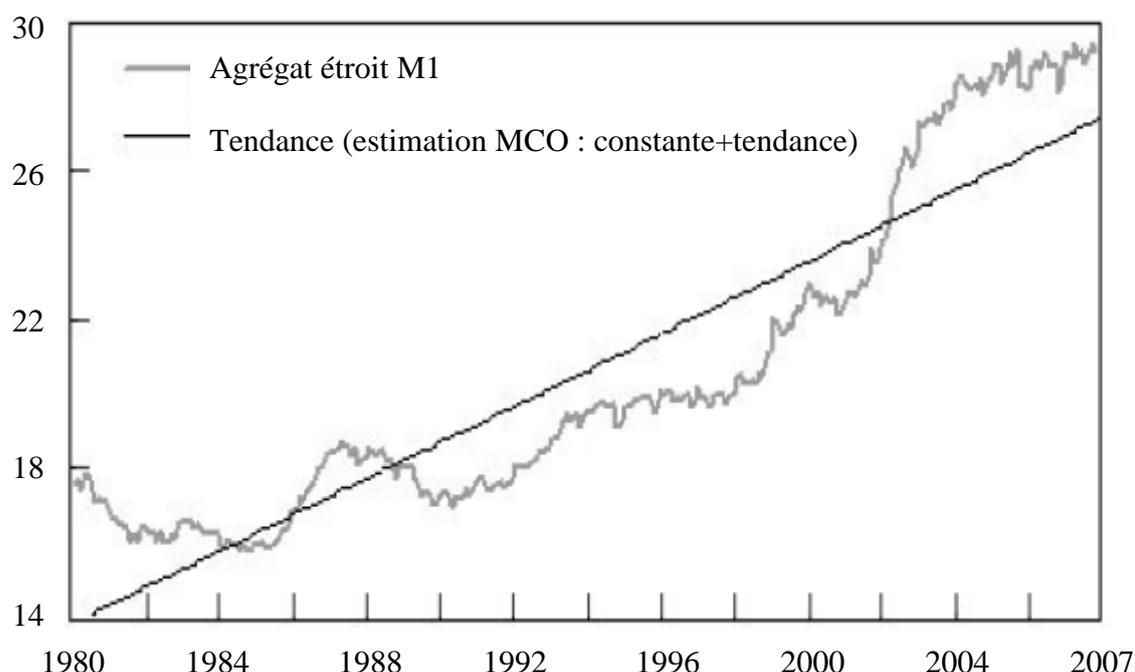
Section 1 : Mécanismes de la crise

Cette section identifie les étapes de la propagation de la crise des *subprimes* à l'ensemble de la sphère réelle. Il existe deux approches qui expliquent l'émergence et l'amplification de cette crise. Les bases de la première sont conjoncturelles. La crise est définie comme une résultante d'une série de dysfonctionnements produits au cours de l'année 2007. La seconde approche, considère que la cause véritable de cette crise a été un système financier mondial instable, qui a favorisé son déclenchement. Nous retenons cette approche en raison de son analyse approfondie des facteurs sous-jacents de la crise. Le rapport réalisé par Artus, Betbèze, De Boissieu et Capelle-Blancard (2008) pour le Conseil d'Analyse Économique (CAE) met en évidence les caractéristiques de la situation macroéconomique qui a participé à l'apparition et l'extension de la crise (figure 16).

Deux paradoxes expliquent le développement de la crise. Il s'agit de ceux de la tranquillité et de la crédibilité. Le terme de « paradoxe de la tranquillité » a été utilisé, pour la première fois, par Minsky (1986) pour désigner les phases de croissance propices à l'endettement des ménages et des entreprises qui sont des périodes caractérisées par une hausse significative de leur niveau de consommation qui excèdent parfois leur capacité de remboursement. Le recours à un niveau excessif d'emprunt augmente le risque de défaut de ces agents économiques en cas de retournement conjoncturel défavorable. Lors de la crise financière initiée en 2007, ce premier paradoxe a été combiné à celui « de la crédibilité » (Borio et Shim, 2007). L'efficacité des mesures menées par les banques centrales afin de garantir la stabilité des prix, a permis à ces dernières de renforcer leur crédibilité. Parallèlement, la hausse du niveau d'épargne des pays émergents a généré un accroissement de la liquidité sur les marchés monétaires, qui s'est traduit par une baisse des rendements obligataires et des montants des primes de risques. Dans la recherche d'une performance supérieure à celle des obligations, les investisseurs des marchés financiers ont alors accru leurs exigences en rendements et ce contexte a favorisé le développement d'innovations financières telles que la titrisation.

La théorie du surendettement dont les bases ont été posées par les travaux de Fisher (1933) et Boyer (1988) permet également d'identifier les dysfonctionnements qui ont conduit à la crise. Le point de départ est un choc de productivité qui a pour effet de stimuler la croissance. Il s'ensuit, une hausse de la consommation qui encourage l'entrepreneuriat. Les demandes de financements de projets d'entreprise conduisent à une hausse du volume de crédit. Le système est conçu afin que des mécanismes de stabilisation limitent ce phénomène puisque les banques ne peuvent octroyer davantage des crédits au-delà d'un seuil d'exigences de fonds propres. Ce développement du crédit est également, en théorie, ralenti par la montée de l'inflation qui entraîne un durcissement de la politique monétaire conduisant à une hausse des taux d'intérêt. Toutefois, ce processus ne s'est pas déroulé ainsi lors de la crise économique qui a débuté en 2007 et il en a résulté un excès de liquidité matérialisé par la croissance de la masse monétaire exprimé en pourcentage de PIB aux États-Unis, au sein de l'Union Européenne, du Royaume-Uni, du Japon, du Canada et de la Chine (graphique 31).

Graphique 31 : Évolution de la masse monétaire en pourcentage de PIB de 1980 à 2007



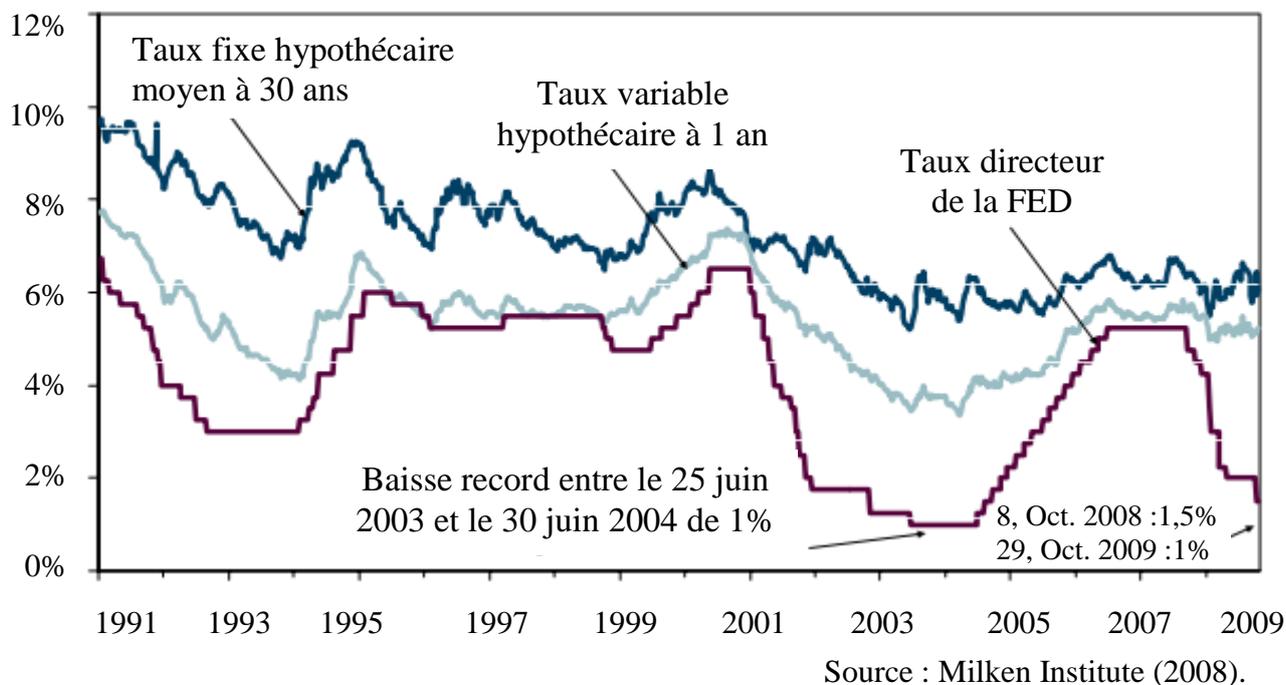
Lecture : l'agrégat étroit M1 comporte les pièces et les billets en circulation dans le secteur non bancaire et les dépôts à vue. Les calculs sont réalisés sur les États-Unis, l'Union Européenne, le Royaume-Uni, le Japon, le Canada et la Chine.

Source : Artus, Betbèze, De Boissieu et Capelle-Blancard (2008).

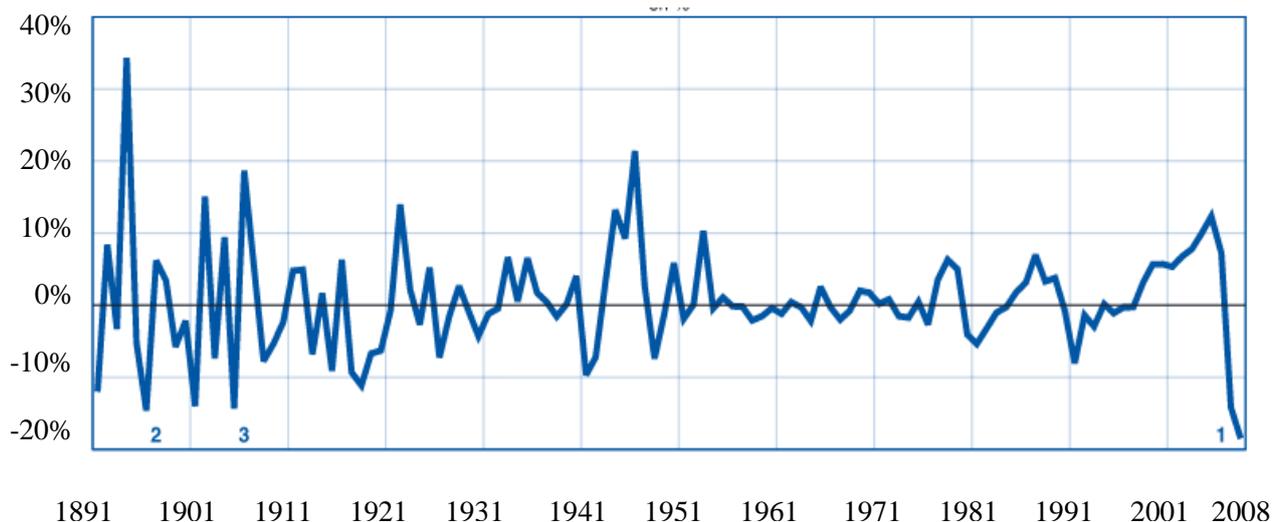
Cette abondance de liquidité a permis le financement, aux États-Unis, des crédits dits « *subprimes* » qui sont des emprunts aux niveaux de risque et de taux d'intérêt supérieurs à ceux de la catégorie des prêts accordés, au taux « *prime lending rate* » réservés aux emprunteurs dont la solvabilité est jugée élevée. Ces crédits *subprimes*, à taux fixe ou variable, ont été octroyés par des sociétés, de prêts hypothécaires et des courtiers, soumis à un niveau de contrôle moins rigoureux que celui des banques. Ils s'adressaient à une catégorie de ménages présentant une faible solvabilité et le degré de risque élevé de ces prêts était compensé par la mise en hypothèque du bien immobilier dont l'acquisition était financée par l'emprunt.

À partir de la fin de l'année 2006, la hausse des taux d'intérêt variables (graphique 32) a été combinée à la baisse des prix de l'immobilier (graphique 33).

Graphique 32 : Évolution du taux directeur de la FED et des taux d'intérêt hypothécaire fixe et variable de 1991 à 2009



Graphique 33 : Taux de croissance annuel des prix de l'immobilier aux États-Unis

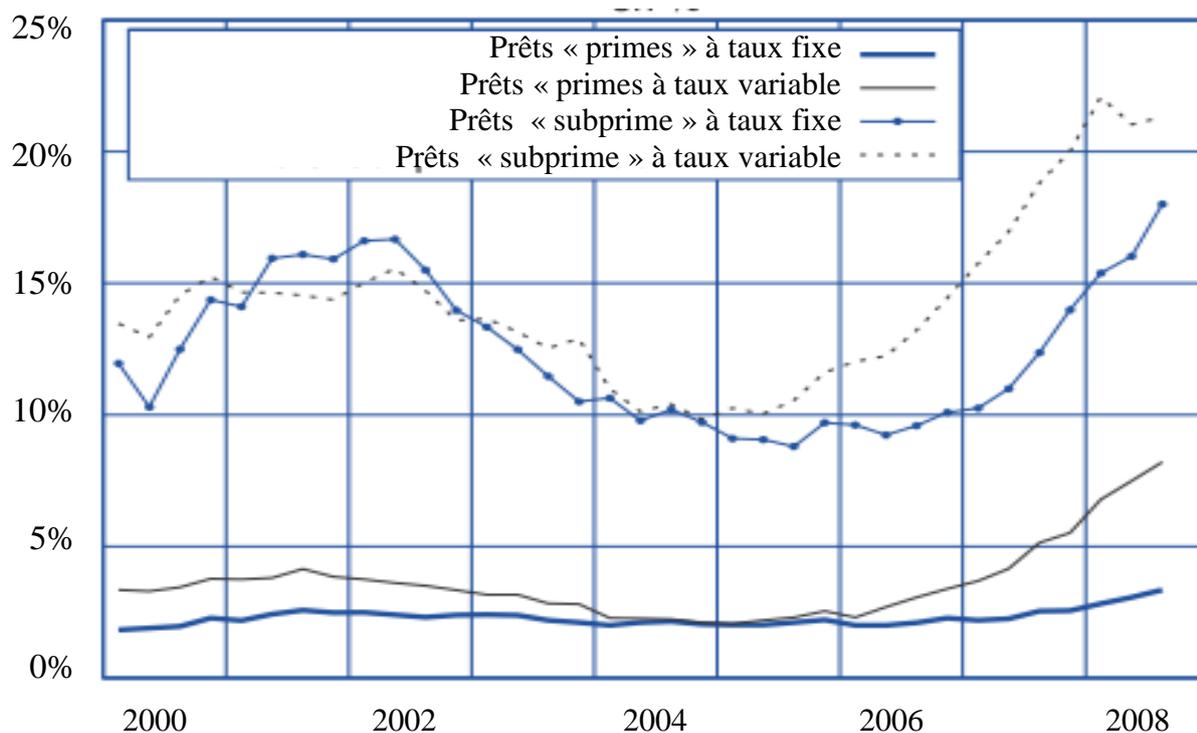


Lecture : Le dernier point correspond à l'année 2008. Les trois principales baisses depuis 1891 sont signalées sur le graphique. Cet indice est disponible sur la page de Shiller R <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Source : Bricogne, Lapègue et Monso (2009).

Les évolutions simultanées du marché de l'immobilier américain et des taux d'intérêt ont entraîné un accroissement du taux de défaut des prêts *subprimes* (graphique 34). De nombreux ménages ayant contracté des prêts *subprimes* à taux variable se sont alors retrouvés en procédure de saisie (graphique 35).

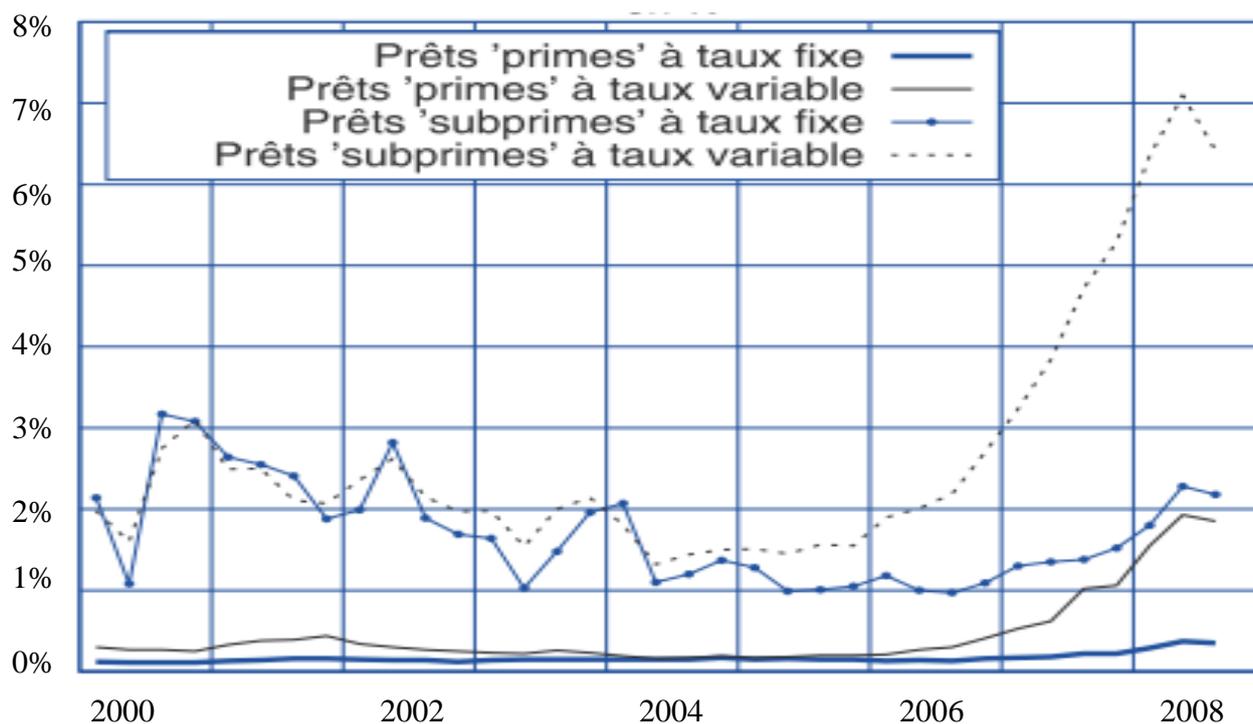
Graphique 34 : Taux de défaut pour les principales catégories de prêt



Lecture : Le dernier point correspond au troisième trimestre de l'année 2008.

Source : Bricogne, Lapègue et Monso (2009) à partir de DataInsight.

Graphique 35 : Part des prêts entrant en procédure de saisie, par catégories

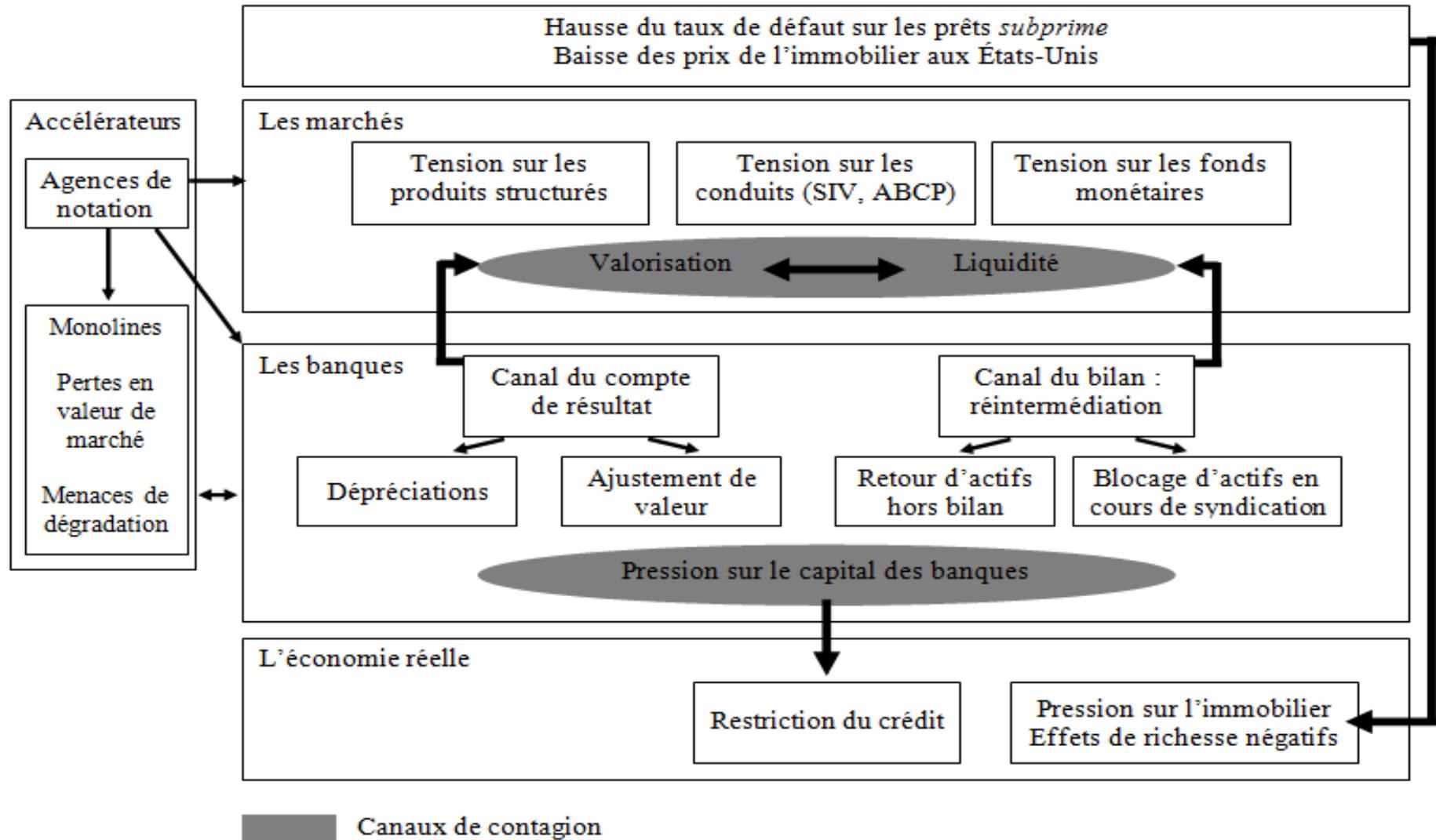


Lecture : Le dernier point correspond au troisième trimestre de l'année 2008.

Source : Bricogne, Lapègue et Monso (2009) à partir de Datalnsight.

La figure 17 synthétise les trois principales étapes de la crise que sont son origine à la crise des crédits *subprimes*, son expansion aux marchés financiers et sa propagation à l'économie réelle ainsi que les canaux de transmission de cette crise identifiés par la banque de France (2010).

Figure 17 : Transmission de la crise des subprimes à la sphère réelle



Source : Banque de France (2010).

Section 2 : Analyse de la responsabilité du capital investissement dans la crise

Cette section analyse le rôle du capital investissement dans la crise économique consécutive à la crise des *subprimes*. La question d'une potentielle responsabilité du capital investissement dans la crise est à l'origine d'un désaccord au sein de la littérature économique. Alors que certaines théories accusent le secteur d'avoir joué un rôle déterminant dans l'origine de la crise, d'autres soutiennent, au contraire, qu'il ne serait pas intervenu de façon décisive dans cet événement économique mais qu'il aurait bénéficié de la crise de façon indirecte par le biais de la titrisation.

Sous-section 1 : Le capital investissement a-t-il joué un rôle décisif dans la crise ?

Dans cette première sous-section, nous cherchons à déterminer si le capital investissement a participé au déclenchement de la crise des *subprimes*. L'analyse de Dymski (2007) considère la relation entre le capital investissement et la crise des *subprimes* à travers le prisme de la titrisation⁷ (tableau 11). L'auteur constate les investissements *offshore*, dont le capital investissement, sont intervenus dans les processus de transferts du risque de défaut⁸, en tant qu'acheteur de titres, dans trois crises économiques que sont la crise des « *savings and loans* » qui s'est déclenché en 1987, la crise des « *primes loans* » des années quatre-vingt-dix et la celle des *subprimes* des années deux milles.

⁷ La titrisation de capitaux est le processus structuré qui regroupe des actifs financiers, les garantis, et les vend sous forme de valeurs, adossées à un actif, sur le marché des capitaux.

⁸ Le risque de défaut également appelé risque de contrepartie est inhérent à l'activité de prêteur, il est mesuré par la probabilité que les emprunteurs ne parviennent pas à rembourser les crédits auxquels ils ont souscrit.

Tableau 11 : Mutations du système de gestion des risques financiers aux États-Unis

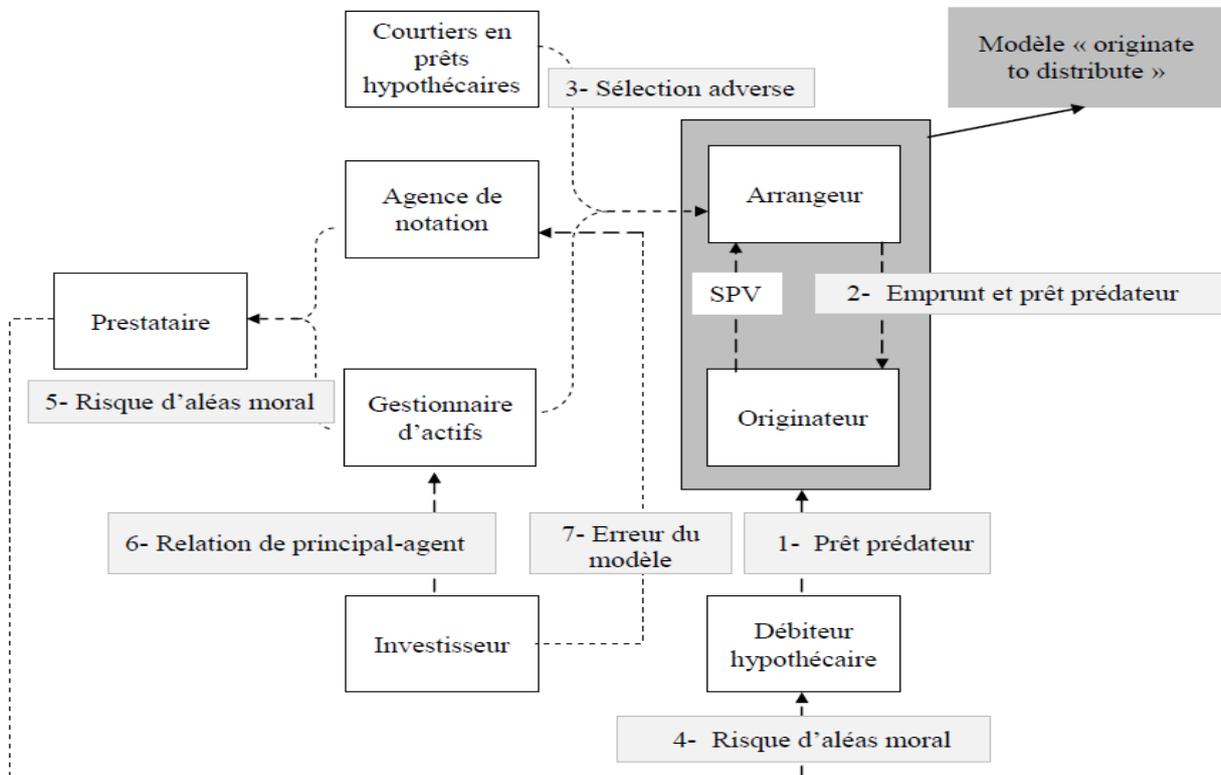
Secteur	Revenu financier	Répartition des risques financiers et réels			
		Avant les années 1980	Crise des « savings & loans »	Crise des « primes loans »	Crise des « subprimes »
Intermédiation financière					
Propriétaires et ménages	<i>Honoraires et intérêts</i>	<i>Risque de forclusion</i>	<i>Risque de forclusion</i>	<i>Risque de forclusion</i>	<i>Risque de forclusion</i>
Banques commerciales et Thrifts	<i>Marge d'intérêt jusqu'en 1990, honoraires</i>	<i>Risque de défaut, risque de liquidité</i>	Risque de défaut, <i>risque de liquidité</i>	Risque de défaut	Risque de défaut ↓
Finance structurée	<i>Marge d'intérêt</i>				<i>Risque de défaut</i> risque de liquidité
Marchés des capitaux (financements de long terme)					
Sociétés de prêts hypothécaires, courtiers	<i>Honoraires</i>		Risque de défaut	Risque de défaut	Risque de défaut
Compagnies d'assurance et fonds de pension	<i>Marge d'intérêt</i>		► <i>Risque de défaut</i>	↓ <i>Risque de défaut</i>	↓ <i>Risque de défaut</i>
Investissement offshore et fonds de private equity	<i>Marge d'intérêt</i>		<i>Risque de défaut</i>	► <i>Risque de défaut</i>	► <i>Risque de défaut</i>
Marchés des capitaux (Moyen terme)					
Marchés monétaires (billets de trésorerie inclus)	<i>Marge d'intérêt</i>			<i>Risque de défaut</i>	<i>Risque de liquidité</i>
Gouvernement, autorités fiscales et banques centrales					
		Garantie de la FNMA (Federal National Mortgage Association) et du GNMA (Government National Mortgage Association)	Risque de liquidité	Faible taux d'intérêt	Faible taux d'intérêt et baisse du dollar

Lecture : Les risques sont écrits en police romaine lorsqu'ils sont créés par un secteur mais absorbés par un autre. Les risques sont écrits en italique quand ils sont absorbés par un secteur.

Source: Dymski (2007).

La figure 18 modélise le processus de transfert du risque de contrepartie, qui a été au cœur de la crise des *subprimes*, selon Ashcraft et Schuermann (2008).

Figure 18 : Acteurs clés et frictions dans le processus de titrisation des crédits hypothécaires subprimes



Source: Adapté d' Ashcraft et Schuermann (2008).

La représentation du processus de titrisation des crédits *subprimes* met en évidence sept types de frictions entre huit acteurs principaux :

1. Frictions entre le débiteur hypothécaire (*mortgagor*) et l'originateur : le prêt prédateur.
2. Frictions entre l'originateur et l'arrangeur : l'emprunt et le prêt prédateur.
3. Frictions entre l'arrangeur et les tierces parties : la sélection adverse.
4. Frictions entre le prestataire et le débiteur hypothécaire (*mortgagor*) : le risque d'aléas moral.
5. Frictions entre le prestataire et les tierces parties : Le risque d'aléas moral.
6. Frictions entre gestionnaire d'actifs et l'investisseur : relation de principal-agent.
7. Frictions entre l'investisseur et les agences de notation : erreur du modèle.

Lors de la première étape qui est celle de la création du crédit (en anglais « *to originate* ») un créancier hypothécaire (originateur) octroie un crédit *subprime* à un emprunteur (débité hypothécaire) présentant une forte probabilité de défaut. Pour compenser cette prise de risque, l'originateur établit un contrat avec sûreté réelle sans dépossession. Autrement dit, le crédit est garanti par une hypothèque sur le bien immobilier qui fait l'objet du financement. Cette disposition offre au créancier le droit de saisir le bien hypothéqué en cas de non-remboursement du prêt. Afin de s'assurer du paiement des échéances du prêt par les emprunteurs, l'originateur transfère une partie de ses créances à des entreprises spécialisées appelées « prestataires » (en anglais « *Servicer* ») qui sont des sociétés qui fonctionnent selon un principe proche de l'affacturage.⁹ La relation entre originateur et prestataire n'a pas eu de rôle déterminant dans la crise des *subprimes* dont le facteur clé est l'utilisation d'une méthode de transfert du risque plus récente qui est celle de la titrisation. Apparu depuis les années quatre-vingt-dix avec l'émergence des produits dérivés de crédit, ce type de procédé a connu une forte croissance pendant la décennie deux mille. Dans le cadre de la crise des *subprimes* le transfert du risque de contrepartie s'est effectué du fait de la vente par l'originateur de ses créances aux *Special Vehicle Purpose* (SPV).

Les SPV également désignés par le terme « conduit » ont joué un rôle d'intermédiaire entre l'originateur et l'arrangeur, en tant qu'enveloppe juridique permettant le transfert des créances de l'originateur vers l'arrangeur selon une nouvelle méthode de transfert du risque de défaut plus complexe que le principe de l'affacturage. Acteur majeur de la titrisation, l'arrangeur, en faisant l'acquisition par le biais des SPV des titres de créances détenues initialement par l'originateur, supporte après la transaction le risque de contrepartie. Désirant à son tour, transférer ce risque, l'arrangeur réalise des portefeuilles de titres financiers mélangeant les titres des créances *subprimes* à d'autres actifs de nature et de niveau de risque variés. Ces portefeuilles d'actifs de nouveaux titres financiers, créés par l'arrangeur, sont appelés « *Asset-Backed Security* » (ABS)¹⁰ et peuvent être générés par plusieurs vagues de titrisation.

⁹ Les sociétés d'affacturage également appelées « factors » existent dans leur forme moderne depuis les années 60, elles sont chargées par les établissements bancaires du recouvrement de leurs créances. Il s'agit donc d'une sous-traitance par les banques de la gestion du risque de contrepartie.

¹⁰ Les *Asset-Backed Securities* (ABS) ou « valeur mobilière adossée à des actifs » en français, sont des valeurs mobilières créées par le procédé de la titrisation. Leurs flux sont basés sur ceux d'un actif ou d'un portefeuille d'actifs.

Ces ABS sont découpés en tranches notées, par les agences de notation, en fonction de leur niveau de risque. Les tranches présentant un fort niveau de risque, sont qualifiées de « junior » et sont notées « C ». Les tranches les moins exposées sont qualifiées de « sénior » et notées entre « A » et « AAA ». Ces titres sont, ensuite, placés auprès d'investisseurs finaux par des distributeurs (« to distribute »). Leur achat est ensuite, généralement, réalisé sur un marché de gré à gré par des courtiers en prêts hypothécaires et par des gestionnaires d'actifs mandatés par des établissements bancaires, des sociétés d'assurance, des *Hedges Funds* et certains fonds de capital investissement. Ce recours à la titrisation a permis aux banques d'accroître la liquidité de ces actifs, à l'origine, peu liquides en transférant les risques de contrepartie qui y étaient associés hors de leur bilan.

Le recours à la titrisation a accru l'opacité sur la qualité réelle du risque des titres structurés puisque, comme nous l'avons dit précédemment, ce procédé pouvait être réalisé plusieurs fois de suite sur les mêmes titres. La titrisation a, par conséquent, eu pour effet de renforcer les asymétries d'informations, déjà existantes sur les marchés financiers, entre acheteurs et vendeurs. Dans ce contexte, la valorisation des ABS a été fortement déterminée par leurs appréciations par les agences de notation (Mancini et Teiletche, 2006). Cette notation a été surévaluée jusqu'au milieu de l'année 2008. Puis, les agences ont procédé à une dégradation massive de l'ensemble des titres structurés. Il était cependant déjà trop tard, car les notes des titres structurés attribués par les agences de notations, avaient déjà donné l'illusion aux investisseurs et aux gestionnaires d'actifs que des titres risqués étaient des actifs sûrs (White, 2009). Cette défaillance dans l'évaluation de la qualité des risques des titres ABS, par les trois principales agences de notation financière¹¹ que sont Moody's, *Standard & Poor's* et Fitch a donc été déterminante dans le développement de la crise.

L'analyse des mécanismes à l'origine de la crise des *subprimes* montre que les trois principaux intervenants du modèle « *originate to distribute* », à savoir l'originateur, le *Special Purpose Vehicle* et l'arrangeur, ont été les acteurs majeurs au cœur de l'origine de la crise des *subprimes* et de son expansion sur les marchés financiers puis à la sphère réelle. Leurs rôles ont été décisifs dans la complexité du processus de titrisation qui a été la clef de voûte

¹¹ Les agences de notation sont des sociétés chargées de la mesure et de l'évaluation du risque de défaut d'un emprunteur pouvant être des sociétés privées ou publiques, des établissements financiers, des États ou des collectivités.

du développement de la crise en étant source d'asymétries d'informations¹². Les acheteurs des titres adossés aux crédits *subprimes*, dont certains fonds de capital investissement, ont eu une responsabilité indirecte dans la crise puisque sans eux les transactions sur ces actifs n'auraient pas pu avoir lieu. Leur intervention a eu, de ce fait, un effet pro-cyclique dans la crise. Cependant, ces achats se sont réalisés dans ce contexte particulier, où les arrangeurs ont disposé d'informations sur la qualité réelle du risque des titres qu'ils ont émis contrairement aux acheteurs. Il apparaît, par conséquent, que le capital investissement n'a pas joué de rôle décisif dans l'origine de la crise des *subprimes*. Dans la sous-section suivante, nous montrons que le contexte qui a précédé la crise a, en fait, bénéficié à la croissance des opérations de LBO.

Sous-section 2 : Ou a-t-il été un bénéficiaire indirect de la crise ?

Cette sous-section montre que le contexte qui a conduit à la crise a également favorisé la croissance des LBO lors de la dernière décennie et que la récession économique consécutive à la crise constitue une opportunité pour les opérations de distressed debt.

Sous-section 2.1 : Faible taux d'intérêt, titrisation et essor des LBO

Dans cette sous-section, nous montrons que les LBO ont été des bénéficiaires indirects du relâchement des conditions d'octroi du crédit par les banques suite à leur recours à la titrisation. Nous mettons en évidence le fait que la titrisation a constitué un changement structurel fondamental du marché du crédit. Son rôle a été déterminant dans l'accentuation du phénomène de désintermédiation des banques. Le facteur clé de ce processus a été le passage du modèle « *originate to hold* » dans lequel les établissements bancaires détenaient les crédits qu'elles avaient initiés et supportaient, par conséquent, elles-mêmes le risque de contrepartie au modèle « *originate to distribute* » dans lequel les banques transfèrent leur risque de crédit à d'autres agents économiques.

¹² On parle d'asymétries d'informations lorsque qu'un ou plusieurs partenaires d'un échange notamment d'ordre financier possède une information importante que d'autres n'ont pas.

Parmi les titres structurés, l'utilisation des *Collateralised Debt Obligations* (CDO) a permis une forte croissance de l'offre de crédit des banques en faveur des LBO (Shivdasani et Wang, 2011). Ces CDO sont des titres représentatifs de portefeuilles de créances bancaires ou d'instruments financiers de nature diverse (Banque de France, 2005) dont l'usage a permis aux LBO de bénéficier de conditions de crédits avantageuses. L'émission de titres structurés, par les établissements bancaires a entraîné, comme nous l'avons analysé précédemment, un abaissement des taux d'intérêt prôteurs des banques et un relâchement des covenants bancaires. L'étude d'Axelson, Jenkinson, Strömberg et Weisbach (2012) basée sur 1 157 les LBO réalisés entre 1980 et 2008, montre que le niveau des taux d'intérêt a favorisé la croissance des LBO pendant la période 2004-2007 (tableau 17 en annexe de ce chapitre). La relation entre le marché du crédit et l'effet de levier des opérations de LBO¹³ (tableau 12) selon le modèle suivant:

$$LBO \log D/EBITDA = f(\text{high-yield bond spread over LIBOR, Industry, Country, Year})$$

Où la variable à expliquer est :

- Le levier financier des LBO¹⁴ représenté par le logarithme de la dette des opérations de LBO rapporté à l'EBITDA¹⁵ (LBO log D/EBITDA). Il s'interprète comme un indicateur du niveau de majoration des prix d'acquisition des LBO.

Et les variables explicatives sont :

- La marge actuarielle des obligations par rapport au LIBOR¹⁶ (*high-yield bond spread over LIBOR*).
- L'effet fixe de l'industrie (*Industry*).
- L'effet fixe du pays (*Country*).
- L'effet fixe de l'année (*Year*).

¹³ La méthode des moindres carrés ordinaires (MCO).

¹⁴ Le levier financier mesure la capacité de l'entreprise à rembourser sa dette. Il exprime en combien d'années l'entreprise est capable de rembourser sa dette au moyen de son EBITDA. Si ce ratio est supérieur à 5, on considère généralement que l'entreprise est trop endettée par rapport à sa capacité à générer de la richesse.

¹⁵ L'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*) désigne les revenus avant intérêts, impôts, dotations aux amortissements et provisions sur immobilisations (mais après dotations aux provisions sur stocks et créances clients).

¹⁶ Le LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) est un ensemble de taux de référence du marché monétaire de différentes devises, il est ici interprété comme indicateur des conditions du marché du crédit.

Tableau 12 : Déterminants de l'effet de levier des opérations de LBO

Variables	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5
Marge actuarielle des obligations par rapport au LIBOR				-0,060*** (-8,39)	-0,059*** (-7,68)
Industrie	Oui	Non	Oui	Non	Oui
Pays	Non	Non	Oui	Non	Oui
Année	Non	Oui	Oui	Non	Non
Observations	1 136	1 136	1 136	1 097	1 097
R2 ajusté	0,033	0,254	0,291	0,157	0,193

Lecture : Les coefficients sont statistiquement significatifs aux seuils de 10 % (), de 5 % (**) et de 1 % (***).*

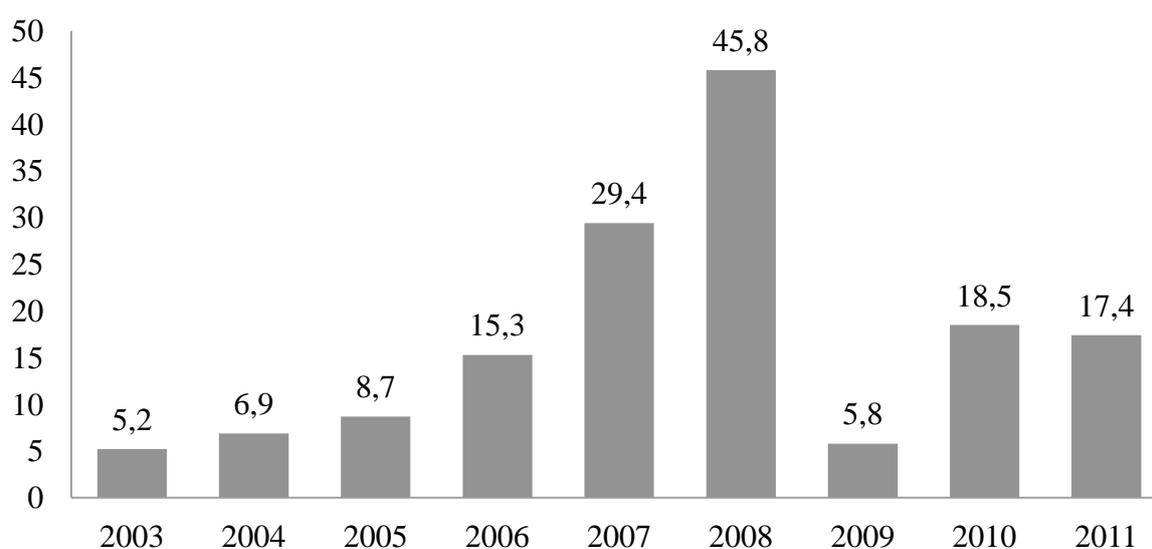
Source: Axelson, Jenkinson, Strömberg et Weisbach (2012).

Cinq modèles sont estimés afin d'étudier les déterminants de l'effet de levier des opérations de LBO. La présence d'effets fixes dans les modèles 1, 2, 3 et 5 permet la prise en considération de l'impact des spécificités d'une industrie, d'un pays et d'une année. La première régression explique le niveau de majoration des prix d'acquisition des LBO uniquement en fonction des effets fixes de l'industrie. Le coefficient de détermination « *Adjusted R-squared* » (également appelé « R2 ajusté ») de 0,033 est relativement faible. Lorsqu'on explique la performance des LBO par les effets fixes de l'année dans le modèle 2, il en résulte un meilleur coefficient de détermination de 0,254. La significativité de la variable dummy « année » s'explique par la réalisation de nombreux LBO d'une valeur de plus d'un milliard de dollars USD pendant les années 2006 et 2007. Le modèle 3 qui explique les rendements des LBO par les effets fixes de l'industrie, du pays et de l'année simultanément a un R2 ajusté de 0,291. Enfin, les résultats empiriques des modèles 4 et 5 montrent que la marge actuarielle des obligations par rapport au LIBOR est une variable déterminante de l'effet de levier des opérations de LBO et que la situation du marché des crédits a eu un impact décisif dans le recours de l'effet de levier de ces transactions. Conformément aux attentes théoriques le signe de ce coefficient est négatif dans le modèle 4 (-0.060) et dans le modèle 5 (-0.059) à un seuil de significativité de 1 %.

Sous-section 2.2 : Un contexte économique favorable au marché des « distressed debt »

De nombreuses sociétés connaissent des difficultés financières face à la crise. En France, les opérations de capital retournement ont fortement diminué depuis la crise. Alors que ces transactions représentaient en 2011, près de 37 millions d'euros, elles ont été presque inexistantes en 2012 (AFIC, 2013). Cette situation paradoxale, compte tenu du contexte économique de crise qui devait être en théorie favorable au capital investissement, peut s'expliquer par des situations d'entreprises en difficulté révélées trop tardivement ou encore par des difficultés à parvenir à des accords auprès des syndicats, des partenaires sociaux, des créanciers et des actionnaires actuels des entreprises. La mesure du capital retournement au niveau international est aujourd'hui peu approfondie, principalement en raison du fait que les opérations dans les pays en phase de déclin sont en majeure partie réalisées par des fonds diversifiés. Cependant, il existe une estimation du volume d'opérations d'une démarche relativement similaire. Il s'agit des transactions de « *distressed debt* » ou « dettes décôtées » qui sont des acquisitions d'obligations d'entreprises ou d'États en faillite ou sont susceptibles de l'être. Ce marché est principalement dominé par la présence des *Hedges Funds*, cependant, depuis quelques années, certains fonds de capital investissement y interviennent également (graphique 36). Le principe des investissements en distressed debt est d'acquérir des obligations d'entreprises ou d'États qui sont en faillite ou qui sont susceptibles de l'être.

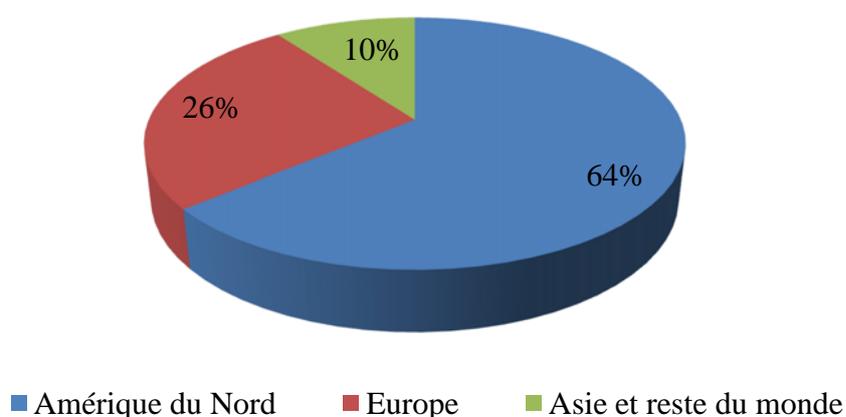
Graphique 36 : Levées de fonds mondiales des opérations de distressed debt (en milliards de dollars USD)



Source : Probitas Partner (2012).

L'évolution de ce marché coïncide parfaitement avec celle de la crise. Les opérations de *distressed debt* ont connu une croissance significative en 2007, année où le montant des fonds levés a presque doublé en passant de 15,3 à 29,4 milliards de dollars USD. Cette hausse s'est poursuivie en 2008 avec une levée de fonds record de 45,8 milliards de dollars USD. Depuis, bien que le montant de ces transactions se soit de nouveau réduit, il reste supérieur à celui auquel il était avant 2006. Ces investissements concernaient essentiellement les États-Unis et dans une moindre mesure l'Europe (graphique 37).

Graphique 37 : Répartition géographique des distressed debt en 2011



Source : Preqin (2012).

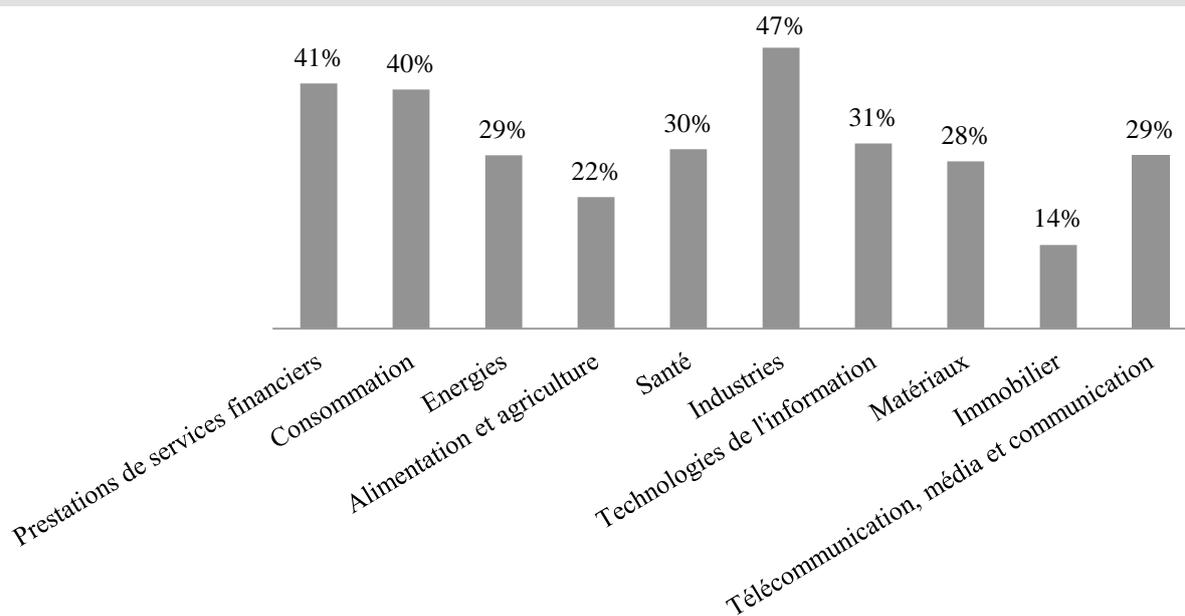
L'étude de Preqin (2013) analyse les préférences d'investissements en *distressed debt* auprès d'un échantillon représentatif des acteurs internationaux de ce marché (tableau 13). Le graphique 38 montre que ces investissements concernent principalement les secteurs des industries, des prestations de services financiers, de la consommation et des technologies de l'information.

Tableau 13 : Composition de l'échantillon

Pays	Nombre de fonds
États-Unis	101
Royaume-Uni	14
Japon	9
Hong Kong	6
Italie	6
Inde	5
Corée du Sud	5
Allemagne	4
Pays Bas	4
Australie	3

Source : Preqin (2013).

Graphique 38 : Préférences des investisseurs internationaux en distressed debt par secteur d'activité en 2012



Lecture : Les investisseurs pouvant mentionner plusieurs choix, la somme des réponses n'est pas égale à 100 %.

Source : Preqin (2013).

Dans cette section, nous avons mis en évidence le fait que le rôle du capital investissement n'avait pas été déterminant dans l'origine de la crise économique qui a résulté de la crise des *subprimes* dont le véritable élément de propagation a été la titrisation des prêts bancaires. Ce procédé destiné au transfert du risque de contrepartie des établissements bancaires a entraîné un relâchement du niveau de contrôle de la qualité des emprunteurs et des covenants bancaires. Il en a résulté un fort accroissement de l'offre de crédit, qui a participé au financement de plusieurs LBO de plus d'un milliard de dollars USD. L'importance du poids économique de l'ensemble de la dette LBO au niveau mondial suscite, cependant, la crainte du spectre d'une crise des LBO. L'objectif de la prochaine section est, par conséquent, de déterminer si ces opérations peuvent à l'origine d'une nouvelle crise dans les années à venir.

Section 3 : Les LBO peuvent-ils être à l'origine d'une nouvelle crise ?

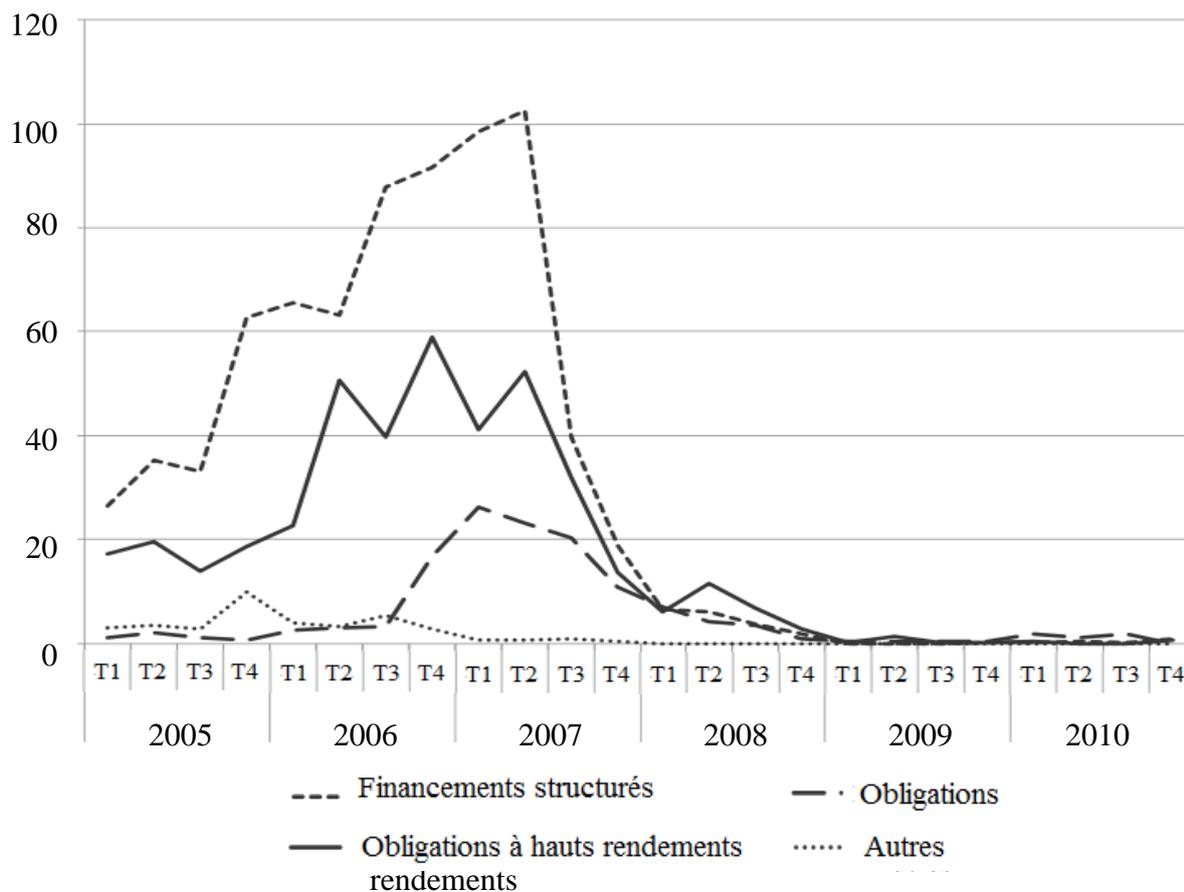
Cette section étudie l'hypothèse selon laquelle les LBO pourraient déclencher une nouvelle situation de crise économique dans les prochaines années. Selon Meerkatt et Liechtenstein (2008), une vague de défauts des sociétés sous LBO pourrait entraîner prochainement une nouvelle crise. Cet argument se base sur les théories du « système bancaire parallèle » (en anglais « *shadow banking*¹⁷ ») qui affirment qu'il existe un système bancaire parallèle dans l'ombre du système bancaire qui constitue une menace pour la stabilité des marchés financiers (Pozsar, Adrian, Ashcraft et Boesky, 2010). Les intervenants de ce système bancaire parallèle sont les *Hedges Funds*, les banques d'investissement, les fonds de capital investissement, les fonds de pension, les fonds mutuels et les compagnies d'assurance. L'émergence de ce *shadow banking* a résulté de la déréglementation des marchés financiers, pendant les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, et, en particulier, de l'abrogation de la législation américaine qui avait interdit ou contraint l'utilisation des produits dérivés¹⁸.

¹⁷ « Le « *shadow banking* représente des formes d'intermédiation financière qui opèrent des activités de transformation (de maturité, de liquidité, de risque) assez proches de celles mises en oeuvre par les banques, mais dans un cadre réglementaire beaucoup moins strict que celui auquel sont soumises ces dernières ». Autorité des Marchés Financiers (2010).

¹⁸ Les produits dérivés sont des contrats financiers dont le prix est dérivé de valeurs patrimoniales comme les actions ou les obligations ou de taux de référence comme les cours des monnaies.

Selon Lim (2013), le montant des opérations réalisées sur les marchés des capitaux, pendant la période qui a précédé la crise, a été supérieur à celui des opérations effectuées par l'ensemble des banques à cette époque. Parmi ces opérations, les LBO titrisés par le biais de CDO (*Collateralized Loan Obligation*) ont connu une forte croissance jusqu'en 2007 (graphique 39).

Graphique 39 : Émission trimestrielle mondiale de CDO en milliards de dollars USD (Collateralized Debt Obligation) de 2005 à 2010



Lecture : Les financements structurés, correspondent à l'émission mondiale de CDO adossé à une garantie qui est elle-même structurée (telles que les titres résidentiels et commerciaux adossés à des créances, des titres adossés à des actifs, les swaps de défaut de crédit, ou d'autres CDO). Par exemple, les prêts hypothécaires sont généralement regroupés en titres de passage avant qu'ils ne soient achetés par des CDO. Les quatre trimestres sont notés T1, T2, T3 et T4.

Source : Benmelech, Dlugosz et Ivashina (2011) à partir de données de la Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).

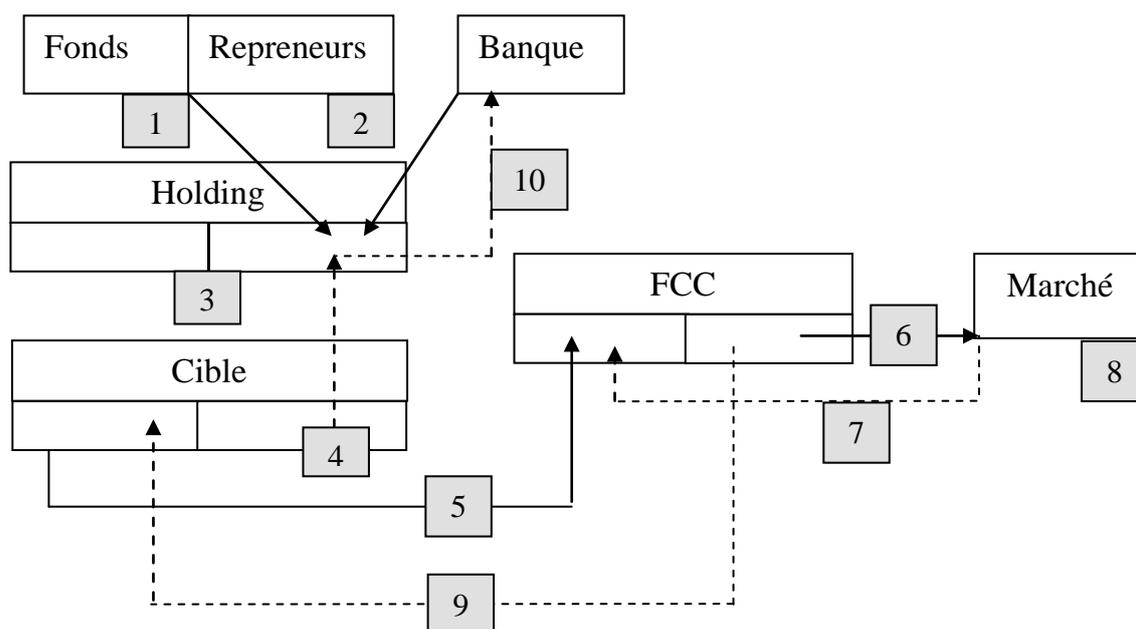
Cette combinaison des LBO et de la titrisation est désignée sous le terme anglophone de SBO (« *Securization Buy Out* »). Il existe deux principales formes de SBO, il s'agit de LBO avec émission de titres structurés adossés aux actifs des sociétés cibles ou de LBO avec émission d'obligations à hauts rendements. Nous examinons ces deux montages dans des sous-sections.

Sous-section 3.1 : SBO avec financement structuré

La figure 19 représente l'organisation d'un SBO avec financement structuré tel que modélisée par Cadiou, Cotillard et Morvan (2007). Nous retrouvons, au départ, la structure classique des LBO, que nous avons étudiée dans le premier chapitre de cette thèse, dans laquelle un fonds d'investissement s'associe à des repreneurs en tant qu'actionnaires au capital d'une société de *Holding* créée pour la reprise d'une entreprise cible (1). Cette transaction est réalisée par un apport en capital limité du fonds et des repreneurs, compensée par un emprunt bancaire plus important (2). Le but de la *Holding*, est d'acquérir la totalité des titres de la société cible (3). Les flux de trésorerie d'exploitations générées par la société cible permettent le versement de dividendes, à la *Holding* (4), destinés au remboursement de l'emprunt finançant le rachat de l'entreprise.

La particularité du SBO par financement structuré provient ensuite d'une titrisation des actifs de la société cible qui peuvent être des immobilisations stables, des stocks ou des créances commerciales. Ces actifs, sélectionnés en fonction de la qualité de leurs garanties, sont cédés à un véhicule financier ad hoc, c'est-à-dire créé pour l'occasion, représenté ici par le fonds commun de créances (FCC) (5). Le FCC gère les flux associés aux actifs de la société cible. Cette gestion porte notamment sur la perception des règlements des créances et des stocks. Le FCC se refinance par une émission de dettes structurées sur le marché (6). L'achat de ces titres par les investisseurs du marché apporte de la liquidité au FCC (7). En contrepartie, ce dernier verse aux investisseurs, durant la durée du montage, des intérêts et un remboursement programmé pour leur placement (8). La vente des actifs de la société cible permet de financer leur acquisition (9). Ce moyen de financement alternatif, participe, par le biais d'une remontée d'un superdividende vers la *Holding*, au remboursement de la dette d'acquisition du montage LBO (4 et 10).

Figure 19 : Architecture d'un SBO avec financement structuré



Source : Cadiou, Cotillard et Morvan (2007).

Le SBO présente des intérêts pour ses trois principaux acteurs que sont la société cible, la *Holding* et les créanciers (tableau 14). Il permet à la société cible d'améliorer son image financière en abaissant son Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et en augmentant son Fonds de Roulement (FR) et en améliorant, par conséquent, sa trésorerie utilisée pour le remboursement de la dette LBO. Il permet à la *Holding* de refinancer ses dettes senior ou junior. Enfin il permet aux créanciers de transférer leur risque de contrepartie au FCC.

Tableau 14 : Intérêt du SBO pour les parties prenantes du rachat

Société cible	Holding	Créanciers
<ul style="list-style-type: none"> • Accroissement de la trésorerie. • Substitution au crédit revolving ou refinancement de la dette bancaire. • Amélioration de la rentabilité économique. 	<ul style="list-style-type: none"> • Refinancement des dettes senior ou junior associées au LBO. 	<ul style="list-style-type: none"> • Transfert du risque de contrepartie du bilan des créanciers financiers au Fonds Commun de Créances.

Source : Cadiou, Cotillard et Morvan (2007).

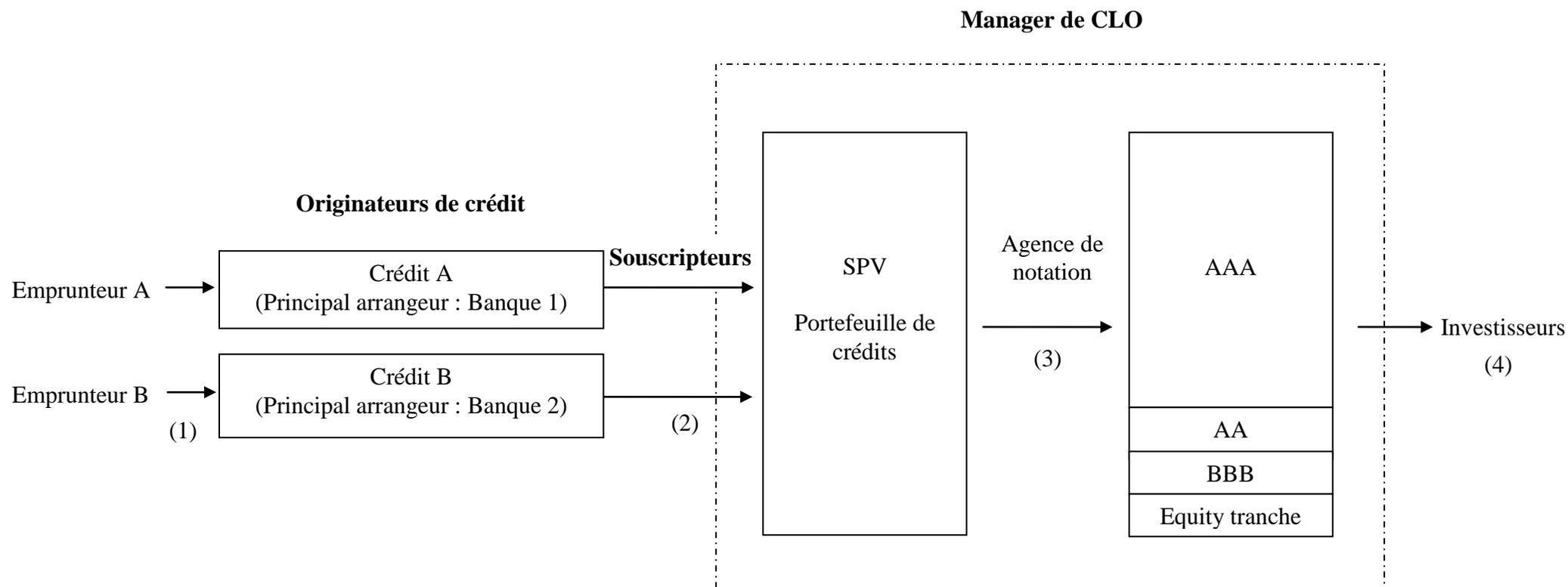
Sous-section 3.2 : SBO avec obligations à hauts rendements

La deuxième forme principale des SBO est adossée à des obligations à hauts rendements. Il s'agit, contrairement aux SBO avec financement structuré, de titriser la dette LBO de la *Holding* (figure 20). La réalisation d'un SBO avec CLO comporte quatre étapes. Le point de départ du processus est l'octroi de prêts LBO à des sociétés de *Holding* pour le rachat d'entreprises cibles (1). Les titres de créances associés à ces crédits sont, ensuite, cédés à des véhicules financiers ad hoc, ici, les *Special Vehicle Purpose* (SPV) où ils sont regroupés en portefeuilles de crédits (2). Les titres constituant les SPV sont, des obligations à hauts rendements classés « *high yield* ». Ils sont organisés par tranches, qui sont notées chacune par les agences de notations¹⁹ en fonction de leur degré d'exposition au risque (3) puis qui sont vendues à des investisseurs sur les marchés financiers (4).

Le remboursement de cette dette obligataire à haut rendement est dit « *in fine* », c'est-à-dire que la totalité du paiement du principal s'effectue en une seule fois à la fin de l'échéance. Les intérêts sont, quant à eux, versés pendant la durée de vie de l'obligation. Selon Benmelech, Dlugosz et Ivashina (2011) les CLO sont composés, en moyenne, d'une centaine de participations. La taille moyenne des CLO est de 500 millions de dollars USD et celle d'un prêt individuel est comprise entre 2 et 3 millions de dollars USD. Les originateurs des crédits sont les acteurs qui sont les mieux informés sur la qualité du crédit, contrairement, aux acheteurs des tranches de CLO qui possèdent une information restreinte sur le risque de crédit réel de ces prêts. La principale friction qui existe entre les acteurs du processus de SBO par CBO est, par conséquent, la présence d'asymétrie d'information sur la qualité du crédit.

¹⁹ Les catégories de notes délivrées par les trois principales agence de notation que sont Moody's, Fitch et *Standard & Poor's* sont résumées en annexe de ce chapitre.

Figure 20 : Structure des Collateralized Loan Obligation (CLO)



Lecture : Cette figure représente les différentes étapes de la titrisation de prêts LBO, en titres CLO. Elle met en évidence les différents agents (originateur, souscripteur, manager de CLO arrangeur) qui interviennent au cours des étapes distinctes du processus. La notation AAA est attribuée aux titres présentant un faible niveau de risque. La tranche equity est la première à être affecté dans le cas d'un ou de plusieurs défauts au sein des portefeuilles de crédits.

Source: Benmelech, Dlugosz et Ivashina (2011).

L'opacité sur le degré de risque réel des actifs auxquels sont adossés les titres a été un facteur clé d'amplification de la crise des *subprimes*. Or, le processus de titrisation des SBO par CDO présente des similarités avec celui des crédits *subprimes*. C'est pourquoi nous examinons dans la prochaine sous-section dans quelle mesure les SBO peuvent représenter un risque pour la sphère réelle dans les années à venir.

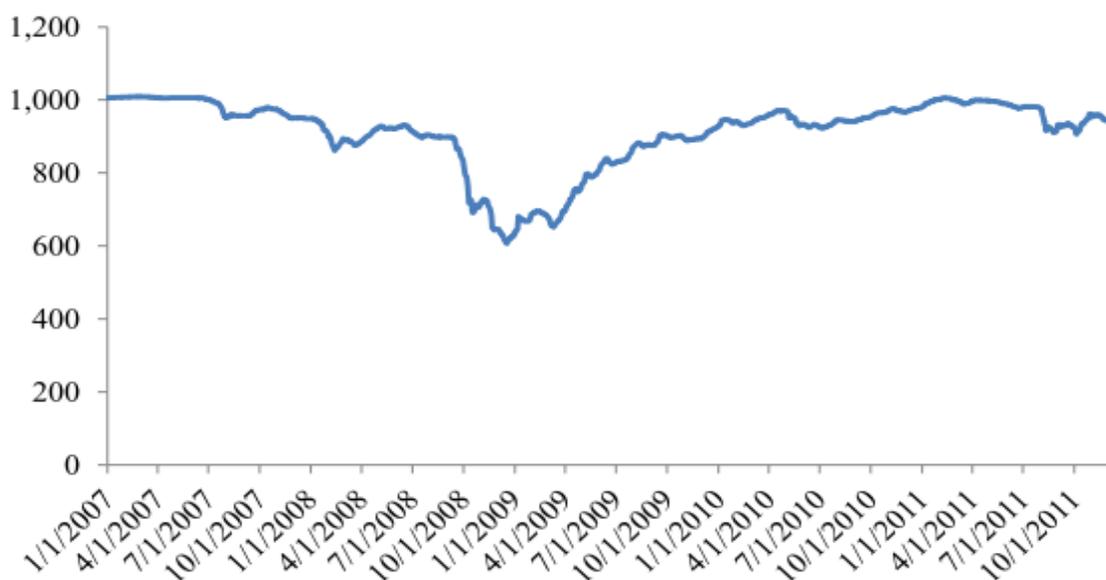
Sous-section 3.3 : SBO et risque systémique

La titrisation des crédits qui ont financé les LBO lors de la dernière décennie a été réalisée selon le même principe, de transfert du risque de contrepartie, que celui des crédits *subprimes*. L'utilisation des CLO a favorisé la réalisation, des *méga-buyouts*, des opérations de LBO de plus d'un milliard de dollars USD dont les dettes ont été ensuite titrisés et revendu (Demiroglu et James, 2010). Dans le cadre des SBO réalisés lors de la dernière décennie, les titres associés aux crédits LBO ont été souscrits par des banques, des *Hedges Funds* et des « *Money Market Mutual Funds*²⁰ » (Mahieux, 2013). De ce fait, une vague de défaut massive des sociétés sous LBO présenterait une menace pour la stabilité du système financier. Comme nous l'avons expliqué dans le cinquième chapitre de cette thèse, un choc affectant initialement le marché des LBO se propagerait à l'économie réelle par une dévalorisation des bilans bancaire. Il en résulterait une crise de confiance sur les marchés interbancaires qui provoquerait une contraction de l'offre des crédits octroyés aux ménages et aux entreprises par les établissements bancaires.

À la fin de l'année 2008, suite à la crise des crédits *subprimes*, les agences de notations ont procédé à l'abaissement massif des notes de plusieurs titres financiers dont ceux du marché des LBO (graphique 40).

²⁰ « Les fonds monétaires américains ou money market mutual funds sont des fonds de placement ayant l'obligation d'investir dans des instruments du marché monétaire, principalement des titres de dette à court terme très liquides et ne comportant qu'un faible risque de crédit », Direction générale américaine du Trésor (2010).

Graphique 40 : Évolution du LSTA Leverage Loan 100 Index de 2007 à 2011

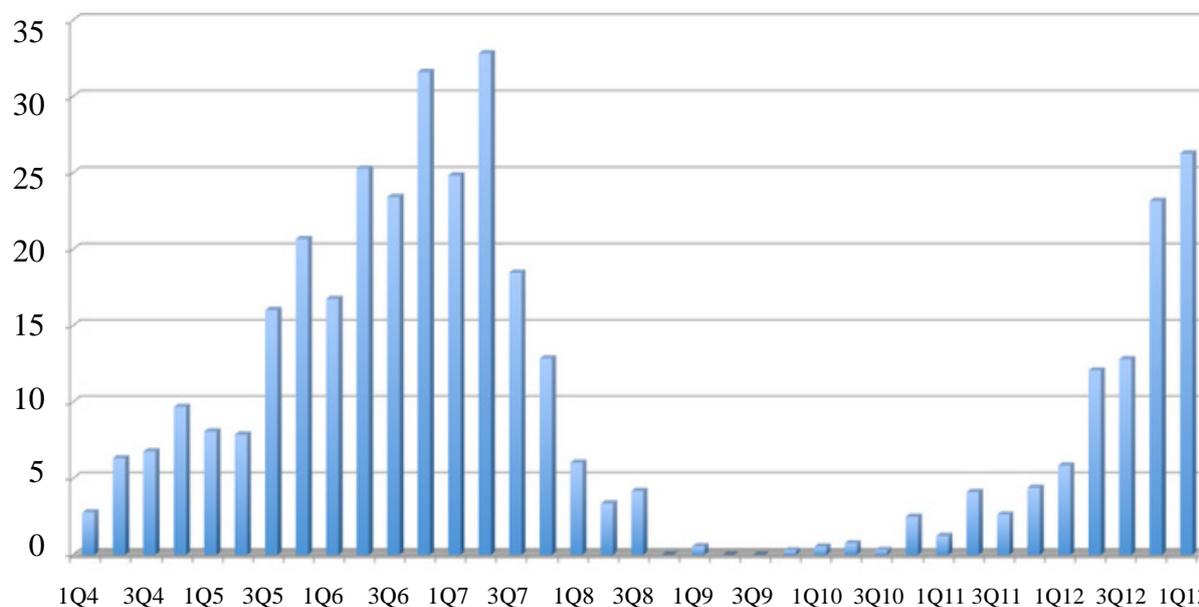


Lecture : L'indice LSTA Leveraged Loan 100 analyse les 100 facilités de prêts les plus importantes du marché américain du crédit à effet de levier.

Source : Standard and Poor's (2011).

Cette action a été accompagnée d'une baisse significative des émissions des *Collateralized Loan Obligation* (graphique 41) qui elle a entraîné une hausse de la prime de risque de ces titres.

**Graphique 41 : Emission de CLO, par trimestre, aux États-Unis, de 2004 à 2013
(en milliards de dollars USD)**



Lecture : Un trimestre est désigné par la lettre « Q » précédé du numéro du trimestre et suivi de l'année analysée. Par exemple 3Q8 désigne, le troisième trimestre de l'année 2008.

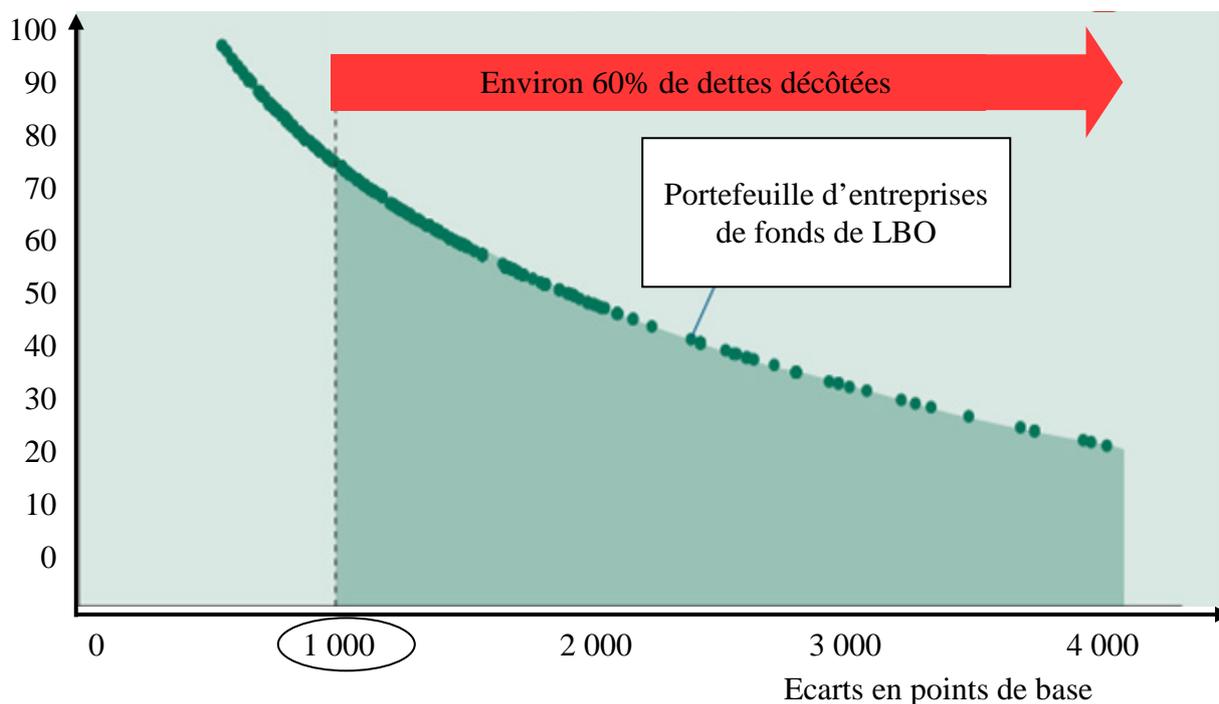
Source : Miller (2012).

Dans leur analyse, menée sur 328 portefeuilles d'entreprises de fonds de capital investissement, Meerkatt et Liechtenstein (2008) estimaient, en novembre 2008, que 60 % des crédits obligataires LBO étaient des « dettes décotées » (graphique 42). Une « dette décotée » (en anglais « *distressed debt* ») a une rémunération supérieure à plus de 1 000 points de base, soit plus de 10 % de plus, que celle des taux des obligations d'État. L'écart entre le taux de ces titres et celui des obligations d'État de caractéristiques identiques est appelé « *spread* » ou encore « prime du risque ». Selon *Standards & Poor's* (2013) une entreprise avec ce type de dette est susceptible d'être en situation de défaut, ou plus précisément de rompre ses covenants bancaires²¹. Lorsque la probabilité de défaut d'une entreprise augmente, toute chose étant égale par ailleurs, la capacité de remboursements de ses emprunts diminue. Il en résulte une augmentation de la prime de risque de l'obligation associée au crédit LBO de cette société.

²¹ Les covenants bancaires, sont des clauses définissant les objectifs du projet d'investissement et les conditions de remboursement d'un crédit. Leur violation peut entraîner le remboursement anticipé du prêt.

Graphique 42 : Pourcentage de dettes LBO décôtées

Niveau de dette commerciale en pourcentage



- Niveau de dettes commerciales par entreprise

Lecture : Niveau de dette commercial et « spread » pour 328 portefeuilles d'entreprises.

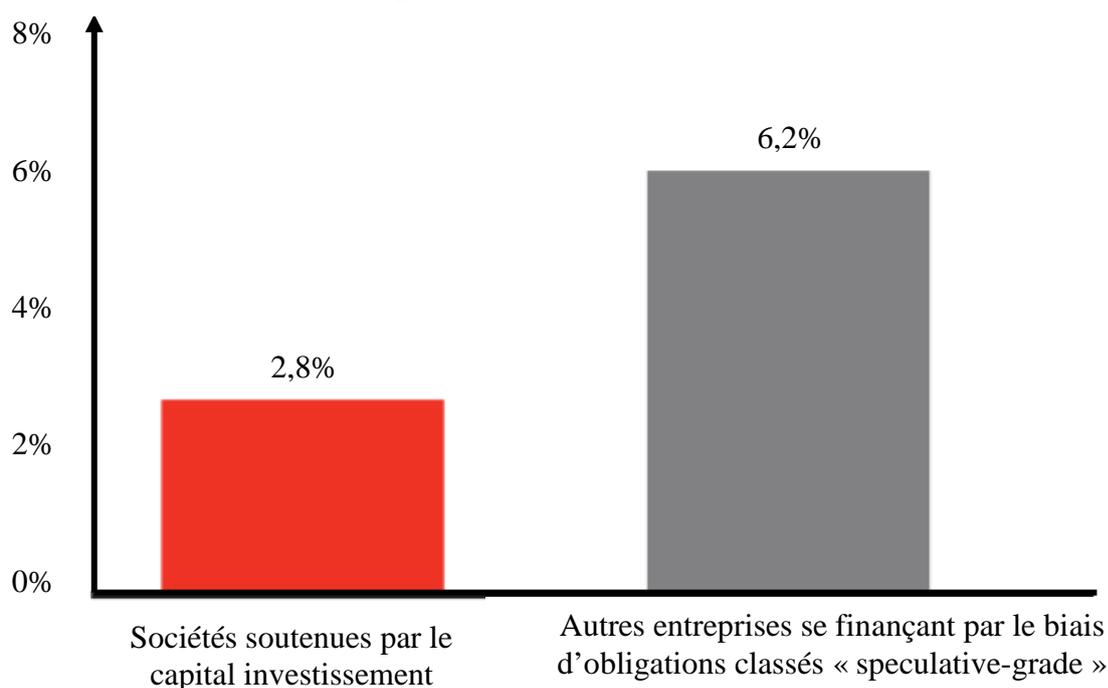
Source: Meerkatt et Liechtenstein (2008).

Le fait de se retrouver dans une situation de défaut, pour une entreprise, n'est inéluctablement pas synonyme de faillite. L'avenir d'une entreprise en situation de défaut dépend de la réaction de ses créiteurs. Deux cas sont possibles, les créanciers de la société peuvent choisir de maintenir les conditions du financement du prêt ou de procéder à un refinancement de la dette permettant à l'entreprise d'échelonner le remboursement de ses emprunts. Selon KPMG (2011), le taux de la dette mondiale de LBO financé par des CLO était en 2011 de 60 %. Par ailleurs, le montant des dettes LBO arrivant à échéance, sur la période 2011-2016, était estimé à plus de mille milliards de dollars USD. Avec 670 milliards de dollars USD, le continent américain constituait plus de la moitié du montant de ces crédits. Il était suivi de la zone EMEA, rassemblant l'Europe et le Moyen Orient avec 420 milliards de dollars USD. Le montant de la dette LBO arrivant à échéance sur la même période dans la zone Asie Pacifique était beaucoup plus modeste puisqu'il ne représentait que 30 milliards de dollars USD.

Selon KPMG (2011), dans le cas où les entreprises dont les LBO ont été financés entre 2004 et 2007, seraient dans l'incapacité d'honorer la totalité du remboursement de leur emprunt, ces dernières pourraient se retrouver face à un « mur de refinancement » si les conditions d'octroi du crédit venaient à se durcir. Les trois prochaines années, seront, de ce fait, décisives pour le secteur des LBO et pour l'économie réelle. Toutefois, bien que nous ne disposions pas actuellement de suffisamment de recul afin de pouvoir prédire avec certitude l'évolution future des sociétés sous LBO, nous notons qu'une série d'études récentes tendent à montrer que la situation de ces entreprises pourrait être plus favorable que celle du « mur de refinancement ». L'analyse de Bain and Company (2012) étudie les taux de défaut, au niveau mondial, des sociétés soutenues par le capital investissement sur la période 2008-2009 (graphique 43). Le taux observé pour ces deux années est de 2,8 %.

Graphique 43 : Taux de défaut des sociétés qui ont recours au capital investissement sur la période 2008-2009

Taux de défaut annualisé sur la période 2008-2009

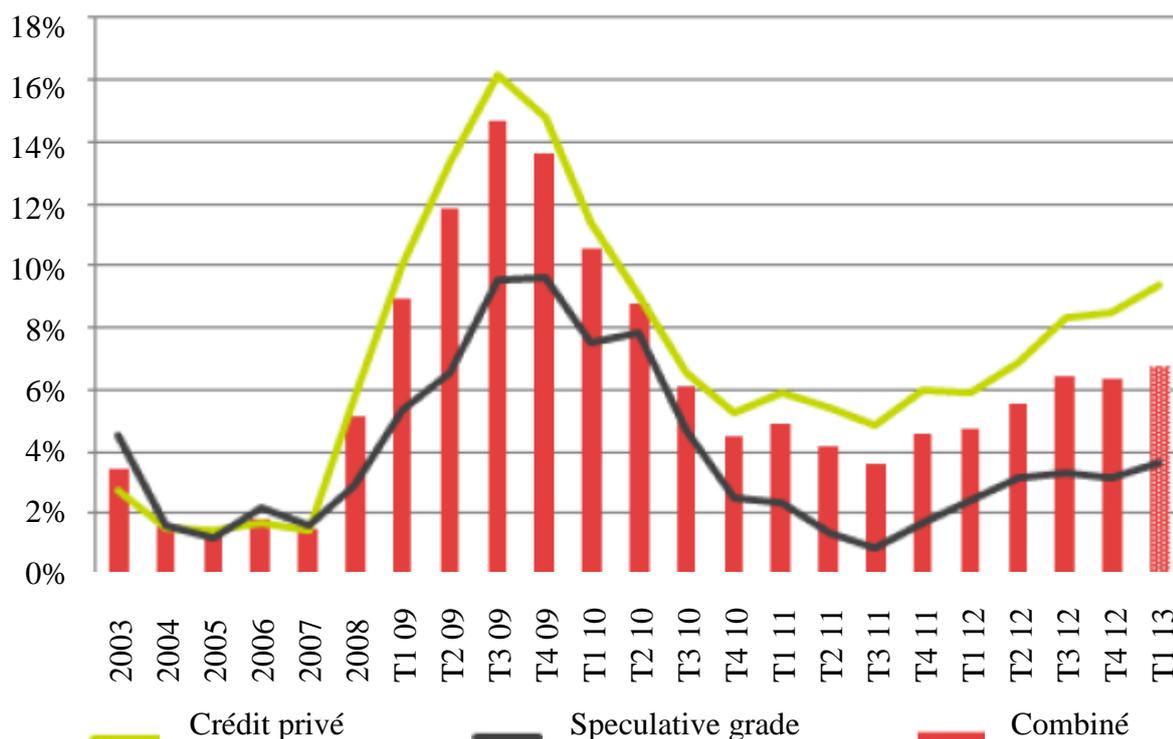


Lecture : Le taux de défaut prend en considération les entreprises en défaut de paiement ou en dépôt de bilan. Les « distressed exchange » ne sont pas pris en considération. Un distressed exchange est, selon la définition de Moody's, un échange dans le cadre duquel un émetteur propose aux créanciers une nouvelle dette ou une dette restructurée, ou bien de nouveaux titres, des versements en espèce ou des actifs imposant une perte par rapport aux termes originaux, et qui a pour effet de permettre au débiteur d'éviter le défaut de paiement ou le dépôt de bilan.

Source : Bain and Company (2012).

Cependant, l'étude de Bain and Company (2012) a pour limite d'exclure les « *distressed exchange* », dans le calcul de son taux de défaut. L'analyse de *Standard & Poor's* (2013) est, de ce fait, complémentaire puisqu'elle examine l'évolution du taux de défaut en Europe de 2003 à 2012 en intégrant ces restructurations visant à éviter le défaut d'une société (graphique 44 et tableau 15).

Graphique 44 : Évolution du taux de défaut, en Europe, des crédits notés « spéculative grade » de 2003 à 2012 (sur 12 mois glissants)



Lecture : Les taux de défaut concernent les 27 pays de l'Union Européenne ainsi que l'Islande, la Norvège et la Suisse. Les quatre trimestres sont respectivement désignés par T1, T2, T3 et T4 suivi des derniers chiffres de l'année analysé. Par exemple T109, désigne le premier trimestre de l'année 2009. Le premier trimestre de l'année 2013 correspond à une estimation.

Source : Standard and Poor's (2013).

Tableau 15 : Nombre de défauts d'entreprises en Europe de 2003 à 2012 pour les crédits privés et pour la catégorie « spéculative grade »

	Estimation de crédit privé			Speculative grade			Combiné
	Nombre d'entités	Défauts	Taux de défaut (%)	Nombre d'entités	Défauts	Taux de défaut (%)	Taux de défaut (%)
2003	180	5	2,8	111	5	4,5	3,4
2004	263	4	1,5	126	2	1,6	1,5
2005	334	5	1,5	163	2	1,2	1,4
2006	461	8	1,7	185	4	2,2	1,9
2007	544	8	1,5	183	3	1,6	1,5
2008	607	35	5,8	170	5	2,9	5,2
T1 2009	600	26	10	169	4	5,3	9
T2 2009	591	24	13,4	168	2	6,5	11,9
T3 2009	588	22	16,1	168	6	9,5	14,7
T4 2009	590	15	14,8	167	4	9,6	13,6
T1 2010	577	5	11,4	172	1	7,5	10,5
T2 2010	565	9	9	178	3	7,9	8,7
T3 2010	547	7	6,6	191	1	4,7	6,1
T4 2010	533	7	5,3	199	0	2,5	4,5
T1 2011	523	8	5,9	212	1	2,4	4,9
T2 2011	500	5	5,4	225	1	1,3	4,1
T3 2011	496	4	4,8	234	0	0,9	3,6
T4 2011	484	12	6	236	2	1,7	4,6
T1 2012	474	7	5,9	249	3	2,4	4,7
T2 2012	454	8	6,8	256	3	3,1	5,5
T3 2012	457	11	8,3	273	1	3,3	6,4
T4 2012	425	10	8,5	285	2	3,2	6,3

Lecture : Les taux de défaut concernent les 27 pays de l'Union Européenne ainsi que l'Islande, la Norvège et la Suisse. Les quatre trimestres sont respectivement désignés par T1, T2, T3 et T4 suivi des derniers chiffres de l'année analysé. Par exemple T109, désigne le premier trimestre de l'année 2009.

Source : Standard and Poor's (2013).

L'impact de l'abaissement de la notation des titres adossés aux LBO, à la fin de l'année 2008 que nous avons étudié précédemment, est, clairement, visible sur l'évolution du taux de défaut en Europe de 2003 à 2012. L'accroissement du taux de défaut sur la période de 2008-2010 concernait, à la fois les crédits privés, qui étaient, selon *Standard & Poor's*, principalement des dettes LBO dont les entreprises étaient dans une phase de restructuration et des obligations classées « *speculative grade* » qui comprenaient des CLO associés à des LBO. Ce taux de défaut est ensuite redescendu respectivement en dessous de 9 et 4 % pour les crédits privés et pour les titres de la catégorie « *speculative grade*²² » sur la période 2010-2012. De façon générale, le taux de défaut de l'ensemble des crédits est hétérogène en Europe (tableau 16). Les taux de défauts plus élevés en Espagne et en Italie s'expliquent par deux facteurs que sont, d'une part, de la récession économique qui a résulté de l'extension de la crise des *subprimes* aux sphères financière et réelle et, d'autre part, de la contraction des conditions de crédit des banques locales de ces pays. Ces deux tendances ont été également observées en Grèce, en Irlande et au Portugal.

Tableau 16 : Taux de défaut des crédits en Europe, par pays, de 2008 à 2012

Pays	2008	2009	2010	2011	2012
Espagne	6,8	27,9	5,6	7,1	14,3
Italie	6,3	21,9	3	5,7	9,5
France	4,5	14,2	4,7	0,8	8,7
Royaume-Uni	6,9	10,5	5,1	6,6	5,4
Allemagne	4,5	16	6	5	4,4
Pays-Bas	4,5	15,6	3,2	1,7	5,6

Lecture : Les taux de défaut concernent les 27 pays de l'Union Européenne ainsi que l'Islande, la Norvège et la Suisse. Les entités analysées correspondent à des titres de crédits cotés en bourse et à des crédits privés.

Source : Standard and Poor's (2013).

Contrairement aux prédictions de Meerkatt et Liechtenstein (2008), les études de *Bain and Company* (2012) et *Standard and Poor's* (2013) montrent donc que les taux de défauts des sociétés sous LBO sont restés relativement bas depuis le début de la crise. L'analyse de Moody's (2012), menée sur 1 000 situations de défauts survenues aux États-Unis de 1988 à 2012, dont 200 de sociétés sous LBO et 800 d'entreprises non LBO révèle même que le taux de recouvrement des dettes LBO, de 54 % a été sensiblement similaire à celui des sociétés non LBO de 55 % sur cette période. L'étude de Benmelech, Dlugosz et Ivashina (2012)

²² Le tableau 18 en annexe de ce chapitre présente les systèmes de notes des principales agences de notation.

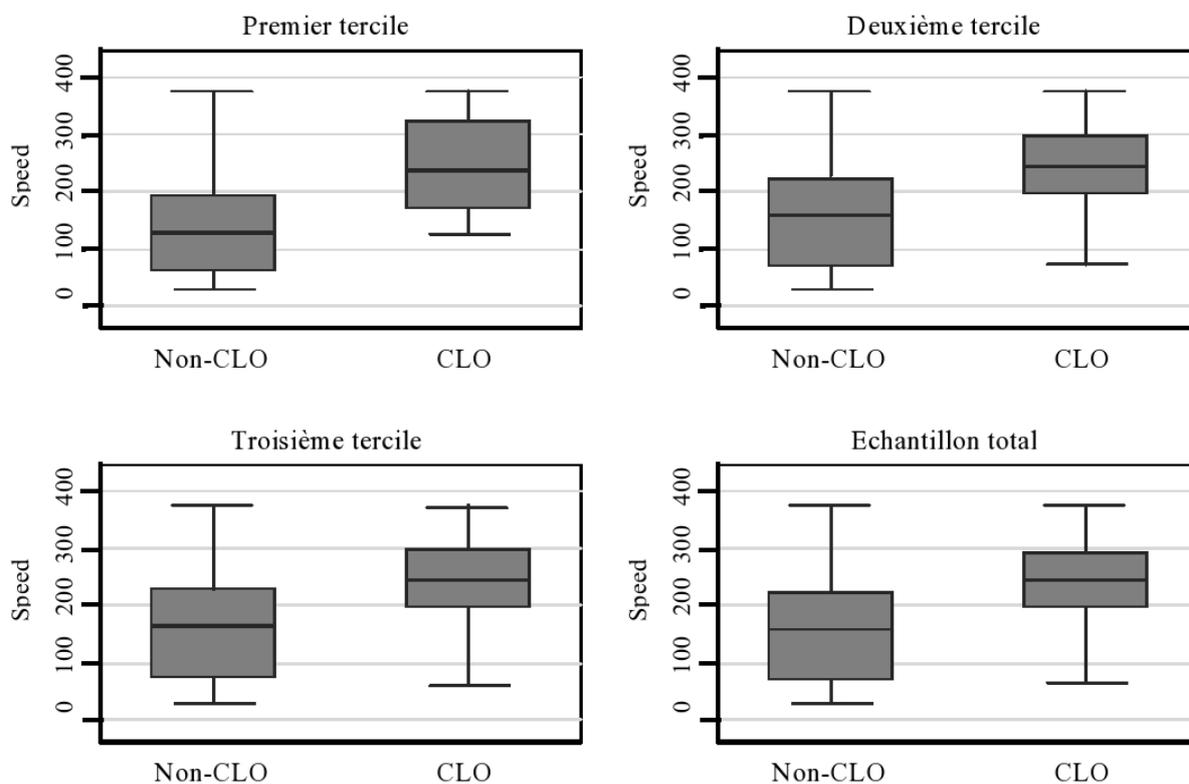
explique cette résilience des SBO à travers l'analyse de deux échantillons. Le premier porte sur la période allant de janvier 1997 à mai 2007 et le second sur celle allant de juillet 2008 à janvier 2010. Les résultats empiriques des auteurs aboutissent à plusieurs conclusions. Tout d'abord, ils montrent que la titrisation n'a pas eu d'impact sur la performance des sociétés dont les LBO ont été réalisés avant 2005 puisque la titrisation des prêts LBO antérieurs à 2005, par le biais des CLO, n'a pas accru le risque de sélection adverse des emprunteurs. Ce résultat est très intéressant puisqu'il s'oppose à ceux des études portant sur la titrisation des crédits immobiliers hypothécaires *subprimes* (Keys, Mukherjee, Seru, et Vig 2010; Nadauld et Sherlund, 2009) qui mettent en évidence une défaillance, de la part des banques originatrices de ces prêts, dans le processus de sélection de la qualité des emprunteurs.

Ce constat est expliqué par une différence majeure entre le processus de titrisation des prêts LBO et celui des crédits immobiliers hypothécaires. La taille des crédits LBO est en moyenne de 522 millions de dollars USD alors qu'elle est comprise entre 150 000 et 190 000 dollars USD pour les prêts hypothécaires immobiliers. L'importance du montant des prêts LBO nécessite la mise en place d'un processus de syndication de plusieurs banques, sous la forme d'un « *pool* bancaire », en amont de la titrisation de ces créances. Le montant minimum moyen apporté par chaque banque est compris entre 1 et 5 millions de dollars USD. L'objectif de ce partenariat est le partage du risque de contrepartie associé à ces crédits. Cette organisation limite le risque de sélection adverse dans la mesure où elle incite l'ensemble des banques qui interviennent dans les LBO à choisir les projets présentant les meilleurs couples de rendements et de risques afin de préserver, leur crédibilité et leur réputation et ainsi garantir leurs relations interbancaires.

En outre, contrairement aux crédits hypothécaires, les prêts LBO présentent la caractéristique de n'être que partiellement titrisés. En moyenne, près de 27 % du montant d'un crédit LBO, n'est pas titrisé et est conservé par la banque originatrice du prêt, appelée « *lead bank* ». Ce maintien de l'exposition des banques originatrices de crédits LBO au risque de contrepartie est désigné par la métaphore anglophone « *skin in the game* » qui est utilisé pour décrire le fait de s'impliquer personnellement et financièrement dans un projet en supportant une part du risque qui y est associé. La sauvegarde de cette implication des banques originatrices de prêts LBO, non présente dans la titrisation des crédits *subprimes*, limite la probabilité de défaillance des établissements bancaires dans le contrôle de la solvabilité des emprunteurs.

Son rôle est d'autant plus important que l'étude de Benmelech, Dlugosz et Ivashina (2012) montre que les sociétés dont les LBO ont été titrisés ont été en moyenne moins performantes que celle dont les LBO ne l'ont pas été sur la période 2004-2007 de « surchauffe du marché des LBO ». Ces années ont été caractérisées par la réalisation de plusieurs *méga Buy-Out*. Deux facteurs ont favorisé l'essor de ces grands LBO. Il s'agit d'un plus grand recours à la titrisation des crédits de ces opérations, sous la forme de CLO, et d'une baisse du montant minimum de la partie non titrisé des prêts LBO détenue par les banques originatrices (Bord et Santos, 2011). Pendant cette période, les *spreads* des prêts LBO titrisés par le biais de CLO, qui correspondent à l'écart entre le taux de ces crédits et celui des obligations d'État, ont d'ailleurs été, en général, supérieurs à ceux des prêts non titrisés (graphique 45).

Graphique 45 : Spread des LBO non-CLO et CLO sur la période 2004-2008

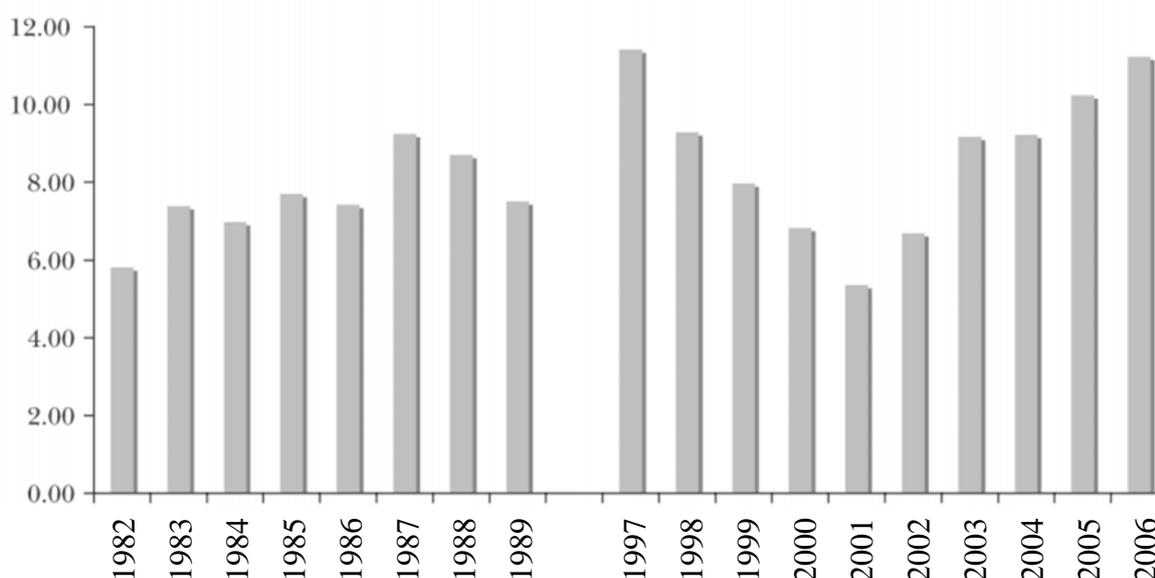


Source : Bord et Santos (2011).

Il apparaît, par conséquent, que la moindre performance des entreprises dont les crédits LBO ont été titrisés par rapport à celle des sociétés dont les LBO ne l'ont pas été, résulte, principalement de la présence de charges financières plus élevées que d'une rentabilité moins importante de ces entreprises.

L'analyse de Kaplan et Strömberg (2008) apporte d'autres précisions sur les facteurs de la résistance des sociétés sous LBO au cours de la crise. Les auteurs comparent les similitudes et les différences dans les caractéristiques du marché des LBO aux États-Unis entre la vague de croissance des LBO des années 1980 et celle des années 2000. Ils se basent sur l'étude de Kaplan et Stein (1983) et sur celle de Guo, Hotchkiss et Song (2007). Le premier axe de réflexion porte sur l'évolution de la valeur des entreprises rachetées par LBO lors des deux périodes de croissance des LBO aux États-Unis (graphique 46).

Graphique 46 : Evolution du ratio valeur d'entreprise/EBITDA des grands LBO de 1982 à 2006



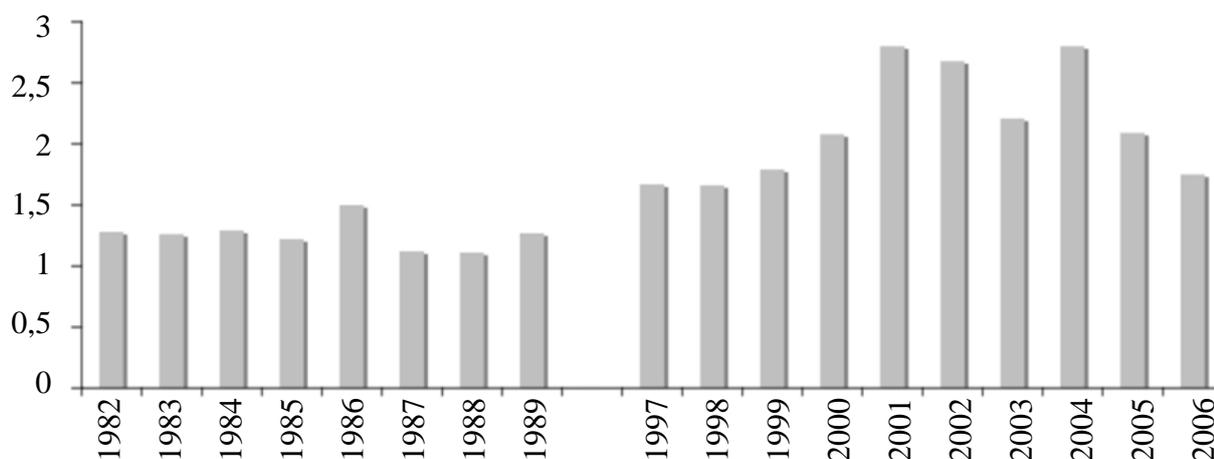
Lecture : La première vague de croissance des LBO commença lors 1982 et s'acheva en 1989 et la seconde débuta en 2003 et s'acheva en 2007. La valeur d'entreprise des sociétés est calculée comme la somme des capitaux propres et de la dette nette au moment du rachat. Le montant des flux de trésorerie est calculé selon la méthode standard de l'EBITDA qui permet de mesurer le niveau de performance des entreprises.

Source : Kaplan et Stein (1993) et Guo, Hotchkiss et Song (2011).

Nous constatons que le ratio valeur d'entreprise/EBITDA a été plus élevé à la fin des deux phases de développement du marché des LBO et que le ratio de la vague de croissance des LBO la plus récente a été en moyenne plus élevé que celui des années quatre-vingt. Il est vrai que, les ratios de valeurs d'entreprises/EBITDA de la dernière décennie ont été de façon générale supérieurs à ceux des années quatre-vingt.

Cependant, il ressort lorsque cet indicateur est déflaté du ratio des entreprises non financières de l'index S & P 500, basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses américaines, que les prix d'acquisition de la vague de croissance des LBO récente ont été légèrement inférieurs à ceux de la période de croissance précédente. Le second élément de comparaison concerne la structure de l'actionnariat des fonds de LBO et plus précisément la part des capitaux propres par rapport à l'endettement. Les auteurs constatent que ce pourcentage a été en moyenne de 10 à 15 % pendant la première période et de 30 % lors de la seconde vague de croissance des LBO. Cette différence significative du ratio capitaux propres/endettement entre le premier cycle de croissance et le second valide la théorie de Kaplan et Stein (1983) qui affirmait que les LBO américains des années quatre-vingt avaient connu une forte croissance en raison de l'utilisation d'un effet de levier important. Outre le montant des flux de trésorerie et le niveau d'endettement, un troisième facteur diffère également lors des deux périodes, il s'agit du taux d'intérêt. Afin d'analyser l'évolution de ce facteur, les auteurs considèrent le ratio de la couverture des intérêts en tant qu'indicateur de la fragilité des opérations de LBO (graphique 47).

Graphique 47 : Evolution du ratio de couverture d'intérêts des LBO de 1982 à 2006



Lecture : La première vague de croissance des LBO commença lors 1982 et s'acheva en 1989 et la seconde débuta en 2003 et s'acheva en 2007. Le ratio de la couverture des intérêts se calcule ainsi : $(\text{bénéfice net} + \text{intérêts et frais bancaires}) / (\text{intérêts et frais bancaires})$. Plus ce ratio s'élève, plus l'entreprise est capable d'honorer le remboursement de ses frais d'intérêts. Au contraire, un faible niveau de ce ratio indique une forte probabilité que l'entreprise ait des difficultés à payer les intérêts de son endettement.

Source : Kaplan et Stein (1993) et Guo, Hotchkiss et Song (2011).

Le ratio de couverture des intérêts de la période 2003-2007 a été supérieur à celui de la période 1982-1989. Cela suggère que la structure des LBO de la dernière vague de croissance a été moins fragile. Par ailleurs, on remarque que les ratios de couverture des intérêts entre 2001 et 2004 ont été élevés que ceux se situant avant et après cette période.

Conclusion chapitre 6

L'objectif de ce chapitre était d'évaluer la responsabilité du capital investissement dans l'origine et l'amplification de la crise économique qui a débuté en 2008. Cette crise s'est déroulée selon trois grandes étapes. La première a été la crise des crédits *subprimes*. La seconde a été son extension aux marchés financiers, par le canal de la titrisation. Enfin, la troisième étape a été celle de sa transmission à l'économie réelle par le canal bancaire par le biais de la restriction de l'offre de crédits octroyés aux ménages et aux entreprises. Nous avons montré que le passage du modèle « *originate to hold* » à celui du modèle « *originate to distribute* », par les banques, a été déterminant dans l'ampleur de la crise économique récente. Ce processus destiné à transférer le risque de contrepartie des bilans des établissements de crédits vers les marchés financiers a accru le risque de sélection adverse en étant à l'origine d'un relâchement du niveau de contrôle de la solvabilité des emprunteurs.

Nous avons également montré que le recours à plusieurs vagues de titrisations sur des titres de créances a renforcé la présence d'asymétrie d'informations entre les banques originatrices des prêts et les acheteurs des titres adossés à ces crédits. Contrairement à l'objectif initial voulu, il en a finalement résulté, à l'aube de la crise des *subprimes*, une forte concentration du risque de contrepartie non pas au sein du bilan des établissements de crédits mais au niveau de leurs hors-bilan à travers la détention de titres structurés dans les portefeuilles d'investissement. La hausse progressive du taux directeur de la FED entre 2004 et 2006 combinée à l'effondrement du marché de l'immobilier américain en 2006 a ensuite conduit à une série de faillite de plusieurs sociétés de crédits hypothécaires, au cours de l'année 2007, qui a provoqué un abaissement brutal de la note attribuée, par les agences de notations, aux titres associés aux crédits *subprimes*. La conséquence de cette action des agences de notation a été l'émergence d'une crise de confiance sur les marchés monétaires qui s'est traduite par un phénomène de contraction du crédit (en anglais « *credit crunch* ») qui a été à l'origine d'une récession économique (Hetzl, 2009).

Nous avons identifié, ensuite, le rôle du capital investissement dans le processus de titrisation qui a mené à la crise. Nous avons montré que certains fonds de capital investissement sont intervenus en tant qu'acheteurs de titres dans un contexte de fortes asymétries d'informations sur la qualité de ces actifs. Il apparaît, de ce fait, le rôle de ces fonds n'a pas été déterminant dans l'émergence et le développement de la crise mais, plutôt, que les faibles taux d'intérêt et le recours à la titrisation, précédant la crise des *subprimes*, ont favorisé la phase de surchauffe

du marché des crédits LBO pendant la période 2004-2007 caractérisée par un grand nombre de méga buyouts qui sont des LBO de plus d'un milliard de dollars USD. Compte tenu de l'importance en valeur de ces montants et de la récession économique consécutive à la crise, de nombreux auteurs avaient, d'ailleurs, prédit à partir de 2009, une vague imminente de défauts massifs d'entreprises, dont les LBO avaient été titrisés, sur le même principe que celle de la crise des *subprimes*. Toutefois, quatre ans plus tard, ces prédictions ne se sont pas réalisées et les sociétés sous LBO n'ont pas présenté un risque de détresse financière ou de faillite plus important que celui de leurs concurrents non LBO pendant la crise des *subprimes*. Trois principales différences dans les caractéristiques de la période de croissance des LBO de 2003-2007 par rapport à celle de 1982-1989 expliquent cette capacité de résistance des entreprises sous LBO durant la dernière crise financière, il s'agit de flux de trésorerie plus important, d'un niveau d'endettement plus faible et d'un ratio de couverture des intérêts plus élevé.

Par ailleurs, nous avons identifié deux autres facteurs qui expliquent cette résistance économique des sociétés dont les LBO avaient été titrisés. Tout d'abord, nous avons montré que les crédits LBO étaient octroyés, contrairement aux crédits *subprimes*, par un « *pool bancaire* » en amont de leur processus de titrisation. La mise en place de ce partenariat de plusieurs établissements de crédits s'explique par le montant des crédits LBO qui est en moyenne de 522 millions de dollars USD et cette association de plusieurs banques permet un partage du risque de contrepartie associé à un même crédit LBO.

Puis, nous avons montré que les crédits LBO se différenciaient également de ceux des *subprimes* par leur taux de titrisation. Alors que les prêts *subprimes* étaient complètement titrisés, les prêts LBO ne l'ont été, quant à eux, que partiellement. En moyenne, entre 1997 et 2004 près de 27 % d'un crédit LBO était non titrisé et conservé au sein du bilan de la « *lead bank* », qui était la banque originatrice du prêt. Ce maintien à l'exposition au risque de contrepartie des prêts LBO par la *lead bank* désigné sous le terme « *skin in the game* », a permis de limiter le risque de sélection adverse des emprunteurs par la banque originatrice du prêt. Cette caractéristique explique le fait qu'il n'y a pas eu de différences significatives sur cette période, en termes de performance, entre les prêts LBO titrisés et ceux qui ne l'avaient pas été.

Au contraire, la diminution de ce taux, pendant la période 2004-2007 de surchauffe du marché des LBO, s'est traduite par une baisse de la performance des sociétés dont les LBO ont été titrisés, par rapport à celle dont les LBO ne l'ont pas été. Toutefois, l'origine de cette moindre performance n'a pas été une plus faible rentabilité des entreprises sous LBO titrisés mais la présence de charges financières plus élevées provenant d'un *spread* plus élevé pour ces sociétés par rapport à celle dont les LBO n'avaient pas été titrisés. L'importance du montant de ces frais financiers combiné à la récession économique pourrait conduire certaines sociétés dont les LBO ont été réalisés, pendant la période 2004-2007, à solliciter une renégociation des conditions de leurs prêts dont les échéances sont prévues entre 2014 et 2016. Toutefois, d'autres éléments tendent à penser que la résilience des LBO serait plus apparente qu'elle ne paraît l'être. En effet, nous avons également montré que les LBO de la dernière décennie se distinguaient de ceux des années quatre-vingt par des flux de trésorerie plus importants, un niveau d'endettement plus faible et un ratio de couverture des intérêts plus élevé.

Annexe du chapitre 6

Annexe 1 du chapitre 6
Tableau 17 : Quinze plus grands LBO de l'histoire du secteur
(en milliards de dollars USD)

Entreprise cible	Acheteur	Année	Montant	Montant ajusté de l'inflation	Secteur
RJR Nabisco	KKR	1989	31, 1	55, 38	Tabac
Energy Future Holdings (TXU)	KKR, TPG et Golman Sachs	2007	44, 37	47, 23	Énergie
Equity Office Properties	Blackstone	2007	38, 9	41, 41	Immobilier
Hospital Corp. of America	Bain, KKR et Merrill Lynch	2006	32, 7	35, 81	Santé
First Data	KKR et TPG	2007	27, 5	30, 87	Informatique
Harrah's Entertainment	Apollo Global Management et TPG	2006	27, 4	30	Hôtels et casinos
Alltel	Goldman Sachs et TPG	2007	27	28, 74	Télécommunications
ClearChannel	KKR, Bain Capital et Thomas H. Lee	2006	25, 7	28, 14	Audiovisuel et publicité
Hilton hôtels	Blackstone	2007	26	27, 68	Hôtellerie
Alliance Boots	KKR	2007	24, 8	26, 4	Pharmaceutiques et cosmétiques
Kinder Morgan	Carlyle, Goldman Sachs et Riverstone	2006	21, 6	23, 65	Transport et le stockage de produits pétroliers et de gaz naturel
Freescale semiconductor	Blackstone, Carlyle, Permira et TPG	2006	17, 6	19, 27	Semi-conducteurs
Albertson's	Cerberus Capital Management	2006	17, 4	19, 05	Supermarché
Capmark	KKR	2005	16, 7	18, 88	Immobilier
Hertz	Carlyle, Merrill Lynch et Clayton Dubilier & Rice	2005	15	16, 95	Location de voitures

Lecture: Kohlberg Kravis Roberts (KKR), Texas Pacific Group (TPG).

Source: Business Insider (2011).

Annexe 2 du chapitre 6

Tableau 18 : Notes des trois principales agences de notations mondiales

	Moody's		Standard & Poor 's		Fitch	
	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme
Investment grade	Aaa	Prime-1	AAA	A-1	AAA	F1+
	Aa1	Prime-1	AA+		AA+	F1+
	Aa2	Prime-1	AA		AA	F1+
	Aa3	Prime-1	AA-		AA-	F1+
	A1	Prime-1	A+	A-1	A+	F1+ ou F1
	A2	Prime-1 ou Prime 2	A		A	F1
	A3	Prime-1 ou Prime 2	A-	A-2	A-	F1 ou F2
	Baa1	Prime -2	BBB+		BBB+	F2
	Baa2	Prime-2 ou Prime 3	BBB	A-3	BBB	F2 ou F3
Baa3	Prime -3	BBB-	BBB-		F3	
Speculative Grade / High Yield	Ba1	Not prime	BB+	B	BB+	B
	Ba2		BB		BB	B
	Ba3		BB-		BB-	B
	B1		B+		B+	BB
	B2		B		B	B
	B3		B-		B-	B
	Caa1		CCC+	C	CCC	C
	Caa2		CCC		CC	C
	Caa3		CCC-		C	C
	Ca		CC		RD/D	RD/D
	C		C			

Lecture : les notations à long terme correspondent aux évaluations sur le risque de crédit relatif aux titres ayant une échéance initiale d'un an ou plus. Les notations à court terme correspondent à la capacité des émetteurs à honorer leurs obligations financières à court terme (ceux dans les 13 prochains mois). Les « speculative grade » ou « high yield » présentent des niveaux de risques et de rendements plus élevés que ceux des « Investment grade ».

Sources: Standard & Poor, Moody et Fitch.

Chapitre 7 - Évolution du capital investissement suite aux réformes réglementaires adoptées consécutivement à la crise

« *The Chinese use two brush strokes to write the word “crisis”. One brush stroke stands for danger; the other for opportunity. In a crisis, be aware of the danger, but recognize the opportunity* » Kennedy (1959).

Introduction du chapitre 7

Ce chapitre analyse les pistes d'évolution future du secteur du capital investissement. Nous utilisons comme fondement de notre réflexion la théorie de Lerner (2011). Nous analysons, dans une première section les quatre prédictions, proposées par l'auteur, concernant l'avenir du capital investissement. Ces scénarios sont construits en fonction de deux facteurs de l'activité que sont le niveau de rendement et le volume des engagements des investisseurs. L'étude du cadre réglementaire n'est cependant pas approfondie dans cette théorie. Or, la crise économique qui a débuté en 2008 a suscité de nombreux débats sur l'évolution, de plus en plus rapide, du système financier mondial.

La volonté de réduire le risque systémique a été au cœur de ces réflexions et il en a résulté plusieurs réformes réglementaires dont nous étudions les fondements dans la seconde section de ce chapitre. Ces lois sont le *Dodd-Frank Act*, les directives AIFM (*Alternative Investment Managers Directive*) et MIF II (marchés d'instruments financiers II) et les règles prudentielles Bâle III et *Solvency II*. Nous distinguons deux conséquences majeures de ces réformes sur le capital investissement.

D'une part, certaines mesures génèrent, pour les fonds de capital investissement, des coûts d'exploitation supplémentaires en intensifiant la transparence et le niveau de contrôle du secteur, d'autre part, certaines dispositions ont un impact indirect sur le marché en limitant l'implication des investisseurs institutionnels dans le processus de levée de fonds en amont de l'activité. Ces réformes entraînent une redistribution de la répartition des flux internationaux de capital investissement en augmentant la rigidité de son cadre réglementaire en Europe et aux États-Unis, ce qui a pour effet de renforcer l'attractivité des pays émergents pour ces transactions.

Nous approfondissons ensuite ce point, dans une troisième section, en examinant les spécificités des marchés du capital investissement des pays émergents que sont, principalement, ceux du BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) mais également des pays d'Afrique du nord, tels que le Maroc, la Tunisie, le Maroc, l'Arabie saoudite et l'Égypte. La présence de nombreuses possibilités d'investissements et d'importants besoins de financements dans le cadre d'une forte croissance économique constituent les atouts majeurs des ces pays en termes d'attractivité pour les transactions de capital investissement, et, plus particulièrement, de ceux du BRICS. Toutefois, la relative immaturité de leur cadre institutionnel pénalise encore le coût et la qualité des transactions de capital investissement qui sont réalisées dans ces pays parfois caractérisés par de faibles niveaux de protection des investisseurs et un haut degré de corruption. La capacité de ces pays à poursuivre les réformes qu'elles ont entamées afin d'améliorer les facteurs d'attractivité, pour les transactions de capital investissement, qui leur font défaut actuellement est donc décisive pour que cette activité puisse continuer à se développer dans ces marchés.

Section 1 : Les quatre scénarios prédictifs de la théorie de Lerner

Dans cette section, nous analysons les fondements de la théorie de Lerner (2011) qui présente quatre scénarios prédisant l'évolution future des transactions de capital investissement en fonction du niveau de rendement et des engagements des investisseurs du marché (tableau 19).

Tableau 19 : Scénarios prédisant les possibilités d'évolution futures du capital investissement selon la Théorie de Lerner

	Maintien du niveau d'engagement des investisseurs	Désengagement de certains investisseurs
Rendements satisfaisants	<i>1-Recovery</i>	<i>2-Back to the Future</i>
Rendements faibles	<i>4-A Broken Industry</i>	<i>3-The Limited Partners Desertion</i>

Source : Lerner (2011).

Le premier scénario, que l'auteur appelle « *Recovery* », envisage une reprise des opérations de capital investissement dans les années à venir selon les mécanismes qui ont caractérisé ce marché lors des deux dernières décennies. L'auteur explique que les phases de croissance des transactions de capital investissement sont déterminées par des hauts niveaux de rendements et de fortes levées de fonds. Ces périodes sont toutefois suivies de restrictions réglementaires, imposées aux investisseurs, qui engendrent des phases de récession marquées par un abaissement de la performance des investissements et une diminution du volume des levées de fonds. Toute chose étant égale par ailleurs, cette baisse des levées de fonds se traduit par une meilleure sélection des projets d'investissements qui aboutit à une hausse des rendements à l'origine d'une nouvelle vague de croissance. Selon ce scénario qui se base sur l'évolution du marché du capital investissement moderne depuis son origine, les opérations de ce secteur pourraient donc bénéficier d'un regain d'activité dans les prochaines années.

Le second scénario intitulé « *Back to the future* » prévoit contrairement au premier une baisse de l'activité de capital investissement qui résulterait du retrait du marché de plusieurs intervenants en raison d'un faible niveau de rendements des investissements. Selon Lerner (2011), les opérations de capital investissement présentent deux types d'hétérogénéité de rendements. Le premier se situe au niveau des métiers du capital investissement. Ces dernières années le rendement des transactions de capital transmission/LBO a surpassé celui des autres segments. La seconde forme d'hétérogénéité de performance des opérations de capital investissement provient de l'identité des investisseurs. Elle a été mise en évidence par l'étude empirique de Lerner, Schoar et Wongsunwai (2007) dont les résultats ont montré que les rendements des opérations réalisées par les fondations surpassaient de façon significative ceux des autres investisseurs. Ce contraste dans la performance des flux de capital investissement a été également relevé par l'étude de Suret (2011) qui a mis en évidence l'existence d'asymétrie dans les rendements des transactions de l'activité. Selon l'auteur, ces dernières années, 84 % de la performance totale des opérations de capital investissement, aux États-Unis ont été réalisées par 10 % des fonds et 5 % d'entre eux ont concentré cette performance. Selon ce scénario, les intervenants dont la performance des investissements aura été satisfaisante auraient tendance à investir dans de nouvelles opérations et, au contraire, les investisseurs dont les rendements auront été faibles seraient, quant à eux, enclin à se retirer du marché.

Le troisième scénario intitulé « *Limited Partners' desertion* » anticipe un repli des gestionnaires institutionnels qui résulterait d'une persistance d'un faible niveau des rendements des opérations de capital investissement et de problèmes de structures organisationnelles. L'origine du départ de certains investisseurs proviendrait, ici, d'un écart significatif entre les rendements bruts et nets des opérations de capital investissement qui résulterait de frais de gestion élevés et qui limiterait le rendement net des investisseurs. À la fin de la décennie quatre-vingt-dix, des fonds de pension américains avaient d'ailleurs sollicité un abaissement du niveau de rémunération des dirigeants de fonds de capital investissement sans succès. Selon Mahieux (2013) la crise économique initiée en 2008 devrait aboutir à une renégociation des clauses, entre investisseurs et fonds de capital investissement, concernant la rémunération des dirigeants de ces fonds et plus précisément des coûts de gestion désignés sous le terme de « management fees ». Suret (2011) explique que si cette situation se réalisait cela provoquerait à une diminution significative des levées de fonds réalisées. Ce scénario anticipe donc une crise de liquidité sur le marché du capital investissement qui menacerait directement cette activité financière et, par voie de conséquence, le financement des entreprises qui en dépendent.

Le quatrième scénario intitulé « *A broken industry* » prédit tout comme le premier et le second une continuité du niveau d'activité des opérations de capital investissement mais dans des conditions différentes. Il y décrit une situation de maintien du niveau d'engagements en dépit de faibles rendements. Une telle attitude est surprenante car elle contredit l'idée selon laquelle les investisseurs baseraient leurs choix d'investissements en fonction du risque et du rendement espérés associés à chaque opération financière. Ce comportement pourrait cependant résulter de la présence d'un biais dans les méthodes d'évaluation de la performance et du risque des transactions en capital investissement qui pourrait générer un maintien du niveau d'activité du secteur pendant une décennie voire plus.

Lerner (2011) estime que l'hypothèse la plus probable associe les deux premiers scénarios, que sont « *recovery* » et « *back to the future* ». Les deux situations considérées comme les plus plausibles anticipent donc une évolution favorable des opérations de capital investissement dans le futur. L'auteur émet toutefois des réserves sur son opinion qu'il considère comme « optimiste » et nous invite à réfléchir sur la question en ouvrant le débat. Afin de déterminer à notre tour, parmi ces quatre scénarios celui qui a la plus grande probabilité de se réaliser, nous enrichissons le cadre d'analyse de l'auteur par l'étude des

réformes réglementaires du capital investissement. Pour cela, nous analysons, dans la prochaine section la nature et l'impact de ces réformes sur le capital investissement.

Section 2 : Réformes réglementaires relatives au capital investissement

Nous montrons dans cette section que l'étude des mutations de l'environnement réglementaire du capital investissement est cruciale dans l'analyse des perspectives d'avenir du secteur. Notre approche comporte trois axes de réflexion, faisant chacun l'objet d'une sous-section. Dans une première, nous considérerons les fondements des nouvelles réformes réglementaires du capital investissement et leurs incidences sur l'activité. Puis, dans la seconde nous montrerons par extrapolation à partir d'une étude empirique qu'un fort accroissement de la réglementation du capital investissement peut mettre en péril la viabilité de ces opérations et in fine le financement des entreprises qui en dépendent. Et enfin, nous nous interrogerons dans la troisième sous-section sur la raison sous-jacente de la détermination des décisionnaires politiques à intensifier la réglementation du capital investissement en étudiant la thèse de la confusion de cette activité avec celle des *Hedges Funds*.

Sous-section 1 : Des effets directs et indirects sur l'activité

Suite à la crise des *subprimes*, quatre principales réformes réglementaires ont été adoptées afin d'assurer la stabilité du marché financier et de réduire le risque systémique des établissements bancaires et de sociétés d'assurance. Il s'agit du *Dodd Franck Act*, de la directive AIFM, des règles prudentielles de Bâle III et de *Solvency II*. La portée de ces nouvelles initiatives touche le capital investissement à plusieurs niveaux, toutefois, nous pouvons dissocier deux répercussions majeures sur l'activité. Alors que certaines mesures génèrent des coûts supplémentaires pour les fonds intensifiant la transparence et le niveau de contrôle du secteur, d'autres dispositions ont un impact indirect sur le marché en limitant l'implication des investisseurs institutionnels dans le processus de levée de fonds en amont de l'activité.

Aux États-Unis, le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (le « *Dodd Frank Act* ») également connue sous le nom de Règle Volcker (en anglais « *Volcker rule* ») est une loi qui a été promulguée le 21 juillet 2010 consécutivement à la crise des *subprimes* et à la crise financière puis économique qui en a résulté.

Son objectif est de garantir la stabilité du marché financier américain. Cette nouvelle loi comporte un volet qui transforme de façon significative le cadre réglementaire des activités de conseils en placement et plus particulièrement celui du capital investissement. Certaines dispositions du *Dodd-Frank Act* touchent directement le niveau opérationnel des fonds de capital investissement. Un des changements majeurs initiés par la règle Volcker modifie le statut des fonds de capital investissement auprès de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) en abrogeant le *private adviser exemption*²³. L'abrogation de cette exemption impacte le marché mondial du capital investissement de façon déterminante dans la mesure où le champ d'action de cette mesure concerne non seulement les fonds américains mais également les fonds non établis sur le territoire des États-Unis qui réalisent des opérations dans lesquelles interviennent des investisseurs américains.

Auparavant, les gestionnaires de fonds de capital investissement étrangers qui réalisaient des levées de fonds auprès d'investisseurs américains bénéficiaient d'une exemption les préservant d'une inscription auprès du SEC. Cette dispense les libérait des obligations de tenue de registre, de reporting et de publication d'informations imposés par l'*Adviser's Act*. Avant l'entrée en vigueur du *Dodd-Frank Act* 21 juillet 2010, tout gestionnaire de fonds non-régulés pouvait bénéficier du *private adviser exemption* s'il remplissait les trois conditions suivantes :

- Être gestionnaire et avoir eu des clients américains au cours des 12 mois précédents.
- Être gestionnaire ne se présentant habituellement pas comme un gestionnaire d'investissement auprès du public ; et avoir eu moins de 15 clients, étant entendu que, pour les gestionnaires non américains, seuls les clients américains étaient pris en compte.
- Être gestionnaire ne conseillant aucune « *Investment company* » inscrite auprès de la SEC telle que définie dans l'*Investment Company Act of 1940* (le « *1940 Act* »).

²³ « La dérogation dite *Private adviser exemption* s'appliquait pour les gestionnaires ayant moins de 15 clients (c'est à dire moins de 15 fonds d'investissement) étant entendu que, pour les gestionnaires non US, seuls les clients US sont pris en compte », Association Française des Investisseurs en Capital (2011).

Selon le cabinet d'avocats d'affaires international Gide Loyrette Nouel (2010) « le 1940 Act » définit généralement une « *investment company* » comme un émetteur (i) qui se présente comme étant principalement engagé dans une activité d'investissement en titres ou de *trading* sur titres ou (ii) qui (a) est engagé dans une activité d'investissement en titres ou de *trading* sur titres et (b) est propriétaire ou propose d'acquérir des titres d'investissement ayant une valeur excédant 40 % de la valeur totale des actifs de l'émetteur. Cette définition générale est complétée par des exemptions. Il en existe notamment (i) pour les émetteurs dont les titres ne sont pas détenus par plus de 100 personnes et ne sont pas offerts publiquement à l'épargne et (ii) pour les émetteurs dont les titres sont exclusivement détenus par des personnes qui sont des « *qualified purchasers* » (investisseurs institutionnels importants) au sens du 1940 *Act*. Par ailleurs, Le *Dodd-Frank Act* prévoit des procédures de contrôles de la part du SEC pour l'ensemble des fonds de capital investissement et une surveillance particulière, par le conseil des gouverneurs de la *Federal Reserve System*, pour les plus importants. Les États-Unis sont les premiers investisseurs mondiaux en capital investissement (Aizenman et Kendall, 2008).

Nonobstant les nouvelles exemptions créées, l'entrée en vigueur du *Dodd-Frank Act* engendre donc de nouveaux coûts de gestion et de conformité pour les fonds de capital investissement américains et pour les gestionnaires étrangers qui conseillent des investisseurs américains. En outre, les mesures du titre VI du *Dodd-Frank Act* intitulé « *Improvements to regulation* » interdisent aux « entités bancaires », sociétés d'assurance incluses, de parrainer des fonds de capital investissement ou de détenir à hauteur de plus de 3 % des filiales réalisant des opérations de capital investissement. La *Volcker Rule* définit comme « entité bancaire » tout établissement de dépôt bénéficiaire d'une garantie d'état (banque), toute société qui contrôle une banque, toute société qui est considérée comme une *Bank Holding Company* (BHC) selon l'*International Banking Act* de 1978 (IBA) et toute filiale ou société affiliée d'une telle entité (Revue Banque, 2010). L'IBA prévoit que toute banque non américaine qui détient une filiale ou une succursale aux États-Unis sera soumise à la réglementation bancaire américaine de la même manière et dans la même mesure que les BHC. De ce fait, la plupart des grandes institutions bancaires internationales qui ont des activités aux États-Unis sont susceptibles d'être considérées comme des entités bancaires au sens du *Dodd-Frank Act*. La règle de Volcker restreint dans ce sens le domaine d'intervention des banques par rapport au *Gramm-Leach-Bliley Act* (également désigné sous le terme « *Financial Services Modernization Act* ») de 1999 sans toutefois restaurer la séparation stricte entre les banques de dépôt et les banques

d'investissement du *Glass-Steagall Act* de 1933. Trois autres mesures ont une incidence sur le marché du capital investissement, il s'agit de la directive AIFM, des règles prudentielles de Bâle 3 et des normes réglementaires de *Solvency II*. La directive AIFM (*Alternative Investment Managers*) adoptée le 11 novembre 2010 et entrée en application le 22 juillet 2013 vise principalement à réglementer l'activité des *Hedges Funds* et celle des fonds de capital investissement au sein de l'Union Européenne. Tout comme le *Dodd-Frank Act*, l'application de cette mesure engendre également de nouveaux coûts pour les fonds de capital investissement et limite les levées de fonds de ce secteur.

Bien que moins pénalisante dans sa forme définitive par rapport aux formes sous lesquelles elle avait été proposée antérieurement, la directive AFIM exerce néanmoins trois impacts significatifs sur le capital investissement (Haarmeyer, 2010). Elle limite le niveau de l'effet de levier des opérations de LBO, augmente les exigences de divulgation d'information et restreint les levées de fonds réalisées par les sociétés de *private equity* non domiciliés en Europe. Selon Seretakakis (2012) les frais supplémentaires occasionnés par la mise en place de processus de contrôle et de mise en conformité des fonds sont injustifiés et alourdissent inutilement les coûts d'exploitation des fonds de capital investissement. Par ailleurs, en complément aux nouvelles dispositions mise en œuvre par AIFM, l'adoption prochaine de la directive MIF 2 (Marchés d'instruments financiers II) devrait également soumettre les fonds de capital investissement aux règles de bonne conduite instaurant notamment l'obligation de faire preuve d'honnêteté, de loyauté, de compétence, de diligence et de prévention des conflits d'intérêts.

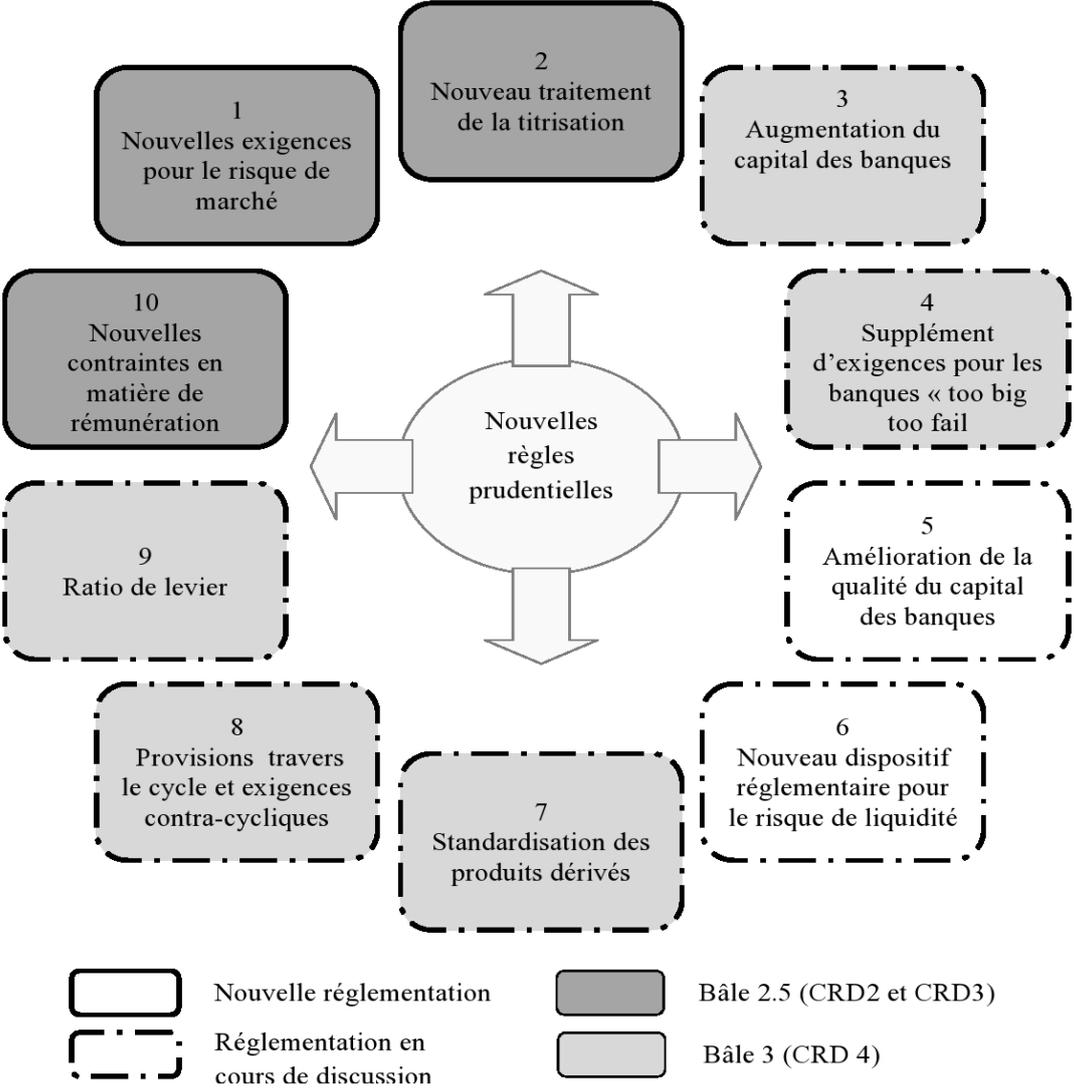
Les règles prudentielles de Bâle III et de *Solvency II* qui s'adressent respectivement au marché bancaire et à celui des assurances, exercent également un effet indirect sur le capital investissement en limitant l'intervention des investisseurs institutionnels dans ce type d'activité financière. Les normes prudentielles de Bâle III s'inscrivent dans la continuité des mesures de Bâle 2.5 (CRD²⁴ 2 et CRD 3) publiées en juillet 2009 et portant sur le risque de marché du portefeuille de négociation (en anglais « *trading book* »). Le 31 décembre 2011, les centres financiers du G-20²⁵ se sont engagés à adopter les dispositions Bâle III. Les pays

²⁴ Les « *Capital Requirement Directive* » (CRD) sont des directives sur les Fonds propres réglementaires.

²⁵ Le G20 est un groupe économique composé de vingt plus grandes puissances mondiale : Afrique du Sud, Allemagne, Arabie saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, France, Inde, Indonésie, Italie, Japon, Mexique, Royaume-Uni, Russie, Turquie, Union Européenne.

ont commencé depuis le 1^{er} janvier 2013 à transposer en droit national les recommandations du comité de Bâle pour une application au sein de leurs banques prévue au plus tard pour 2019. Tout comme la réforme américaine Dodd-Frank, les accords de Bâle III promulgués le 16 décembre 2010 suite à la crise financière initiée en 2007 ont pour volonté d'accroître la stabilité du système financier. La figure 21 synthétise les nouvelles mesures instaurées par les règles réglementaires de Bâle 2,5 et Bâle 3.

Figure 21 : Réformes réglementaires de Bâle 2,5 et Bâle 3



Source : Association Française des investisseurs pour la croissance (2010).

Les mesures de Bâle 2.5 mises en œuvre en Europe depuis la fin d'année 2011 concernent essentiellement :

- Le risque de marché : nouveau calcul de l'indicateur « *value at risk* » (1).
- La titrisation : augmentation des charges supportées par les originateurs, sponsors ou investisseurs (2).
- Le capital : définition plus conservatrice du capital de type Tiers 1 (5).
- La liquidité : calcul du ratio de liquidité basé sur des stress-test et requérant un niveau élevé de détention de produits liquides (6).
- La rémunération des dirigeants et des opérateurs de marché plus encadrée (10).

Les règles Bâle 3 et en Europe CRD 4 portent principalement sur :

- L'augmentation du capital des banques par l'ajout de coussin réglementaire (3).
- Un supplément d'exigences pour les banques « *Too big to fail* » (4).
- Un renforcement des exigences réglementaires par rapport au niveau d'equity « *pure* » (introduction d'un ratio Core Tiers 1 de 7 %) (5).
- Un nouveau dispositif pour le risque de liquidité (6).
- Une standardisation des produits dérivés (7).
- Un dispositif contra cyclique (8).
- Un ratio « d'effet de levier » fixé à 3 % du Tiers 1, soit un total des expositions (bilan et hors-bilan) qui ne pourra dépasser 33 fois le capital Tiers 1 des banques (9).

Solvency II est le pendant de « Bâle 2 » pour les compagnies d'assurances et de réassurance européennes. Tout comme son homologue bancaire, ses réformes s'organisent autour de trois piliers : les exigences en capital (Pilier I), le cadre du contrôle (Pilier II) et la discipline de marché (Pilier III). Le Pilier I et le Pilier II sont complémentaires, le premier mesure les risques de manière quantitative, tandis que le second permet une évaluation plus qualitative de la gestion des entreprises (tableau 20).

Tableau 20 : Piliers de la réforme réglementaire Solvency II

<p>Pilier I Exigences en capital</p>	<p>— Le Pilier I vise à mesurer les risques de manière quantitative. Il impose deux seuils de capitalisation :</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ le SCR (<i>Solvency Capital Requirement</i>), qui marque le niveau de capital souhaité ○ - le MCR (<i>Minimum Capital Requirement</i>), qui représente le seuil en deçà duquel l'autorité de contrôle pourra demander le retrait de l'agrément
<p>Pilier II Cadre du contrôle</p>	<p>— Le Pilier II permet une évaluation qualitative de la gestion des risques des entreprises. Il prévoit notamment la possibilité d'évaluation des procédures de contrôle interne par l'autorité de contrôle.</p>
<p>Pilier III Discipline de marché</p>	<p>— Le pilier III accroît la transparence de l'information transmise aux assurés, aux investisseurs et aux autorités de contrôle</p>

Source : Association Française des Investisseurs pour la Croissance (2006).

Le ratio de fonds propres de *Solvency II* pour les investissements dans le non côté n'a cessé de varier depuis les différentes études. Alors qu'il était de 75 % à la quatrième étude quantitative d'impact (QIS 4), ce ratio est ensuite passé à 60 %, puis 55 % et enfin à 49 %. En imposant aux sociétés d'assurance un taux de fonds propres aussi élevé, pour les investissements en actions non cotées qu'elles réalisent, le régulateur dissuade les assureurs d'investir dans cette classe d'actifs au profit des investissements immobiliers ou titres d'État, pour lesquels les exigences en fonds propres sont très inférieures. Tout comme Dodd-Frank et Bâle III, *Solvency II* limite donc également les prises de participations des compagnies d'assurances dans les opérations de capital investissement.

L'analyse des quatre principales réformes réglementaires qui concerne de façon directe ou indirecte le capital investissement nous montre que le nouveau cadre législatif du capital investissement a deux incidences majeures sur l'activité. D'une part, des dispositions accroissent la transparence et le niveau de contrôle du secteur en engendrant une hausse des coûts d'exploitation des fonds.

D'autre part, des mesures réglementaires limitent l'engagement des investisseurs institutionnels dans les opérations de capital investissement provoquant une contraction du niveau des levées de fonds entraînant ainsi une crise de liquidité sur le marché. Cette ampleur de l'impact du nouveau cadre réglementaire du capital investissement sur l'activité nous amène à analyser, dans la prochaine sous-section, les répercussions d'un tel durcissement de la réglementation du secteur sur les sociétés qu'il finance.

Sous-section 2 : Quel impact sur le financement des entreprises ?

Une des clés majeures du succès du capital investissement réside dans la légèreté de sa réglementation qui lui permet de résoudre les problèmes d'agences au sein des sociétés avec une efficacité supérieure à celle des entreprises cotées pénalisées par de plus grandes rigidités de coûts mais également par un cadre réglementaire plus important. De ce fait, la mise en place de mesures législatives supplémentaires destinées à l'encadrement du capital investissement pourrait entraîner une baisse du niveau d'efficience de l'activité. Selon Glachant, Lorenzi et Trainar (2008), l'intention actuelle de durcir la réglementation du capital investissement peut être mise en parallèle avec l'accroissement de la législation des marchés financiers américains au début des années deux mille suite aux scandales financiers d'Enron et de Worldcom. La hausse significative du niveau de rigidité du cadre réglementaire des marchés financiers aux États-Unis induit par la loi Sarbanes-Oxley²⁶ avait eu un fort impact sur la compétitivité de la bourse américaine incitant des sociétés cotées sur Wall Street à établir leurs cotations sur d'autres marchés boursiers, voire à se retirer de la côte. De la même façon, la mise en place de nouvelles mesures législatives pourrait provoquer une baisse de la compétitivité des fonds de capital investissement.

Le sondage réalisé par PricewaterhouseCoopers (2012) auprès d'un échantillon de 171 fonds représentatifs du marché international du capital investissement met en évidence les premiers effets du nouveau cadre réglementaire sur le secteur. Les résultats de l'enquête montrent que le principal impact des nouvelles réformes identifié par les professionnels du capital investissement est une hausse significative des coûts d'exploitation, 82 %²⁷ des fonds

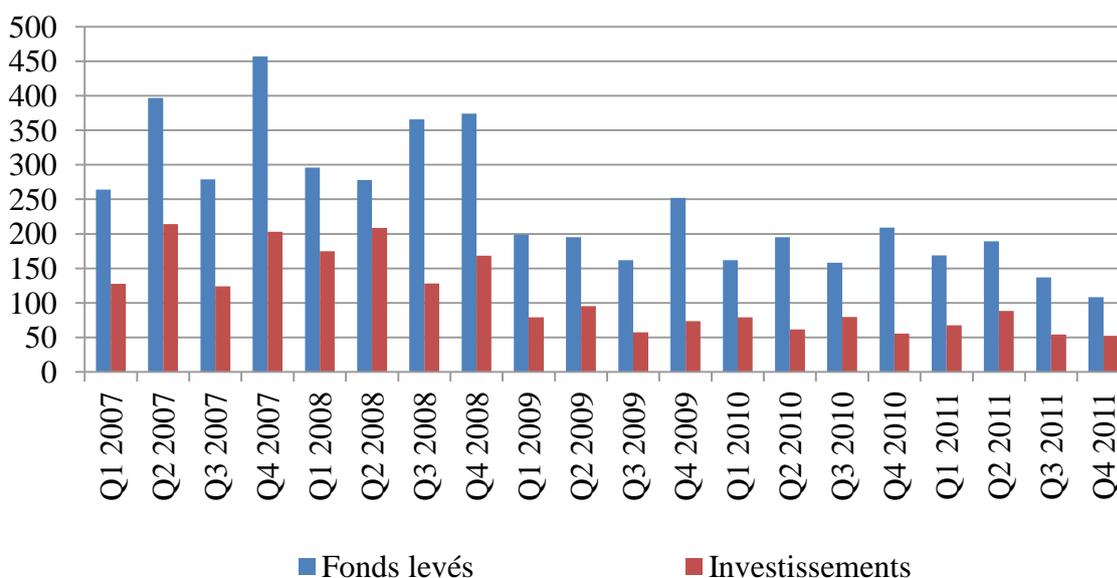
²⁶ Promulguée en 2002 consécutivement aux scandales d'Enron et de Worldcom, la loi Sarbanes-Oxley sur la réforme de la comptabilité des sociétés cotées et la protection des investisseurs est une loi fédérale qui a imposé de nouvelles règles sur la comptabilité et la transparence financière.

²⁷ Plusieurs réponses pouvant être choisies par les répondants, la somme des pourcentages est supérieure à 1.

interrogés estimaient que ces coûts provenaient de dépenses de gestion, 52 % des répondants de la mise en place de dispositif de conformité et 45 % des répondants de la présence de frais liés au suivi des sociétés du portefeuille. Par ailleurs, 50 % des fonds déclaraient également faire face à des difficultés dans leurs processus de levées de fonds. Le graphique 48 montre l'évolution des levées de fonds mondiales de 2007 à 2011. La contraction des fonds levés à partir de 2008 est clairement visible. À titre indicatif, il apparaît que la valeur des fonds levés au quatrième trimestre de l'année 2011 de 108 milliards de dollars a été en bien en deçà du montant qui avait été levé lors du quatrième trimestre de l'année 2007 et qui était de 457 milliards de dollars.

Graphique 48 : Évolution des levées de fonds mondiales de capital investissement de 2007 à 2011

En milliards de dollars USD



Source: Prequin (2012).

Le rapport réalisé par Grant Thornton (2012a) pour l'AFIC valide également cet impact des réformes réglementaires du capital investissement sur le volume des levées de fonds. L'étude montre que les investisseurs institutionnels ont été durant les deux dernières décennies les principaux fournisseurs de liquidité en Europe et que les nouvelles réglementations qui limitent l'implication des établissements bancaires et des sociétés d'assurance dans des opérations de capital investissement affectent le volume des fonds levés par l'activité.

L'analyse montre que la capacité de financement²⁸ du capital investissement français, indicateur de la liquidité présente sur le marché, a été déficitaire depuis 2009, année où ce montant était de – 0,4 milliards d'euros et que depuis, ce fossé n'a cessé de se creuser atteignant en 2010 une valeur de -1,6 milliards d'euros, puis, un record historique, en 2011, d'un déficit de 3,3 milliards d'euros. Ce faible niveau des capitaux disponibles pour le financement des investissements constitue une menace pour la viabilité du capital investissement puisqu'il exerce un « effet d'asphyxie » sur les sociétés soutenues par le secteur.

La mise en place de ces nouvelles dispositions législatives nous amène à considérer l'impact d'un fort accroissement de la rigidité de la réglementation du capital investissement sur la performance des fonds du secteur et in fine sur le financement des entreprises qu'il soutient. Les études récentes de Cumming et Zambelli (2010, 2012) apportent une réflexion très intéressante à ce sujet. Leurs travaux examinent l'effet des changements de réglementation des LBO sur la structure et la performance de ces opérations. Pour cela, l'étude analyse les répercussions de l'évolution des dispositions réglementaires relatives aux LBO en Italie lors de la dernière décennie. L'analyse considère 178 transactions de rachat d'entreprise par effet de levier, dont la période d'investissement des opérations a été comprise entre 1999 et 2006 et dont les désinvestissements ont été effectués entre 2000 et 2009. Le choix du pays n'est pas anodin puisque l'Italie représente à ce jour un exemple unique de réglementation extrême du capital investissement.

En février 2000, tous les types de transactions de LBO réalisées par des fonds de capital investissement ont été déclarés illégaux par la cour suprême d'Italie²⁹ suite à diverses décisions prononcées à l'encontre des opérations de LBO par des tribunaux de première instance lors de précédentes années. Puis, un an plus tard, le Parlement italien a publiquement signalé son intention de légaliser ce type de transactions en octobre 2001, ce qui fut chose faite en janvier 2004. Cette évolution du niveau de rigidité de la réglementation des LBO, en Italie de 2000 à 2004, constitue une expérience empirique unique, à ce jour, permettant à la recherche académique et aux décideurs politiques d'évaluer l'impact économique d'un durcissement de la réglementation du capital investissement sur les rendements des sociétés

²⁸ La capacité de financement est mesurée par l'écart entre les capitaux levés et les capitaux investis lors d'une année par l'ensemble des acteurs du capital investissement.

²⁹ En vertu de la décision du Tribunal suprême d'Italie 5503/2000.

qu'il finance. Les auteurs montrent, tout d'abord, qu'une réglementation stricte des LBO a pour effet de diminuer l'offre de ce marché par les mêmes mécanismes que ceux des durcissements de la réglementation sur des marchés des boissons alcoolisées, pendant la prohibition aux Etats-Unis de 1919 à 1933, et des marchés des diamants de conflits (en anglais « *blood diamond* »), en Afrique depuis la deuxième moitié du vingtième siècle. Toutefois, une réglementation interdisant les LBO ne conduit pas à une disparition de ce type de transactions mais ne fait que réduire leur fréquence de réalisation. Ce premier constat est essentiel puisqu'il prouve que les LBO ont un rôle social et économique important dans le cycle de vie des entreprises et plus particulièrement dans le processus de transmission des sociétés qui se situent dans leur phase de maturité.

Puis, les résultats empiriques indiquent qu'une plus grande réglementation des LBO s'accompagne d'une baisse du niveau d'efficience de la gouvernance d'entreprise des fonds de ce segment du capital investissement. Ce résultat peut surprendre dans la mesure où l'interdiction des LBO aurait dû avoir pour effet de réduire l'offre de capital émis par les sociétés de gestion de cette activité et ainsi permettre, par le biais d'une meilleure sélection des projets d'investissement, un accroissement du rendement de ces opérations. Cela n'a toutefois pas été le cas puisque l'évolution réglementaire des LBO a également entraîné une baisse de la qualité des capitaux investis, de l'engagement des fonds et de la valeur ajoutée produite (Suchard, 2009 et Hamdouni 2011) ainsi que par une diminution de la probabilité de sortie de ces transactions par OPA de 16 %.

Nous avons montré que les opérations de LBO, et plus généralement, que celles de capital investissement étaient à l'origine d'un accroissement de la compétitivité et d'une création nette d'emplois à partir du moyen terme. On peut par conséquent s'interroger sur l'existence d'une raison sous-jacente dans la volonté de durcir le niveau de réglementation du capital investissement. Nous analysons dans cette prochaine section une hypothèse plausible qui permet d'expliquer la détermination des décideurs politiques à réglementer l'activité de capital investissement. Il s'agit de la thèse de la confusion entre les opérations de *Hedges Funds* et ceux de capital investissement.

Sous-section 3 : Y a-t-il une confusion entre les Hedges Funds et le capital investissement ?

Il existe au sein de la littérature économique un véritable débat théorique sur la nature de la relation entre les *Hedges Funds* et les fonds de capital investissement. Alors que certains arguments affirment que ces deux types d'investissement ont des caractéristiques semblables à certains niveaux d'autres, au contraire, soutiennent que ces deux métiers restent profondément différents. Afin de déterminer s'il y a réellement lieu de considérer que les *Hedges Funds* et que les fonds de capital investissement ont un fonctionnement identique et doivent être réglementés de la même façon, nous analysons à présent les similitudes et les différences fondamentales entre ces deux activités financières.

Jacquillat (2007) a été un des premiers auteurs à affirmer que les *Hedges Funds* et les fonds de capital investissement étaient « deux des formes d'organisation qui améliorent la gouvernance financière des entreprises, qu'elles soient cotées ou non cotées ». L'étude de Payne (2011) examine les raisons et le contexte de l'accroissement de la réglementation du capital investissement en Europe à travers la mise en place de la directive AIFM. L'auteur constate que la directive ne différencie pas de façon adéquate, dans les dispositions qu'elle propose, les spécificités des *Hedges Funds* et celles du capital investissement et que la raison de cette confusion provient de la présence de similitudes entre les deux formes d'investissement sur certains points. Il apparaît, tout d'abord, que l'organisation managériale de ces deux types de fonds est identique. Le management de ces sociétés est composé de professionnels qualifiés en gestion et conseil d'investissements qui sollicite directement des investisseurs. En opposition aux sociétés « d'Offre au public de titres financiers »³⁰, la forme dominante des fonds de *Hedges Funds* et de capital investissement est généralement celle des sociétés en commandité où des conseillers en investissement maximisent dans une relation de gérance déléguée la rentabilité de capitaux confiés par des investisseurs passifs tels que des fonds de pension, des banques, des compagnies d'assurance, des fonds de dotation ou encore des personnes physiques.

³⁰ Anciennement désigné sous le terme de sociétés « d'appel public à l'épargne » notion de droit financier qui visait à différencier les sociétés et qui servait à imposer, à celles qui faisaient d'appel public à l'épargne, certaines obligations spécifiques visant à protéger ou informer le public. Depuis l'ordonnance du 22 janvier 2009, la notion d'appel public à l'épargne a disparu au profit de l'appellation européenne « Offre au Public de Titres Financiers », supprimant ainsi le régime français, qui était mal compris à l'étranger.

L'étude de Brav, Jiyang et Hyunseob (2006) a mis en évidence les sept principales stratégies des *Hedges Funds* :

1. Simple communication du fonds au management sans que soit enclenchée une quelconque attitude ou action agressive (environ 50 % des cas).
2. Recherche d'une meilleure efficacité opérationnelle (10,6 % des cas).
3. Restructuration financière et accroissement du dividende (10,6 % des cas).
4. Stratégie de diversification, croissance externe (près de 30 % des cas).
5. Vente de la cible (11 % des cas).
6. Gouvernance d'entreprise (30 % des cas).
7. Proposition de financement (5 % des cas)³¹.

Nous remarquons que la maximisation de l'efficacité opérationnelle, la restructuration financière des entreprises et l'accroissement du dividende, les stratégies de diversification et la gouvernance d'entreprise sont des stratégies employées à la fois par les *Hedges Funds* et par les fonds de capital investissement. Les premiers ont, cependant, pour cela recours à la croissance externe alors que les seconds privilégient la croissance interne. En outre, contrairement aux fonds de capital investissement, les opérations réalisées par les *Hedges Funds* n'ont pas de durée d'investissement spécifique. De ce fait, les dirigeants de *Hedges Funds* possèdent en quasi-permanence une source de capitaux disponibles qu'ils peuvent investir de façon discrétionnaire à l'inverse des fonds de capital investissement qui ont recours à des levées de fonds continues afin d'obtenir la liquidité leur permettant de financer des investissements dans de nouveaux fonds.

Cette différence notable, permet aux *Hedges Funds* de réaliser des investissements variés tels que l'achat de produits dérivés, d'actions défensives ou contra cycliques en période de marché baissier, ou des actions à coefficient bêta élevé en période de marché haussier ou encore de placements en devises, en matières premières et en dettes décotées (RSM Tenon, 2011). Le portefeuille d'investissement des *Hedges Funds* est, de ce fait, composé à la fois de stratégies de placement où ils se positionnent en tant que vendeur (« *short* ») ou acheteur (« *long* »).

³¹ Ces stratégies pouvant être utilisées simultanément par les *Hedges Funds*, la somme des pourcentages est supérieure à 1.

L'analyse des spécificités de la démarche d'investissement des *Hedges Funds* et de celle des fonds de capital investissement nous montre, par conséquent, qu'il existe, en dépit de l'existence de quelques similitudes, une différence significative entre ces deux types d'investissements financiers. Leurs principes de fonctionnement sont fondamentalement distincts puisque contrairement aux opérations de capital investissement, celles réalisées par les *Hedges Funds* sont considérées comme des investissements liquides qui permettent aux investisseurs d'acheter ou de vendre des produits financiers indépendamment du stade du cycle de vie des fonds. En raison de cette spécificité, les *Hedges Funds* sont communément considérés comme des investisseurs de court terme qui réalisent des placements dans des instruments financiers liquides sur une durée allant de six à dix-huit mois en moyenne, alors qu'au contraire, les fonds de capital investissement sont des investisseurs de long terme qui placent leurs liquidités dans des actifs, de nature illiquide, pour une période d'investissement comprise entre quatre à sept ans.

Toutefois, en dépit ces différences notables dans leur politique d'investissement, les *Hedges Funds* et les fonds de capital investissement sont encore souvent confondus tant par les médias que par les décideurs politiques. Une tendance observée lors de la dernière décennie nous permet de mieux comprendre la raison de cette confusion. Lors de ces dernières années, certains *Hedges Funds* ont élargi leurs stratégies d'investissement en réalisant des transactions de LBO. Cette intervention s'est effectuée par un apport de liquidité dans le financement de la dette des opérations de LBO. Toutefois, l'implication des *Hedges Funds* se distingue, encore une fois, de celle des fonds de capital investissement dans la mesure où la création de valeur résulte davantage de l'effet d'endettement dans les montages LBO réalisés, sur le court terme, par les premiers alors qu'elle se situe au niveau de la croissance interne, sur le moyen terme et sur le long terme, dans le cadre des transactions menées par les seconds.

L'objectif de cette section était de déterminer dans quelle mesure les réformes du cadre réglementaire du capital investissement constituaient un élément décisif des perspectives d'évolution du secteur. Nous avons dans ce but, étudié la nature et les effets des nouvelles lois qui changent le cadre de réalisation des opérations de capital investissement. Le tableau 21 synthétise les restrictions légales auxquelles doivent se soumettre les investisseurs du capital investissement en fonction de la région géographique dans laquelle ils réalisent leurs

opérations. Nous retenons pour notre analyse, les trois principaux marchés mondiaux du secteur que sont les États-Unis, l'Europe et les pays émergents.

Tableau 21 : Réformes réglementaires applicables en fonction des régions

	États-Unis	Europe	Pays émergents
Principales réformes législatives	Dodd-Frank Bâle III	AIFM Bâle III Solvency II Dodd-Frank (**)	Dodd-Frank (*) Bâle III (**)

Lecture : () La réglementation Dodd-Frank s'applique pour les fonds de capital investissement étrangers réalisant des transactions avec des investisseurs américains (**)
Les normes Bâle III concernent les pays émergents membres du G20.*

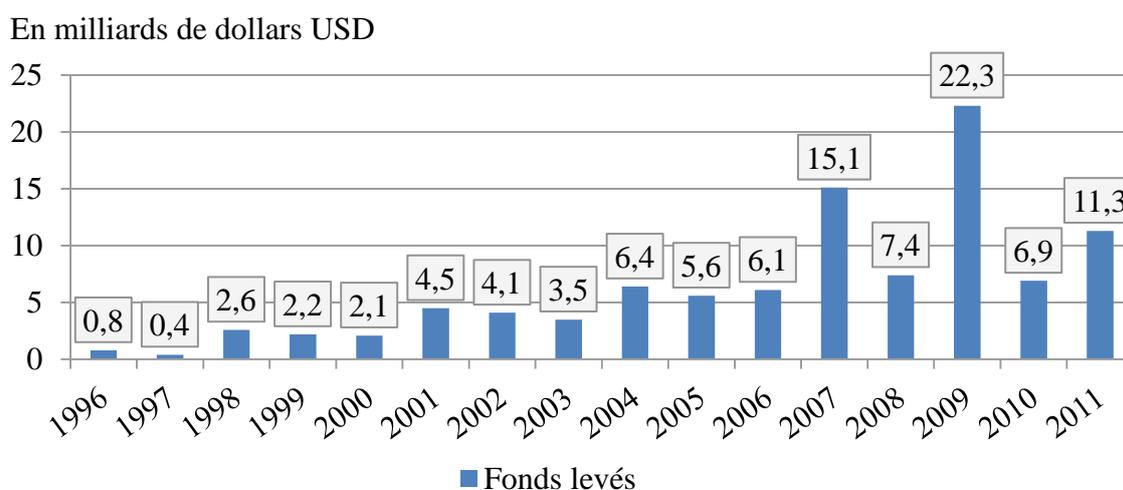
Source : Auteur.

Dans le cadre d'une transaction réalisée aux États-Unis, un investisseur sera soumis à la réglementation Dodd-Frank qui, comme nous l'avons montré précédemment, génère pour les sociétés de capital investissement de nouveaux coûts d'exploitation liés à l'accroissement de la transparence et du niveau de contrôle du secteur. De surcroît, si cet investisseur est un établissement bancaire, son engagement dans des opérations de *private equity* sera également restreint par les dispositions de la loi Dodd-Frank et par celles des normes Bâle III. De la même façon, un investisseur qui souhaiterait réaliser une opération de capital investissement en Europe sera soumis aux mêmes obligations réglementaires que celles qui sont en vigueur aux États-Unis et dans les pays émergents du G20, à savoir à la loi Dodd-Frank s'il est américain et aux normes Bâle III à supposer qu'il soit une banque. Cette réglementation sera ensuite alourdie par les mesures de la directive AIFM qui comme la loi Dodd-Frank entraîne de nouveaux coûts d'exploitation et par les normes prudentielles *Solvency II* qui de la même façon que Bâle III limite le niveau d'engagement des investisseurs si ces derniers interviennent également dans des activités d'assurance. Enfin, une opération de capital investissement réalisée dans les pays émergents par un investisseur soumettra également ce dernier aux normes Bâle III, si celui-ci est un établissement bancaire et si la transaction est effectuée dans un pays émergent membre du G20, tel qu'un pays du BRICS. Par ailleurs, s'il s'agit d'un investisseur américain, la réglementation Dodd-Frank sera également appliquée.

Par conséquent, sur la seule base des restrictions réglementaires spécifiques à chaque marché du capital investissement, l'Europe constitue le choix d'investissement le moins attrayant pour un investisseur international quel que soit son profil. La nationalité de l'investisseur constitue un autre critère de décision pour le choix d'un investissement réalisé aux États-Unis ou dans un pays émergents. Si l'investisseur est américain, ce dernier sera indifférent entre un investissement réalisé aux États-Unis et dans un pays émergent membre du G20, dans la mesure où il sera soumis aux mêmes lois dans les deux cas. Cependant, si l'investisseur est européen il aura une préférence pour les pays émergents par rapport aux États-Unis puisqu'un investissement réalisé aux États-Unis lui soumettrait à la réglementation Dodd-Frank alors que cette réglementation ne lui serait pas imposée dans un pays émergent.

Cette attractivité grandissante des pays émergents est d'ailleurs soulignée par l'étude du *Fund Evaluation Group* (2012) qui met en évidence le désengagement des investisseurs institutionnels suite aux réformes réglementaires récentes du capital investissement. Ce retrait des investisseurs institutionnels est visible à travers l'évolution du marché secondaire du capital investissement, équivalent du marché de l'occasion de l'automobile, dont le rôle est de permettre à des investisseurs détenant des participations dans des fonds de capital investissement de céder leurs titres afin d'obtenir de la liquidité avant la fin de vie de ces fonds (graphique 49).

Graphique 49 : Levées de fonds du marché secondaire mondial du capital investissement de 1996 à 2011



Source : Probitas Partners (2012).

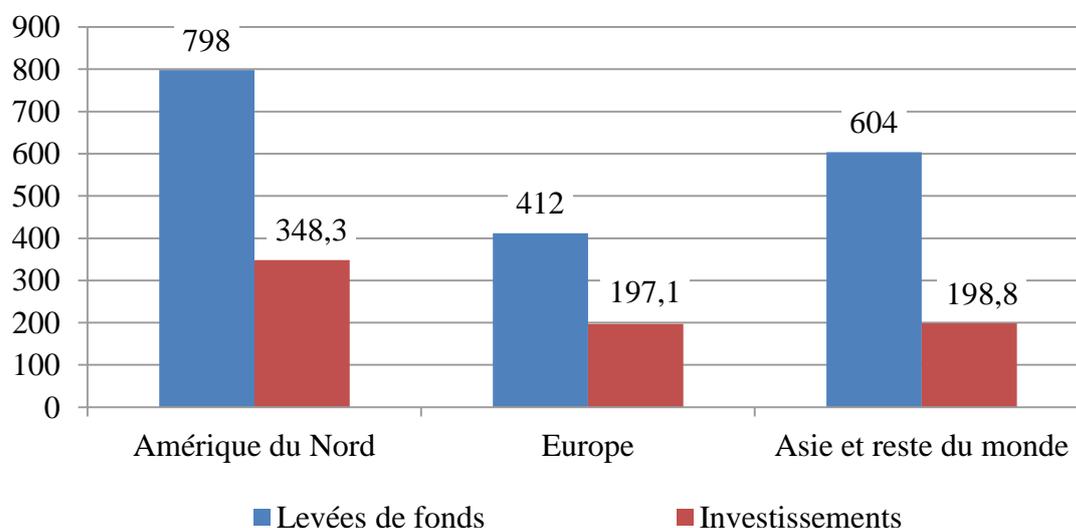
Alors qu'il représentait en moyenne 5 milliards de dollars il y a une dizaine d'années, le marché secondaire du capital investissement a atteint un montant record, en 2009, de 22,3 milliards de dollars. L'essentiel des transactions de ce marché réalisé en 2011 a concerné les banques et les sociétés d'assurance qui ont été contraintes, par les règles prudentielles de Bâle III et de *Solvency II*, de réduire leur implication sur le marché du capital investissement en procédant à des cessions de leurs portefeuilles de titres et de leurs filiales spécialisées dans le capital investissement. Le dynamisme du marché secondaire du capital investissement révèle également une seconde tendance, il s'agit de la cession par les investisseurs de parts détenues dans des fonds européens afin de réinvestir leurs capitaux dans des pays émergents.

Nous avons montré lors de cette section que la moindre rigidité du cadre réglementaire du capital investissement des pays émergents constituait un déterminant décisif de l'attractivité de ces territoires pour ce type d'activité. L'objectif de la prochaine section est de nous permettre d'évaluer les atouts et les faiblesses des pays émergents.

Sous-section 4 : Les pays émergents : des territoires à l'attractivité grandissante pour les opérations de capital investissement

L'étude de Preqin (2012) analyse l'évolution du marché mondial des investissements en capital investissement. Le rapport montre que, le groupe «Asie et Reste du monde» a surpassé, en 2011 pour la seconde année consécutive, l'Europe tant en termes de levées de fonds que des investissements réalisés en milliards de dollars. Cette progression dans les opérations de capital investissement, fait du groupe «Asie et Reste du monde» le second marché du secteur après l'Amérique du Nord principalement représenté par les États-Unis (graphique 50).

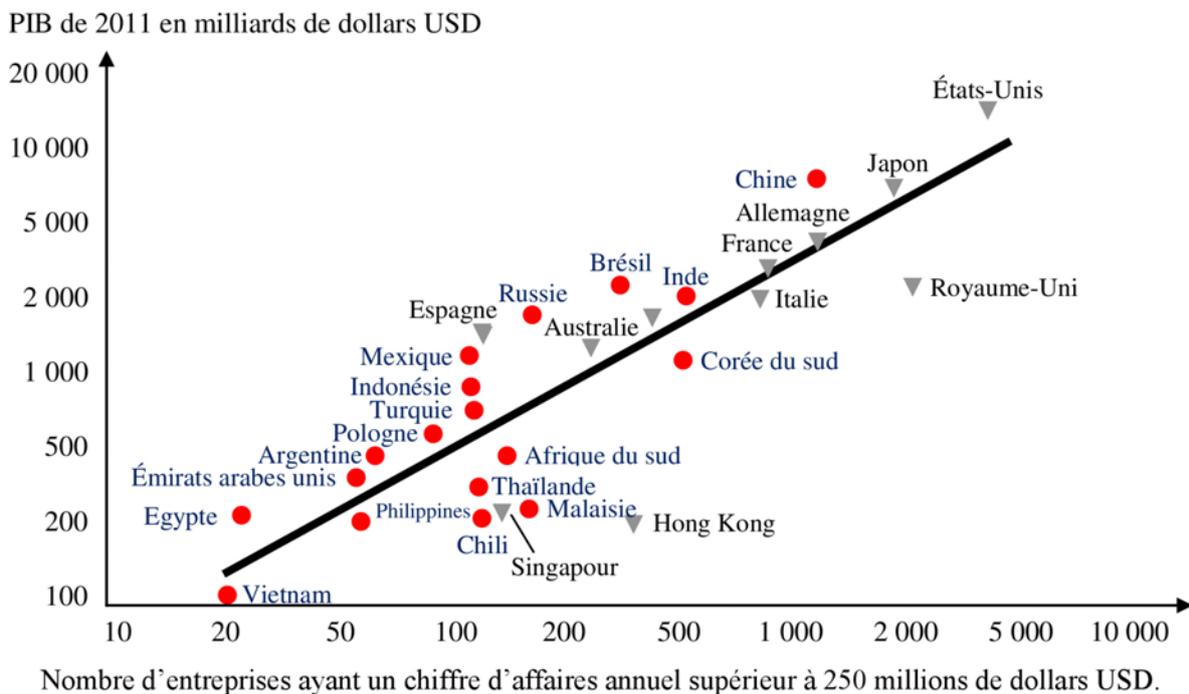
Graphique 50 : Composition des levées de fonds mondiales du private equity par répartition géographique (en milliards de dollars USD)



Source : Preqin (2012).

Cet intérêt grandissant des investisseurs du capital investissement pour les pays émergents est mis en évidence par l'étude récente de Dealogic (2012) qui établit un lien entre le nombre de sociétés de capital investissement ayant un chiffre d'affaires annuel excédant 250 millions de dollars et la croissance économique des pays mesurés par le Produit Intérieur Brut (graphique 51). Les résultats de cette analyse montrent l'existence d'une corrélation positive entre le niveau du PIB des pays et la performance des fonds de capital investissement. Cette relation se vérifie notamment pour plusieurs pays émergents dont ceux du BRICS mais également pour d'autres pays d'Asie du Sud Est et en particulier pour Singapour, la Malaisie et dans une moindre mesure pour l'Indonésie ainsi que pour certains pays d'Afrique du nord et d'Amérique latine.

Graphique 51 : Chiffre d'affaires annuel des sociétés de capital investissement en fonction de la croissance économique des pays



Lecture : ▼ Pays développés ● Pays émergents.

Source : Dealogic (2012).

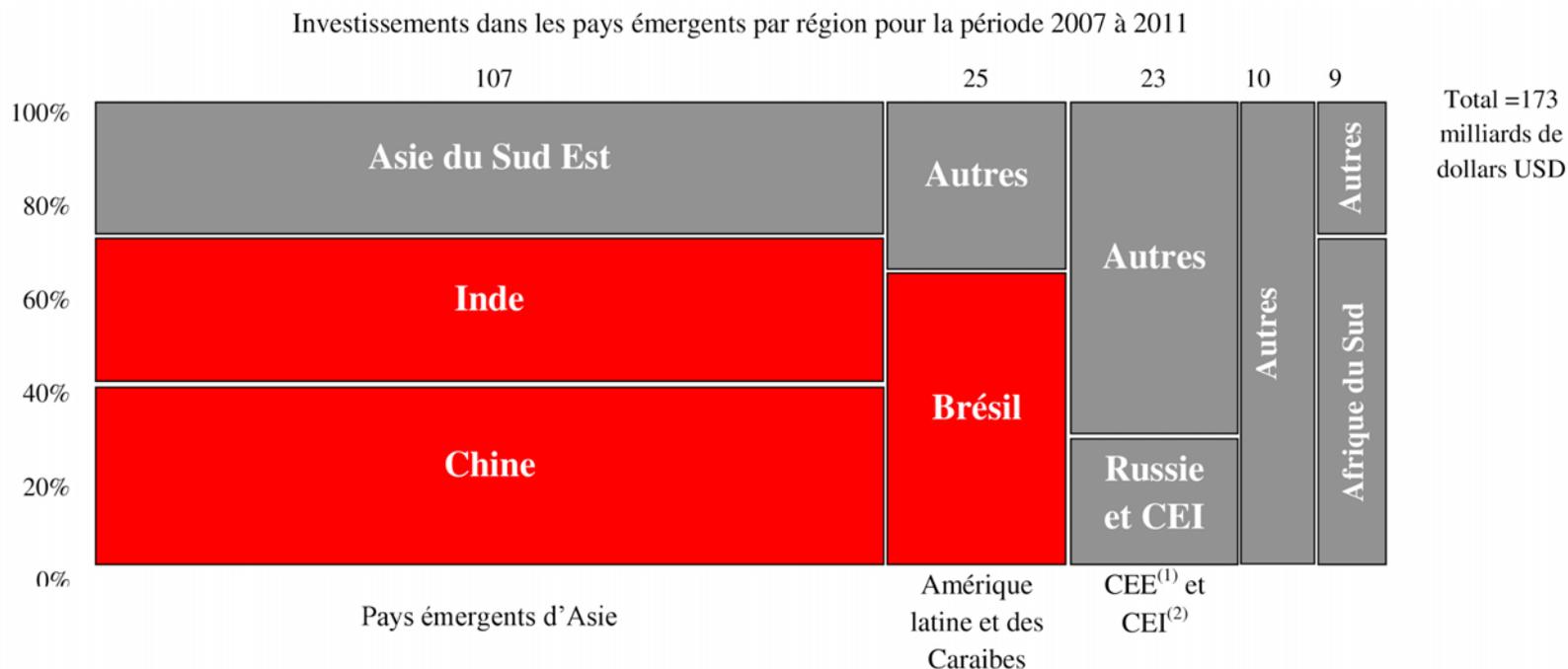
L'étude de Groh et Liechtenstein (2012) nous permet de comprendre les déterminants de l'attractivité des pays émergents. Les auteurs analysent l'attractivité des pays pour les opérations de capital investissement pour l'année 2011. L'indicateur retenu est le « *Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index* » calculé pour 116 pays dont 83 pays émergents à partir d'interviews réalisées auprès de 1 079 investisseurs institutionnels du monde entier. Cet indice évalue l'attractivité d'un territoire géographique pour les flux de capital investissement à partir de plusieurs facteurs socio-économiques.

L'approche des auteurs combine les critères d'investissement utilisés par des professionnels du capital investissement aux déterminants mis en évidence par la littérature économique. De cette synthèse résultent six facteurs clés d'attractivité des pays pour les transactions de capital investissement que sont :

- L'activité économique.
- La profondeur du marché des capitaux.
- La fiscalité.
- La protection des investisseurs et la gouvernance d'entreprise.
- L'environnement humain et social.
- La culture entrepreneuriale et les opportunités d'investissement.

Le score des États-Unis, qui demeurait en 2011 le pays le plus attractif pour le marché du capital investissement, a été établi à 100 points pour servir de référence dans l'évaluation de l'attractivité des autres pays pour les opérations de capital investissement. En 2011, le classement des marchés des pays émergents en fonction de leur attractivité pour l'activité de capital investissement était dominé par la Chine, la Malaisie, l'Afrique du Sud et l'Inde suivi, dans une moindre mesure, par le Chili, l'Arabie saoudite et la Pologne. La répartition des flux de capital investissement dans les pays émergents sur la période allant de 2007 à 2011 montrait clairement la position des pays du BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) en tant que *leaders* du marché du capital investissement des pays émergents. Le total des investissements réalisés en Chine pour l'année 2011 avait dépassé celui de 2010 et celui des montants record des années de fortes croissances qu'avaient été 2007 et 2008. La Chine, l'Inde et le Brésil captaient la plus grande partie des transactions réalisées dans les pays émergents, suivis, de loin, par la Russie et de l'Afrique du Sud (tableau 22). Les transactions de capital investissement réalisées en Chine et en Inde entre 2007 et 2011 représentaient respectivement 42,8 et 32,1 milliards de dollars. À titre indicatif, les montants des flux investis au Royaume-Uni et aux États-Unis à la même période étaient respectivement de 248,2 et 876,3 milliards de dollars.

Tableau 22 : Répartition des investissements de private equity dans les pays émergents



Investissements dans les pays du BRICS de 2007 à 2011 (en milliards de dollars)	
Chine	42,8
Inde	32,1
Brésil	16,25
Afrique du sud	7,2
Russie et CEI	6,9

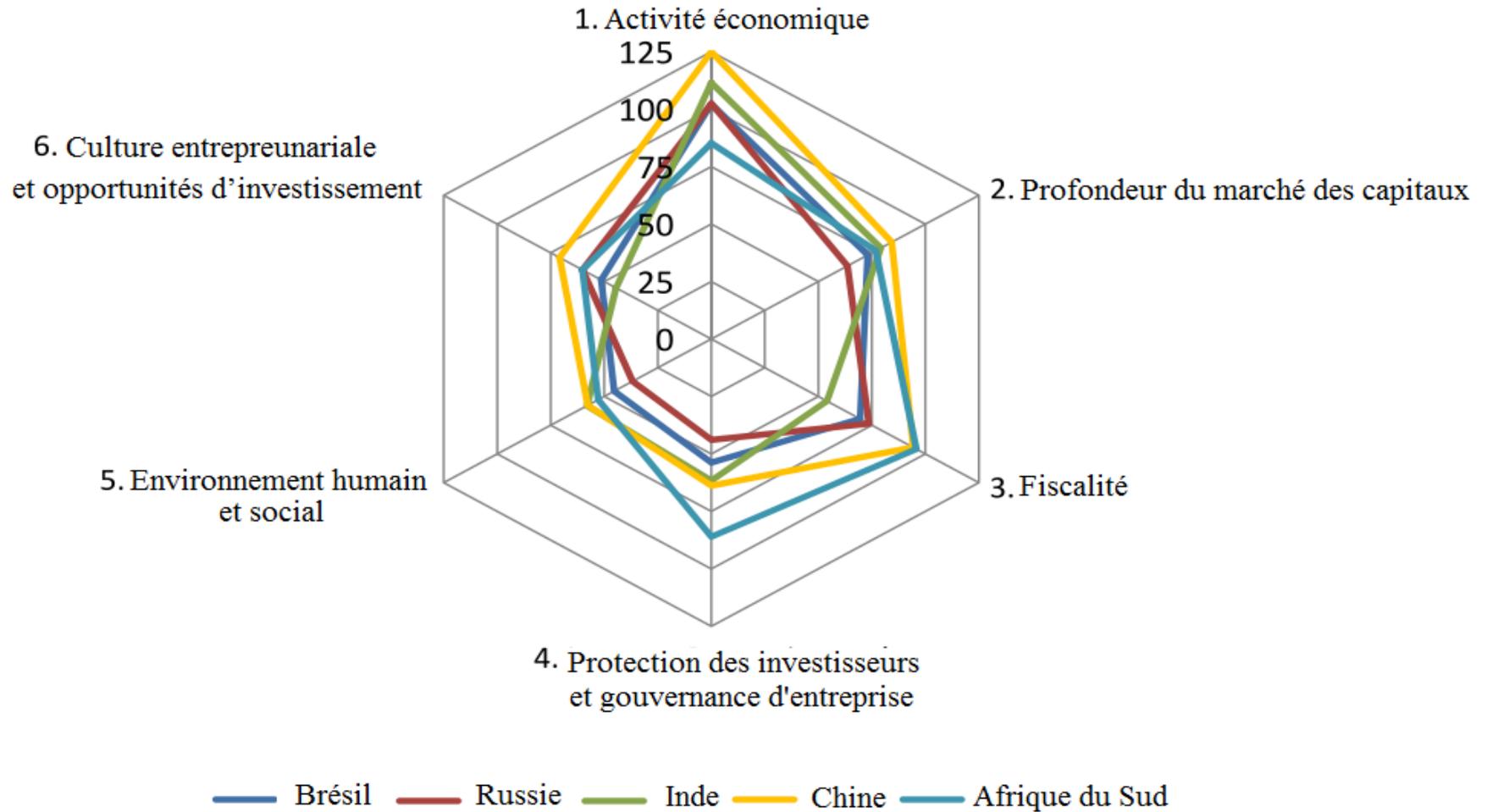
Lecture : CEE : Communauté des États indépendants, CEI : Communauté Économique Européenne. Le capital investi exclu les investissements réalisés dans l'immobilier, les infrastructures et sur le marché secondaire du capital investissement. Les opérations réalisées par les Hedges Funds, les captives funds et les fonds gouvernementaux sont également exclus. Sont exclus des Pays émergents d'Asie l'Australie, la Nouvelle-Zélande et le Japon.

Source: Bain and Company (2012).

En raison de leur taille et de leur potentiel de rattrapage économique, les pays du BRICS suscitent une attention particulière auprès des investisseurs expérimentés depuis ces dernières années. En 2011, la Chine et l'Inde figuraient parmi les premiers marchés du capital investissement, au niveau mondial, suivi dans une moindre mesure du Brésil qui a su améliorer, au cours des dernières années, les conditions d'investissements de son marché. L'Afrique du Sud a également attiré d'importants flux de capital investissement notamment en provenance du Royaume-Uni avec lequel elle entretient des relations économiques étroites grâce à un système juridique et une culture de marché anglophones. Seule la Russie reste en retrait des autres pays du BRICS (graphique 52).

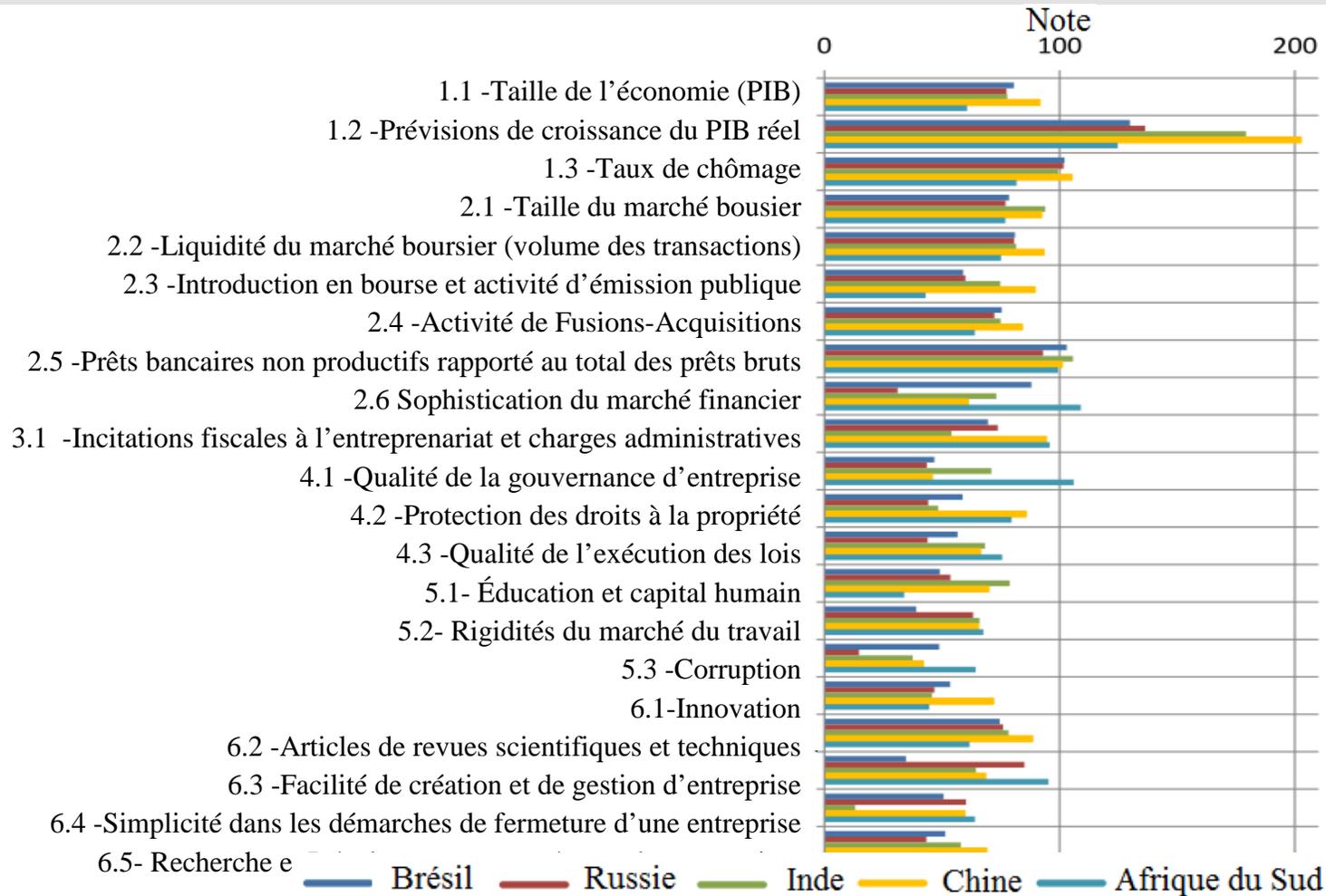
Néanmoins la situation économique des pays du BRICS ne suffit pas à expliquer à elle seule l'attractivité de ces marchés pour les opérations de capital investissement. D'autres facteurs présents dans ces pays nous aident à mieux comprendre les raisons de leur attrait auprès des acteurs du capital investissement. En effet, parallèlement à leur croissance économique, les BRICS ont également des marchés financiers liquides (graphique 53). Actuellement la Chine est le deuxième marché boursier mondial, en termes de liquidité et de taille, suivie de près par l'Inde. Sur ces deux places financières, les transactions de fusions-acquisitions, également désignées sous le terme anglophone « *M & A* » pour « *Mergers and Acquisitions* », atteignent des niveaux élevés tant en valeur qu'en volume. Le marché financier russe demeure néanmoins moins stable que celui des autres pays du BRICS.

Graphique 52 : Facteurs clés d'attractivité des pays du BRICS



Source : Groh et Liechtenstein (2012).

Graphique 53 : Facteurs d'attractivité pour les opérations de private equity dans les pays du BRICS



Lecture : Le premier chiffre désigne le numéro du facteur d'attractivité des BRICS issu de l'étude de Groh et Liechtenstein et le second le numéro de ses composantes. Par exemple, 2.4 désigne la quatrième composante de la profondeur des marchés des capitaux.

Source : Groh et Liechtenstein (2012).

Section 2 : Mais également des marchés où des obstacles au développement du capital investissement demeurent

Bien que les pays du BRICS présentent un certain nombre de facteurs d'attractivité pour les flux de capital investissement, le niveau de certains facteurs clés d'attractivité est cependant très hétérogène en fonction des pays et il subsiste encore cependant sur ces marchés des freins au développement de ces opérations. La plus grande attractivité des deux géants asiatiques que sont la Chine et l'Inde s'explique notamment par le niveau d'innovation et de Recherches et Développement plus élevé ainsi que par le degré de corruption plus faible que la moyenne des pays du BRICS. Au contraire, la configuration inverse présente en Russie explique aussi en grande partie, son retard par rapport aux autres pays du BRICS. On observe également, au sein du groupe BRICS, un contraste entre une forte activité économique et un faible niveau de protection des investisseurs, de l'environnement humain et social. Seule l'Afrique du Sud fait figure d'exception par son statut de petite économie ouverte ayant un fort taux de chômage et un niveau de protection des investisseurs plus élevé que les autres pays du BRICS. Elle se démarque également par une meilleure qualité de gouvernance. Mais l'attractivité des pays du BRICS pour les transactions en capital investissement dépend aussi de leur acceptation sociale.

L'étude de l'*Emerging Markets Private Equity Association* (2011) met en évidence d'autres facteurs qui constituent également des freins à l'investissement dans les pays émergents pour les investisseurs internationaux. De nouveau, l'importance de ces obstacles varie en fonction des pays. Les valorisations d'entrée des parts sociales des entreprises constituent pour la Chine, l'Inde et le Brésil, l'entrave majeure pour les opérations de capital investissement alors que le risque politique dissuade principalement ce type d'investissement en Russie (tableau 23).

Tableau 23 : Point de vue des investisseurs sur les freins à l'investissement dans les pays émergents pour les années 2012 et 2013

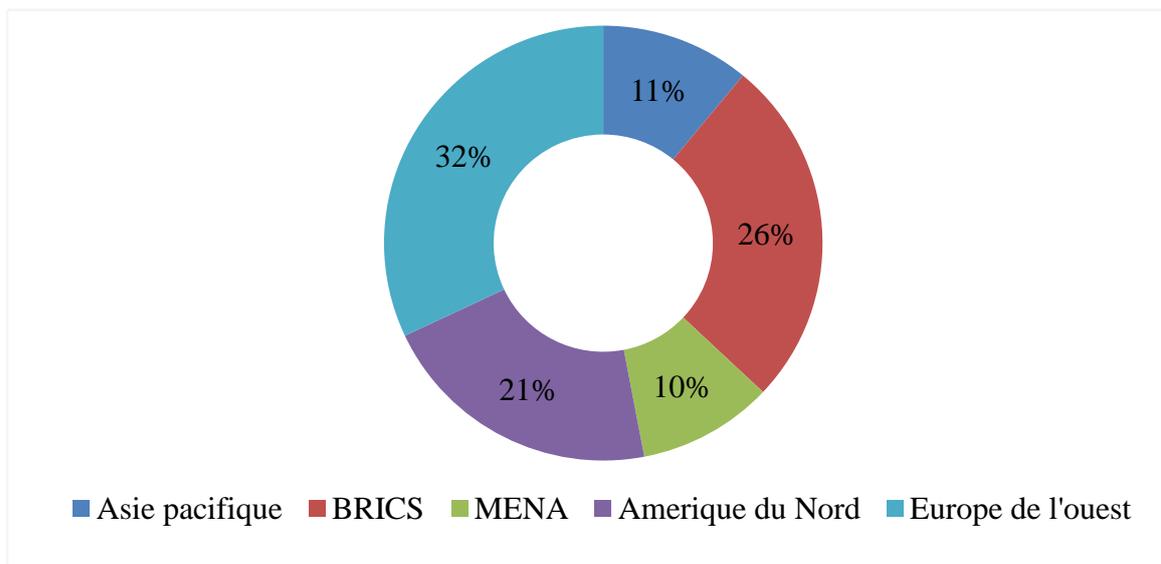
	Nombre insuffisant de gérants de fonds expérimentés	Opportunités d'investissement de trop faible ampleur	Valorisations d'entrée trop élevées	Conditions de sortie	Réglementation ou fiscalité	Risque politique
Chine	7 %	7 %	45 %	14 %	31 %	24 %
Inde	14 %	0 %	58 %	14 %	8 %	11 %
Autres pays émergents d'Asie	38 %	19 %	4 %	35 %	12 %	19 %
Russie/ Communauté des États Indépendants (CEI)	25 %	12 %	2 %	17 %	30 %	63 %
Turquie	28 %	23 %	5 %	12 %	7 %	12 %
Europe centrale et orientale	19 %	16 %	5 %	27 %	11 %	16 %
Brésil	11 %	3 %	31 %	11 %	11 %	3 %
Amérique latine (hors brésil)	32 %	19 %	16 %	10 %	10 %	23 %
Moyen-Orient et Afrique du Nord	32 %	19 %	16 %	10 %	10 %	23 %
Afrique subsaharienne	39 %	33 %	2 %	14 %	12 %	32 %

Source : Emerging Markets Capital investissement Association (2011).

La présence de nombreuses possibilités d'investissements et d'importants besoins de financements dans le cadre d'une forte croissance économique constituent les atouts majeurs des pays émergents, et notamment de ceux du BRICS, en termes d'attractivité pour les transactions de capital investissement. Toutefois, la relative immaturité du cadre institutionnel pénalise encore le coût et la qualité des transactions de capital investissement dans ces pays. En outre, lorsque ces derniers sont caractérisés par de faibles niveaux de protection des investisseurs et un haut degré de corruption cela se traduit par une détérioration des rendements nets des investisseurs. En plus, de l'intérêt suscité par les pays du BRICS auprès des acteurs internationaux du capital investissement, l'étude de Groh et Liechtenstein (2012) met également en évidence l'attractivité grandissante d'autres pays émergents ayant remarquablement augmenté leurs conditions d'investissement ces cinq dernières années. Il s'agit de la Tunisie, du Maroc, de l'Arabie saoudite l'Égypte et la majorité des pays du Moyen Orient. La Tunisie doit, notamment sa nouvelle attractivité pour les flux de capital investissement au développement de son marché financier et à l'élévation de son niveau de protection des investisseurs. Le Maroc et l'Arabie Saoudite bénéficient, quant à eux, de prévisions de croissance économique favorable et d'une amélioration de leur environnement humain et social.

Ces tendances sont confirmées par l'étude de Grant Thornton (2012b) auprès de 143 fonds de capital investissement internationaux (graphique 54) entre juillet et septembre 2012. Si près de 32 % des investisseurs prévoient de réduire leurs investissements dans ces territoires en raison, notamment, d'un ralentissement de la croissance chinoise qui devrait s'être tout de même à 7 % et d'une baisse de la croissance des entreprises en Inde, 22 % d'entre eux souhaitent conserver leur niveau d'investissement et 46 % d'entre eux envisagent d'investir davantage. En Europe, la tendance principale est à la stabilisation des intentions d'investissement, qui sont en recul par rapport aux années précédentes, seul 27 % des investisseurs souhaitent s'impliquer plus sur ce marché. L'Amérique du Nord et l'Asie pacifique conservent leur attractivité avec une majorité d'intentions d'investissements plus importantes pour 2013 et 2014. Enfin, l'intérêt des fonds internationaux pour les pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord (MENA) puisque 22 % d'entre eux ont choisi de stabiliser leur niveau d'investissement et 46 % d'entre eux comptent l'augmenter (graphique 55).

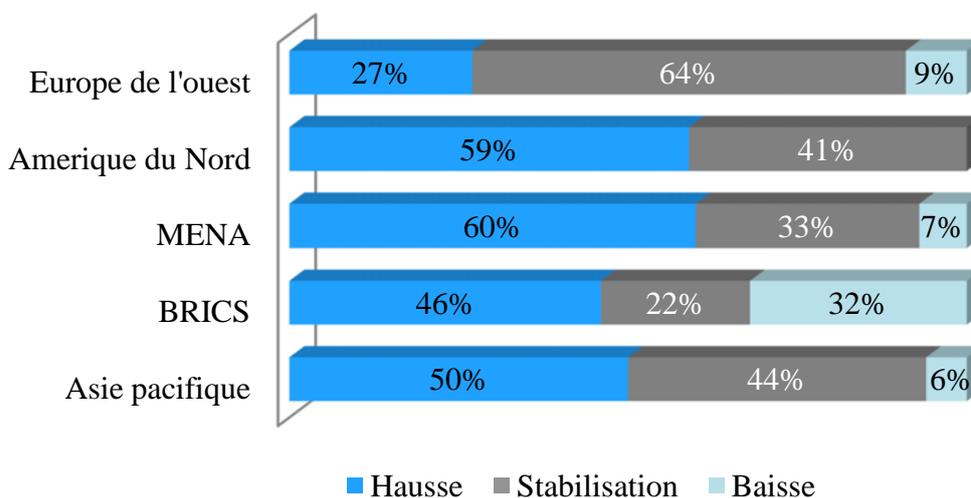
Graphique 54 : Répartition des répondants par région



Lecture : L'Amérique du Nord comprend les États-Unis et le Canada. BRICS (Brésil (LATAM inclus), Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud). Asie pacifique comprend l'Australie et l'Asie du Sud Est. MENA (Turquie inclus).

Source Grant Thornton (2012b).

Graphique 55 : Intentions d'investissement pour 2013 et 2014 par région



Lecture : L'Amérique du Nord comprend les États-Unis et le Canada. BRICS (Brésil (LATAM inclus), Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud). Asie pacifique comprend l'Australie et l'Asie du Sud Est. MENA (Turquie inclus).

Source Grant Thornton (2012b).

Conclusion du chapitre 7

Le but de ce chapitre était de déterminer les perspectives d'avenir du capital investissement suite à la crise des *subprimes* et à la crise financière puis économique qui en a résulté. En vue d'apporter des réponses à cette problématique, nous avons examiné les quatre scénarios théoriques de Lerner (2011) que nous avons ensuite enrichis par la prise en considération des mutations du cadre réglementaire des opérations du capital investissement. Il ressort de notre analyse que les quatre principales réformes de l'activité que sont le *Dodd-Frank Act*, la directive AIFM, les règles prudentielles de Bâle III et de *Solvency II* accentuent l'asymétrie du marché mondial du capital investissement. C'est pourquoi, nous définissons différents scénarios d'évolution des flux de capital investissement en fonction des régions géographiques.

Pour le marché des pays développés, essentiellement dominé par les États-Unis et l'Europe qui sont à l'origine des réformes de l'activité, nous estimons que le scénario « *Limited Partner's Desertion* » présente la plus forte probabilité de réalisation. Cependant, contrairement à Lerner (2011) nous attribuons le départ d'investisseurs, ayant un poids important, dans le marché mondial du capital investissement à la nouvelle législation du secteur. Ces investisseurs obligés de se désengager du marché du capital investissement sont les investisseurs institutionnels dont les réformes réglementaires récentes de leur activité limitent leurs engagements dans des transactions de capital investissement.

Pour le marché des pays émergents, la situation qui nous semble la plus probable est le scénario intitulé « *recovery* » compte tenu de la présence d'asymétrie dans le cadre réglementaire du capital investissement au niveau mondial et du dynamisme économique des pays émergents qui offrent d'importantes possibilités pour le capital investissement dans un environnement réglementaire beaucoup plus souple que celui des États-Unis et de l'Europe. Il nous semble, enfin, qu'il existe également une probabilité de réalisation du scénario « *back to the future* » autant pour les marchés des pays développés que pour celui des pays émergents. Cette situation proviendrait alors d'un maintien de l'engagement des investisseurs les plus expérimentés satisfaits par les rendements de leurs investissements accompagnés simultanément par le départ d'investisseurs dont les opérations auront réalisé de faibles rendements.

Conclusion de la partie 3

Le but de cette partie était d'étudier les mécanismes de causes à effets entre le capital investissement et la crise économique consécutive à celle des *subprimes*, qui est la plus importante au niveau mondial, depuis celle de 1929. Cette étape constitue un point central de cette thèse dans la mesure où une nouvelle vague de remise en question du modèle de financement du capital investissement a émergé suite à cette crise. Nous avons montré que ces critiques accusaient les opérations de LBO d'avoir donné de l'ampleur à la crise économique en étant facteur d'instabilité financière. Cette argumentation à l'encontre des LBO est depuis la crise au cœur de débats économiques et politiques. Il a résulté de ces discussions de nouvelles réformes réglementaires qui impactent à différents niveaux le capital investissement. L'objectif de cette troisième partie, était donc, d'une part d'analyser les liens entre la crise économique initiée en 2008 et le capital investissement, et d'examiner, d'autre part, l'évolution du marché du capital investissement avant et après cet événement.

Dans le sixième chapitre, nous avons cherché à déterminer si le capital investissement avait eu une responsabilité dans l'origine et le développement de la crise. Pour cela, nous avons identifié, dans un premier temps, les différentes étapes de cette crise ainsi que les acteurs qui y ont joué un rôle déterminant. Nous avons analysé les trois phases de cette crise qui a touché initialement le marché immobilier américain puis, s'est étendu au marché financier par le biais de la titrisation et enfin à la sphère réelle par une contraction de l'offre de crédits des banques. Il apparaît que les principaux responsables de cette crise ont été les sociétés de crédits hypothécaires, les établissements bancaires et les agences de notations. Les deux premiers groupes d'agents ont été les mieux informés sur la qualité et le niveau de risque des crédits *subprimes* et la défaillance du troisième a favorisé la diffusion des titres adossés à ces créances à l'ensemble des marchés financiers. Il ressort donc que le capital investissement n'a pas eu de responsabilité majeure dans cette crise mais que le faible niveau des taux d'intérêt et l'utilisation de la titrisation qui ont été les principaux déterminants de la crise des *subprimes*, ont également été deux principaux facteurs de la croissance des *méga Buy-Out* pendant la dernière décennie. Selon certains auteurs, ces LBO de plus d'un milliard de dollars USD pourraient d'ailleurs provoquer une nouvelle crise financière selon le même processus que celui de la crise des *subprimes*.

Nous avons cependant montré que les LBO de la dernière décennie se distinguaient de ceux des années quatre-vingt à trois niveaux qu'ont été la présence de flux de trésorerie plus importants, d'un niveau d'endettement plus faible et d'un ratio de couverture des intérêts plus élevé. Puis, nous avons mis en évidence le fait que la titrisation des LBO, désigné sous le terme de SBO, différait de celle des crédits *subprimes* sous deux aspects. Elle est, en premier lieu, précédée par une phase de concertation de plusieurs banques, réunies sous la forme d'un « *pool* bancaire ». En second lieu, nous avons mis en évidence le fait qu'une partie des crédits LBO, en moyenne de 27 %, était non titrisée et conservée par la banque originatrice du prêt (« *lead bank* »). Ces deux caractéristiques ont limité le risque de sélection adverse des emprunteurs par les banques et participe au contrôle du niveau des taux d'intérêt des crédits LBO réalisés entre 1995 et 2004. Il apparut ensuite que la baisse de ce taux pendant la période 2004-2007 de surchauffe du marché des LBO avait été combinée à une hausse des *spreads* de ces opérations, c'est-à-dire de leurs écarts par rapport aux taux d'intérêt des obligations d'États (Bord et Santos, 2011). Cette hausse des *spreads* a été synonyme de frais financiers plus importants pour les entreprises cibles. L'importance de ces charges financières en période de récession suscite, depuis 2008, la crainte de défauts massifs d'entreprises sous LBO. Quatre ans plus tard, ce scénario ne s'est cependant pas réalisé. Trois différences majeures entre la dernière vague de croissance des LBO et celle des années quatre-vingt semblent expliquer cette résilience. Il s'agit de flux de trésoreries élevés, d'un niveau d'endettement plus limité et d'une plus grande couverture des intérêts associés aux prêts LBO. Les échéances des crédits ayant financé les *mégas Buy-Out* réalisés pendant la période 2004-2007 se situant entre 2014 et 2016, nous concluons que les trois prochaines années constitueront une phase cruciale pour la viabilité de ces entreprises sous LBO et pour l'avenir du secteur.

Nous avons ensuite analysé, dans un septième chapitre, les perspectives d'avenir du capital investissement suite à la crise économique initiée en 2008. Notre objectif a été de déterminer l'évolution future du secteur qui semble être la plus probable dans les années à venir compte tenu du contexte économique actuel. Nous avons choisi comme base de notre réflexion la théorie de Lerner (2011) qui présente quatre scénarios prédictifs de l'avenir du capital investissement en fonction de deux déterminants que sont la performance et le volume d'investissement des opérations de l'activité. Puis, nous avons complété l'analyse de l'auteur en approfondissant l'étude des réformes réglementaires adoptées suite à la crise.

Pour cela, nous avons analysé quatre nouvelles mesures réglementaires majeures que sont le *Dodd-Frank Act*, la directive AIFM ainsi que les règles prudentielles de Bâle III et de *Solvency II*. Nous avons montré que ces mesures avaient deux effets sur le capital investissement. D'une part, certaines dispositions du *Dodd-Frank Act* et de la directive AIFM entraînaient un accroissement des coûts d'exploitations des fonds en étant à l'origine d'une hausse des niveaux de transparence et de contrôle du secteur et que, d'autre part, d'autres mesures du *Dodd-Frank Act* ainsi que les règles prudentielles de Bâle III et de *Solvency II* entraînaient un assèchement de la liquidité du marché du capital investissement en restreignant l'implication des banques et des assurances dans cette activité. Cette évolution du cadre réglementaire du capital investissement accroît l'attractivité des pays émergents et plus particulièrement de celle des BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) et de certains pays d'Afrique du Nord dont le Maroc, la Tunisie et l'Égypte. La Chine et l'Inde constituent indéniablement les deux principaux marchés des pays émergents. La combinaison d'un taux de croissance économique élevé et d'une culture entrepreneuriale forte dans ces pays est favorable au développement de nouveaux projets. Par ailleurs, le développement de leurs marchés financiers qui facilite les désinvestissements par introduction en bourse, constitue un autre facteur d'attractivité de ces pays. Ces caractéristiques sont également partagées, dans une moindre mesure, par la Tunisie. Les attractivités grandissantes du Maroc et de l'Arabie Saoudite résultent, quant à elles, de prévisions économiques favorables et d'une amélioration de leur environnement humain et social.

Toutefois, des obstacles à la croissance du capital investissement demeurent dans ces pays. Le coût des valorisations boursières encore élevé en Chine, en Inde et au Brésil constitue le principal frein à l'investissement sur ces territoires, aux yeux des fonds internationaux. L'implication grandissante des acteurs locaux du capital investissement dans les marchés chinois et indiens limite également l'implantation des nouveaux fonds étrangers. La Russie et les pays d'Afrique du Nord sont quant à eux pénalisés par un risque politique relativement élevé et par un nombre insuffisant de gérants de fonds expérimentés (*Emerging Markets Capital investissement Association*, 2011). Enfin, un autre mouvement semble se prononcer depuis quelques années, il s'agit d'un accroissement des prises de participations minoritaires, par des investisseurs des pays émergents, plus particulièrement de la Chine, dans le cadre de LBO, dans le monde et notamment, en France (tableau 24).

Cette stratégie d'investissement, présentant l'avantage d'être plus discrète qu'une prise de contrôle à 100 % d'une entreprise, permet aux grandes entreprises des pays émergents de se développer par un processus de croissance externe. L'Offre Public d'Achat (OPA) menée, en juin 2013 sur le Club Méditerranée, par AXA private equity et le fonds de capital investissement chinois Fosun International Limited, déjà actionnaire de l'entreprise à 7,1 % depuis 2010, illustre parfaitement cette tendance. Cette importance grandissante des pays émergents pour les opérations de capital investissement, tant en tant que marché d'investissement qu'en tant qu'investisseurs internationaux, nous amène à considérer, dans la quatrième partie de cette thèse, une question cruciale, le taux de change est-il un déterminant décisif du capital investissement ?

Tableau 24 : Dix plus grands investissements chinois réalisés en France (en millions de dollars USD)

Entreprise cible	Acheteur	Année	Montant	Opération	Secteur
GDF-SUEZ	China Investment Corporation	2011	3187 millions de dollars	Acquisition de 30 % des activités d'exploration-production de gaz et de pétrole	Énergie
GDF-SUEZ	China Investment Corporation	2011	831 millions de dollars	Cession de 10 % de l'usine de liquéfaction Atlantic LNG de Trinité-et-Tobago	Énergie
Eutelsat communications	China Investment Corporation	2012	484 millions de dollars	Cession de 8 % du capital de l'entreprise	Opérateurs satellites
Aigle azur	HNA, Holding	2012	40 millions de dollars	Cession de 48 % du capital de l'entreprise	Compagnie aérienne
Diva bordeaux	SSCW	2012	39 millions de dollars	Cession de 70 % du capital de l'entreprise	Négociant en grands vins de Bordeaux
Club MED	Fosun	2010	35 millions de dollars	Cession de 7,1 % du capital de l'entreprise	Tourisme
Echosens	Inner Mongolia Free Han et Mongolia pharmaceuticals Co., LTD	2011	29 millions de dollars	Cession de 100 % du capital de l'entreprise	Pharmaceutique
Lisa airplaines	Lisa Aircraft	2013	28 millions de dollars	Cession de 100 % du capital de l'entreprise	Aviation
Château de viaud	COFCO	2011	14 millions de dollars	Cession de 100 % du capital de l'entreprise	Vignoble bordelais
Mccormick sas	YTO Group	2011	11 millions de dollars	Cession de 100 % du capital de l'entreprise	Alimentation

Source : Challenges (2013).

Partie IV - Estimation des déterminants des flux entrants étrangers de capital investissement

« *It has to be emphasized that the potential deal flow also depends on several other socio-economic and market factors.* » (Groh et Liechtenstein, 2011)

Introduction de la partie 4

L'étude des déterminants, d'ordres économiques, juridiques et culturels, des opérations de capital investissement, que nous avons réalisé dans la première partie de cette thèse a montré qu'aucune étude empirique n'a examiné, à ce jour, le lien entre les flux entrants de capital investissement et le taux de change d'une économie. L'objectif de cette quatrième partie est donc d'apporter notre contribution à la littérature économique en analysant la relation entre le taux de change et le capital investissement. Nous posons ici comme hypothèse que la politique de change d'un pays constitue une variable prise en considération par les investisseurs pour le placement de leurs capitaux et que, de ce fait, un taux de change sous-évalué favorise les flux entrants de capital investissement d'un territoire.

Pour cela, notre démarche se base sur une approche par analogie entre les transactions de capital investissement et celles des Investissement Directs à l'étranger (IDE). Ce raisonnement s'inscrit dans le prolongement de la théorie d'Agmon et Messica (2009) qui montre que les opérations de capital investissement constituent une nouvelle forme d'IDE dans les pays émergents. Où les multinationales des pays développés sont remplacées par les sociétés de capital investissement qui exportent à dans des entreprises des marchés émergents deux facteurs de production que sont du capital financier ainsi que des prestations de conseils en gestion, en finance, en marketing et en logistique.

Afin de déterminer l'impact de l'évolution du taux de change réel d'un pays sur ses flux entrants de capital investissement, notre démarche se structure en deux étapes. Dans la première, nous estimons le taux de change réel d'équilibre des pays de notre échantillon par l'approche du *Behavioral Equilibrium Exchange Rate* (BEER) afin d'obtenir des indicateurs de distorsion et de volatilité de change. Puis, nous examinons, dans une seconde étape la relation entre les flux entrants de capital investissement et ses déterminants potentiels dont les deux indices que nous aurons préalablement calculés.

Nos résultats montrent, tout d'abord, qu'il existe des disparités au sein de la zone euro entre la France et l'Allemagne, tant au niveau de leurs taux de change réels effectifs que de leurs mésalignements respectifs par rapport à la valeur d'équilibre de l'euro. Ils montrent, ensuite que, le développement des marchés financiers, la taille du marché du capital investissement et la stabilité politique constituent des déterminants des flux entrants de l'activité. En outre, notre analyse montre que la sous-évaluation de la devise d'un pays accroît l'attractivité de son territoire pour ses flux entrants de capital investissement. Enfin, le signe positif du coefficient de la volatilité de change met en évidence le phénomène de substitution, sous la forme de la perception d'une rente invisible, des exportations d'un pays par ses flux entrants de capital investissement.

Chapitre 8 - Détermination du taux de change réel d'équilibre par approche du BEER

« The first step is to establish the exchange rate equilibrium. This task is fundamentally difficult because the equilibrium value of the exchange rate is not observable. Assessment is further complicated by the existence of a variety of models of exchange rate determination. »

(Orden et Al., 2007).

Introduction du chapitre 8

L'objectif de ce chapitre est d'estimer les taux de change réel d'équilibre de cinq principaux marchés mondiaux du capital investissement que sont les États-Unis qui est le *leader* mondial de ce marché, le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne qui en sont les *leaders* européens et la Chine qui est le *leader* des pays émergents. L'estimation de ces taux de change réel d'équilibre, nous permettra d'obtenir des indicateurs de distorsion et de volatilité de change que nous utiliserons, dans le neuvième chapitre, afin d'étudier l'impact du taux de change d'un pays sur ses flux entrants de capital investissement.

Il existe de nombreuses théories sur le calcul du taux de change d'équilibre³². La première à avoir été formulée a été celle de la parité des pouvoirs d'achats (PPA) énoncée par Cassel (1925). Elle considère que le taux de change nominal d'équilibre est celui qui assure la parité de pouvoirs d'achats entre deux monnaies. Cette approche exprime une unité de monnaie domestique en fonction d'une monnaie étrangère en prenant comme indicateur une quantité donnée de biens. Le taux de change PPA peut alors être calculé en version absolue ou relative. Dans le premier cas, il se résume, dans le cadre du taux de change au certain, au rapport entre le niveau des prix domestiques et étrangers d'un panier de biens et repose sur l'hypothèse de la loi du prix unique qui énonce que le prix d'un bien échangeable est semblable dans tous les pays après conversion en monnaie locale. Les conditions réelles du commerce international telles que la présence de barrières tarifaires et non tarifaires, de rareté des matières premières ou encore de coûts de transport affaiblissent, cependant, la robustesse de ce postulat de la version absolue du taux de change PPA. C'est pourquoi, une version relative de ce taux, sous la forme d'un taux de croissance, a été proposée afin de prendre ces aspects en considération en effaçant les écarts d'inflation entre pays.

³² Les principales théories de l'estimation du taux de change réel d'équilibre sont résumées par la figure 22 en annexe de ce chapitre.

Cette théorie a ensuite été enrichie, du côté de l'offre, par les approches microéconomiques de Balassa (1964) et de Samuelson (1964), qui ont expliqué l'évolution du taux de change réel par les différentiels de productivité dans le secteur des biens échangeables puis par celle d'Edwards (1989), du côté de la demande, par l'ajout des variables de dépenses publiques et des termes de l'échange.

Ces deux apports de l'approche microéconomique ont marqué une évolution dans l'estimation du taux de change réel d'équilibre en y intégrant des fondamentaux économiques en tant que déterminants. Cet aspect a été, par la suite, approfondi par les approches macroéconomiques qui étudient l'interaction du taux de change réel avec le marché des biens et celui des capitaux. La première à avoir été proposée a été celle du modèle *Fundamental Equilibrium Exchange Rate* (FEER) de Williamson (1985) qui considère que le taux de change réel d'équilibre permet, à moyen terme, d'assurer l'équilibre interne sur le marché de l'emploi et l'équilibre externe matérialisé par le solde courant de la balance commerciale. La principale limite du modèle FEER réside, toutefois, dans le fait qu'il ignore la dynamique du solde courant (Bouveret et Sterdyniak, 2005).

C'est pourquoi, l'approche *Natural Real Exchange Rate* (NATREX) modélisée par Stein (1994) puis par Stein et Allen (1997) compléta celle du FEER en proposant, en plus d'une estimation du taux de change d'équilibre de moyen terme, une estimation du taux de change d'équilibre de court terme et une autre de long terme. Où, le taux de change réel de court terme dépend de fondamentaux économiques, du stock d'actifs nets et de composantes cycliques et spéculatives de court terme. L'équilibre de moyen terme ne comprend que le stock d'actifs nets et les fondamentaux économiques et enfin, la dynamique de long terme ne relève que des fondamentaux. Le NATREX présente l'avantage par rapport au FEER de prendre en considération la dynamique du stock de capital dans la position extérieure nette et ainsi de déterminer une trajectoire du moyen terme au long terme. Toutefois, il s'appuie, tout comme le FEER, sur les mêmes hypothèses formulées sur l'équilibre du marché interne, puisque le marché du travail est supposé être à l'équilibre, et ignore également la dynamique des prix et des salaires.

Le modèle *Behavioral Equilibrium Exchange Rate* (BEER) proposé par Clark et MacDonald (1998) est un modèle économétrique composite (Durand et Lopez, 2012). Cette approche dynamique se distingue des démarches précédentes, qui expliquaient le taux de change réel

d'équilibre à partir de modèles théoriques, en expliquant son évolution et son niveau d'équilibre d'un point de vue empirique, à partir d'un ensemble de fondamentaux économiques (Dufrenot, Lardic, Mathieu, Mignon et Peguin-Feissolle, 2006). Elle constitue de ce fait, une démarche moins normative que les précédentes dans la mesure où elle est basée sur l'évolution observée et non envisagée du taux de change et de ses déterminants (Usupbeyli, 2011).

Le NATREX semble être plus solide, d'un point de vue théorique, que le BEER dans la mesure où il présente explicitement les fondamentaux économiques du taux de change alors que ces derniers apparaissent de façon indirecte dans le modèle du BEER. Cependant, le BEER présente deux atouts par rapport au NATREX. Il présente, d'une part, l'avantage, de différencier les secteurs exposés et abrités de l'économie, sur le plan théorique, ce qui permet une prise en considération des effets Balassa-Samuelson. D'autre part, l'ajout du différentiel de taux d'intérêt réel entre les pays permet d'appréhender la dynamique du taux de change réel d'équilibre (Duval, 2001). Nous retenons, par conséquent, le modèle BEER pour l'estimation de nos taux de change réel d'équilibre dans ce chapitre.

Nos résultats mettent en évidence les différentes phases de mésalignements des devises de notre échantillon. Ils montrent, notamment, que le dollar USD a été sous-évalué entre 2007 et 2009 puis surévalué entre 2009 et 2010 et de nouveau sous-évalué en 2011, que la livre sterling a été surévaluée entre 2004 et 2008 puis sous-évaluée entre 2008 et 2011 et que le yuan a été surévalué entre 2000 et 2003 puis sous-évalué entre 2004 et 2008. En outre, notre étude confirme également l'existence de disparité au sein de l'union économique et monétaire de l'Union Européenne mis en évidence par Jeong, Mazier et Saadaoui (2010). Nous montrons qu'il existe des disparités au sein de la zone euro entre la France et l'Allemagne, tant au niveau de leurs taux de change réels effectifs que de leurs mésalignements respectifs par rapport à la valeur d'équilibre de l'euro. Cette hétérogénéité se manifeste pour ces deux pays tant au niveau de leurs taux de change réel effectif observés que de leurs valeurs d'équilibres. Il apparaît, notamment, que l'euro a été sous-évalué de 2000 à 2002 pour ces deux nations puis surévalué entre 2008 et 2011 pour la France alors qu'il a été sous-évalué pour l'Allemagne entre 2009 et 2011.

Section 1 : Démarche empirique

Nous reprenons le cadre méthodologique et analytique de coïntégration en données de panel développé par Bénassy-Quéré, Béreau et Mignon (2008). La démarche des auteurs s'appuie sur la théorie fondatrice de Clark et MacDonald (1998) et sur les modèles restreints proposés par Alberola, Cervero, Lopez et Ubide (1999, 2002) et Alberola (2003). Le taux de change réel q est défini par : $q = e * \frac{p^*}{p}$ où e désigne le taux de change nominal, p et p^* représentant respectivement le niveau des prix dans la devise d'un pays donné et dans la devise étrangère. Le taux de change d'équilibre est alors donné par l'estimation suivante :

$$q_{i,t} = \alpha_i + \theta_i X_{i,t} + \sum_{j=1}^p \rho_j \Delta X_{i,t-j} + \sum_{j=1}^p \delta_j \Delta X_{i,t+j} + \varepsilon_i \quad (1)$$

Avec $X = (nfa_{i,t}, relp_{i,t}, dr_{i,t}, tot_{i,t})$

Où $q_{(i,t)}$ désigne le taux de change réel effectif du pays (i) à la date (t). X correspond au vecteur de variables macroéconomiques, (p) indique le nombre de retard (*lag*) et d'avance (*lead*) introduits dans le modèle, suivant le critère de Schwarz, nous prenons $p=1$, $nfa_{(i,t)}$ désigne la position en avoirs étrangers nets en pourcentage de PIB, $relp_{(i,t)}$ une mesure de productivité, exprimée en logarithme, du secteur des biens échangeables, par rapport à celui des biens non échangeables, $dr_{(i,t)}$ représente le différentiel de taux d'intérêt des nations et $tot_{(i,t)}$ les termes de l'échange. Il est anticipé que le taux de change réel se déprécie (augmentation de q) lorsque la position en avoirs étrangers nets diminue, en raison d'une baisse attendue des intérêts nets reçus, dans le cas où la productivité du secteur des biens échangeables d'un pays donné diminue par rapport à la valeur moyenne du reste du monde (effet Balassa-Samuelson), suite à une diminution des termes de l'échange (baisse de la balance commerciale) ou encore lors d'un accroissement du taux d'intérêt réel étranger par rapport au taux d'intérêt domestique. L'équation (1) suggère un équilibre entre la balance commerciale d'un pays et les intérêts nets reçus lorsque la position en avoirs étrangers nets reste constante en pourcentage de PIB. Le modèle restreint de l'équation (2) ne retient que la position en avoirs étrangers nets et les différentes mesures de différentiels de productivité abandonnant les variables termes de l'échange (tot) et différentiel de taux d'intérêt (dr) qui peuvent sembler moins indispensables dans l'estimation d'une relation de long terme.

$$q_t = f(nfa_t, relp_t) \quad (2)$$

Une des principales difficultés de l'estimation des équations (1) et (2) réside dans la mesure de la productivité relative des pays. En désignant respectivement par π^T le logarithme de la productivité du secteur des biens échangés et par π^{NT} celui des biens non échangés et en marquant les variables correspondantes aux pays étrangers par une étoile, nous obtenons :

$$relp_t = (\pi^T_t, - \pi^{NT}_t) - (\pi^T_{*t}, - \pi^{NT}_{*t}) \quad (3)$$

Le modèle original de Balassa-Samuelson π fait référence à la productivité totale des facteurs, une variable qui ne peut être mesurée et dont l'estimation est difficile. Nous utilisons, par conséquent, des mesures de productivité alternatives. Deux indicateurs indirects sont basés sur les indices de prix relatifs, une troisième mesure la productivité du travail et enfin le quatrième est basé sur le PIB par habitant des pays.

Le ratio CPI/PPI : cet indicateur utilisé par Alberola, Cervero, Lopez et Ubide (1999, 2002) et DeLoach (2001) consiste à approximer la productivité du secteur des biens échangeables par le rapport entre l'indice des prix à la consommation (CPI) et l'indice des prix à la production (PPI). Il est considéré que l'indice des prix à la consommation couvre à la fois le secteur des biens échangeables et celui des biens non échangeables en prenant en compte l'ensemble des prix des secteurs de l'économie que sont les services, l'agriculture et l'industrie et qu'au contraire, l'indice des prix à la production ne représente, en excluant le prix des services de son calcul, que le secteur des biens échangeables. En notant α la part des biens échangeables dans l'économie, nous obtenons :

$$\ln \left(\frac{CPI}{PPI} \right) = [(1-\alpha)(p^{NT}) + \alpha p^T] - p^T = (1-\alpha)(p^{NT} - p^T) \quad (4)$$

L'équilibre de concurrence parfaite implique une égalité entre les prix et les coûts marginaux. En considérant que le coût unitaire de la main-d'œuvre et que celui du capital sont égaux sur l'ensemble des secteurs, cela implique l'égalité suivante : $(p^{NT} - p^T) = (\pi^T - \pi^{NT})$.

Nous obtenons le ratio relatif CPI/PPI :

$$\ln \left(\frac{CPI}{PPI} \right) - \ln \left(\frac{CPI^*}{PPI^*} \right) - = (1-\alpha)[(\pi^T - \pi^{NT}) - (\pi^{T^*} - \pi^{NT^*})] \quad (5)$$

Il est attendu que le coefficient du proxy (*cpippi*) de la variable *relp* soit inférieur à 1³³.

Le CPI/PPI ratio peut également varier en raison de facteurs qui ne sont pas liés à l'effet Balassa-Samuelson, tels que les effets de la demande relative, les changements fiscaux ou encore les variations du taux de change nominal³⁴.

Le ratio prix des services sur la somme des prix de l'agriculture et de l'industrie : le secteur des services est ici assimilé au secteur des biens non échangeables et ceux de l'agriculture et de l'industrie à ceux des biens échangeables. Tout comme pour le CPI/PPI ratio, il est attendu que le signe de ce coefficient soit négatif.

Productivité du travail : il s'agit du PIB par personne employée. Cette variable qui représente la production par unité de travail est souvent utilisée pour analyser l'effet Balassa-Samuelson de façon empirique (Hsieh, 1982 ; Marston, 1987 et Canzoneri, Cumby et Diba 1999). Il est attendu que le signe associé à ce coefficient soit également négatif dans la mesure où un accroissement de la productivité du travail devrait s'accompagner d'une appréciation réelle de la devise. Cependant il est possible que ce gain de productivité se produise sur le secteur des biens non échangeables plutôt que sur celui des biens échangeables. Dans ce cas, le signe du coefficient de la variable productivité du travail peut devenir positif (Vijselaar et Osbat, 2003).

PIB par habitant : Cette mesure de productivité est, a priori, moins précise que le PIB par personne employée puisqu'elle ne fait pas de distinction entre les actifs et les chômeurs. Tout comme la productivité du travail, elle ne différencie pas la productivité résultant du secteur

³³ Source : MacDonald (1998). Toutefois l'appréciation de ce coefficient comme une unité d'élasticité est conditionnelle à l'interprétation du lien entre productivité et taux de change réel en tant qu'effet Balassa-Samuelson. Cette hypothèse ne tient plus lorsque on considère cette proxy un effet de la demande relative des biens échangeables et des biens non échangeables selon les approches de See Schnatz, Vijselaar et Osbat (2003) et Chinn (2005, 2006).

³⁴Voir Balazs, Lahrèche-Révil et Lommatzsch (2004) pour une liste des désavantages liés à l'utilisation du ratio CPI/PPI.

des biens échangeables de celle provenant du secteur des biens non échangeables. Cette donnée présente néanmoins l'avantage d'être plus largement disponible que la précédente, en particulier pour les pays émergents.

Section 2 : Données

Nous étudions cinq principaux marchés mondiaux du capital investissement. Les États-Unis (USA), qui sont le *leader* mondial de ce secteur, le Royaume-Uni (UK), la France (FR) et l'Allemagne (ALL) qui sont ceux de l'Europe et la Chine (CH) qui est celui des pays émergent. La variable dépendante de notre étude est le taux de change réel effectif (*reer*) et les variables explicatives sont (i) le stock d'avoirs étrangers nets (*nfa*); (ii) des proxy de différentiels de productivité, $relp^x$: le ratio CPI/PPI ($x=cippi$), le ratio serv/agrind calculé en divisant l'indice des prix des services exprimé en pourcentage de PIB par la somme des indices des prix des secteurs de l'agriculture et de l'industrie eux aussi exprimés en pourcentage du PIB ($x=activity$), le PIB relatif par habitant ($x=gpercap$) et le PIB par personne employée ($x=gpemp$), (iii) les termes de l'échange (*tot*) et (iv) le différentiel de taux d'intérêt (*dr*).

Les données sont mensuelles et couvrent la période allant de janvier 2000 à décembre 2011. L'ensemble des séries sont en logarithme, excepté celle du stock d'avoirs étrangers nets qui est exprimée en pourcentage de PIB. Les stocks d'avoirs en actifs étrangers nets, le Produit Intérieur Brut (PIB), le produit national brut par personne employée ainsi que les prix des secteurs de l'industrie, de l'agriculture et des services en prix constants (année 2000) en dollars USD, sont issus de la base de données de la Banque mondiale. Ces données annuelles ont été converties en fréquence mensuelle par la fonction *local quadratic-match average* du logiciel Eviews compte tenu de leur indisponibilité ou de leur incomplétude en fréquence trimestrielle dans d'autres bases de données.

Nous avons été confrontés à cette non-accessibilité pour les données du PIB et du PIB par personne employée de plusieurs pays partenaires commerciaux des pays de notre échantillon, tels que le Canada, l'Inde, le Japon, la Malaisie et le Mexique. Le taux d'intérêt réel mensuel, correspond au taux d'intérêt emprunteur à moins de deux ans (*lending rate*). Il provient de la base *International Financial Statistics* (IFS) du FMI pour l'ensemble des pays de notre échantillon et pour leurs partenaires commerciaux à l'exception de la France et de

l'Allemagne dont les données étaient incomplètes. Le calcul du taux d'intérêt réel pour ces deux pays a été réalisé à partir des données de la Banque Centrale Européenne (BCE), suivant la même méthodologie que celle utilisée par le FMI.

Les indices mensuels de prix à la consommation et de prix à la production proviennent également de la base ISF du FMI. Les échanges bilatéraux, qui ont servi au calcul des termes de l'échange, sont mensuels. Ils sont issus de la base de données *Direction of Trade Statistics* (DOTS) du FMI. Le taux de change réel effectif (REER) est calculé pour chaque pays par une moyenne pondérée des taux de change réels bilatéraux d'un pays par rapport à ses dix partenaires commerciaux. Les taux de change bilatéraux sont calculés à partir des taux de change nominaux et des indices de prix à la consommation (CPI) tous deux issus de la base ISF du FMI. Les pondérations ont été établies à partir d'un panier représentatif des échanges bilatéraux réalisés sur la période 2000-2011. Le taux de change réel effectif (REER) est donné par :

$$REER_t = \frac{NEER_t * CPI_t^{étranger}}{CPI_t} \quad (6)$$

Où $REER_t$ est le taux de change réel effectif d'un pays calculé à partir d'un panier de devises des partenaires commerciaux de ce pays, $NEER_t = \prod_{i=1}^N S(i)_t^w$ est le taux de change nominal effectif qui est la moyenne géométrique pondérée des $S(i)_t^w$ qui sont les taux de change bilatéraux entre un pays donné et ses partenaires commerciaux i , mesuré par le prix d'une unité de devise étrangère pour une unité de devises domestique.

Et $CPI_t^{étranger} = \prod_{i=1}^N CPI(i)_t^w$ est la moyenne géométrique pondérée des CPI des partenaires commerciaux d'un pays, $CPI(i)$ est l'indice des prix à la consommation du partenaire commercial i , w^i est la pondération associée au partenaire commercial i , et N est le nombre de partenaires commerciaux considérés, tel que $\sum_{i=1}^N w^{(i)}=1$. Les indicateurs de différentiel de productivité x sont calculés en faisant la différence entre le logarithme de la variable pour un pays donné et le logarithme de la moyenne pondérée de cette variable pour les partenaires commerciaux de ce pays :

$$relp_{i,t}^x = x_{i,t} - \sum_{j \neq i} w_{ij} * x_{j,t} \quad (7)$$

Avec $x = \frac{cpi}{ppi}$, *activity*, *gpercap*, *gpemp*

Le même calcul est réalisé pour la variable termes de l'échange (*tot*) en faisant la différence entre le logarithme des termes de l'échange pour pays considéré, $tot_{i,t}$ et la valeur moyenne de cette variable pour ses partenaires commerciaux :

$$rtot_{i,t} = tot_{i,t} - \sum_{j \neq i} w_{ij} * tot_{j,t} \quad (8)$$

Et pour le différentiel de taux d'intérêt

$$dr_{i,t} = r_{i,t} - \sum_{j \neq i} w_{ij} * r_{j,t} \quad (9)$$

Avec $r_{i,t}$ et $r_{j,t}$ désignant respectivement les taux d'intérêts des pays *i* et *j* et la variable du différentiel de taux d'intérêt.

Section 3 : Test de racines unitaires et de cointégration

L'équation (1) décrit une relation de long terme supposée entre le taux de change réel effectif et ses déterminants potentiels, la fiabilité des résultats de nos estimations dépend par conséquent de deux conditions. Nos variables doivent être, non stationnaires c'est-à-dire qu'elles doivent posséder une racine unitaire, puis être intégrées du même ordre et enfin cointégrées. Notre première étape consiste donc à tester la présence de racines unitaires dans nos variables.

Les différents tests de racine unitaire que nous avons menés sont présentés dans le tableau 25 en annexe de ce chapitre. Ils montrent d'une part que le taux de change réel effectif est non stationnaire et intégré d'ordre un, c'est-à-dire $I(1)$ et d'autre part, que l'ensemble des déterminants possède également une racine unitaire et le même ordre d'intégration. Au seuil de 5 %, les résultats des différents tests concluent à la présence de racines unitaires dans nos variables. Les tests de Levin, Lin et Chu (2002), et Hadri (2000) analysent la stationnarité de l'ensemble des séries sous l'hypothèse d'homogénéité. Il a pour hypothèse nulle la présence d'une racine unitaire homogène. Les résultats de ces deux tests conduisent au non-rejet de l'hypothèse nulle de non stationnarité pour l'ensemble du groupe d'individus qui compose notre échantillon.

Nous parvenons à la même conclusion lorsque nous prenons en considération la dimension hétérogène de la racine autorégressive avec les tests de Maddala et Wu (1999), de Choi (2001), le test ADF (1979) et celui de Phillips-Perron (1988). Puis, nous reconduisons cette série de tests de racine unitaire sur nos variables en différence première. L'hypothèse de présence de racine unitaire n'est pas rejetée pour les variables *gpercap*, *gpemp* et *nfa* selon le test d'Hadri et pour la variable *gpercap* selon le test de Levin, Lin et Chu. Ce non-rejet de l'hypothèse nulle de non stationnarité n'est toutefois pas robuste aux tests de racines unitaires prenant en considération l'hétérogénéité de la racine unitaire. Nous concluons que nos variables sont non stationnaires et intégrées d'ordre 1. Puis, nous vérifions qu'il existe une relation de coïntégration entre nos variables, c'est-à-dire qu'il existe une ou plusieurs combinaisons linéaires de nos variables qui soient stationnaires. Nous considérons les modèles suivants :

- Modèle 1: *nfa*, *cpippi*.
- Modèle 2: *nfa*, *activity*.
- Modèle 3: *nfa*, *gpercap*.
- Modèle 4: *nfa*, *dr*.
- Modèle 5: *nfa*, *gpemp*.
- Modèle 6: *nfa*, *cpippi*, *tot*.
- Modèle 7: *nfa*, *activity*, *tot*.
- Modèle 8: *nfa*, *gpercap*, *tot*.
- Modèle 9: *nfa*, *dr*, *tot*.
- Modèle 10: *nfa*, *gpemp*, *tot*.

Et nous réalisons, pour chacun de ces modèles, le test de coïntégration de Pedroni (1999, 2004) basé sur la méthode d'Engle et Granger (1987) dont les résultats sont présentés en annexe de ce chapitre. L'approche de Pedroni repose sur l'analyse de sept tests de coïntégration de panel ayant tous pour hypothèse nulle l'absence de coïntégration, $\rho_i = 1 \forall i$, ρ_i , représentant le terme autorégressif des résidus estimés sous l'hypothèse alternative tels que :

$$\hat{\epsilon}_{i,t} = \rho_{i,t} \hat{\epsilon}_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (10)$$

L'hétérogénéité des individus est prise en considération dans la mesure où il peut exister une relation de coïntégration propre à chaque individu (Kane, 2009). Quatre de ces tests sont

basés sur la dimension within (intra-individuelle) et trois sur la dimension between (interindividuelle). La distinction entre les deux catégories de tests se situe au niveau de la spécification de l'hypothèse alternative :

- les tests basés sur la dimension intra, ont pour hypothèse alternative :

$$\rho_i = \rho < 1 \forall i.$$

-Alors que celle des tests basés sur la dimension inter s'écrit :

$$\rho_i < 1 \forall i.$$

Les tests sur la dimension between sont plus généraux que ceux de la dimension within puisque le terme autorégressif des résidus estimés peut être propre à chaque individu. Le tableau 26 en annexe, synthétise les résultats des tests de Pedroni. Nous retenons l'hypothèse d'une relation de coïntégration pour huit de nos modèles, cependant, compte tenu de l'hétérogénéité de notre panel, nous nous concentrons sur les quatre pour lesquels les tests de Pedroni basé sur la dimension between ont conclu au rejet de l'hypothèse nulle d'absence de corrélation :

- Modèle 1 : $q_t = f(nfa_t, gpercap_t)$.
- Modèle 2 : $q_t = f(nfa_t, gpemp_t)$.
- Modèle 3 : $q_t = f(nfa_t, cpippi_t)$.
- Modèle 4³⁵ : $q_t = f(nfa_t, cpippi_t, tot_t)$.

Nous procédons ensuite à l'estimation de nos modèles de taux de change réel d'équilibre par la méthode DOLS en panel.

Section 4 : Résultats

Les résultats économétriques des modèles sont résumés dans le tableau 27 en annexe de ce chapitre. Les coefficients des variables sont significatifs et du signe attendu. Une hausse de 1 % de PIB des avoirs étrangers nets entraîne une appréciation réelle comprise entre 0,12 et 0,15 % selon les modèles. Les coefficients associés au PIB par habitant et au PIB par personne employée sont proches (respectivement de -0,17 et de -0,15) alors que celui du ratio

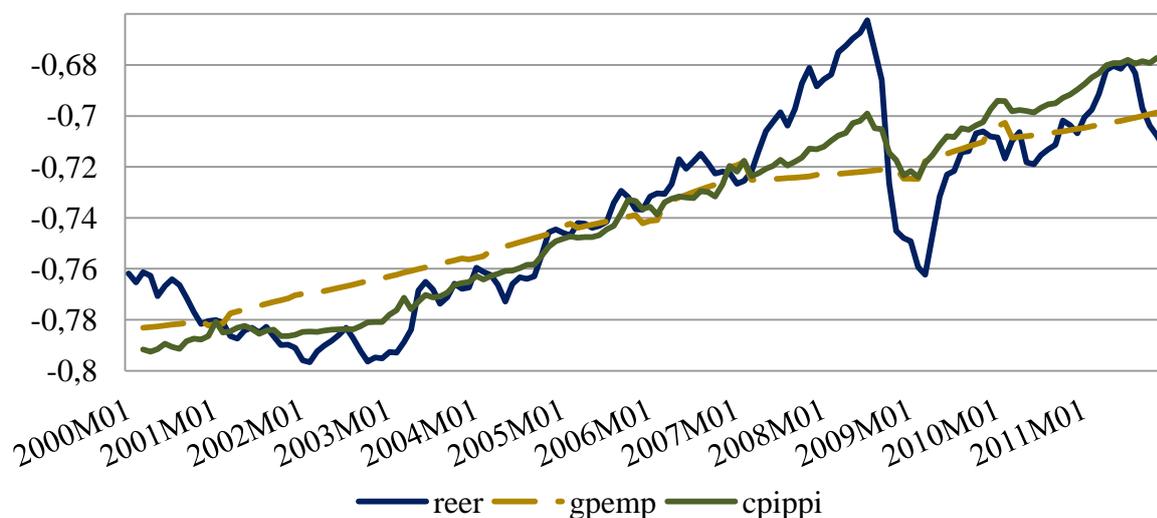
³⁵ La variable des termes de l'échange étant non-significative, nous ne la conservons pas pour la suite de notre étude.

CPI/PPI est plus important (-0,51). Les taux de change réel d'équilibre sont relativement similaires³⁶, quels que soient les proxies de productivité utilisés. Nous retenons le modèle 2 pour la suite de notre analyse puisque la proxy de productivité PIB par personne employée nous semble plus adaptée que le ratio CPI/PPI pour les critiques, adressées à ce dernier, que nous avons présentées précédemment. Les valeurs prédites des taux de change à partir du modèle BEER s'interprètent comme des mesures du taux de change réel d'équilibre.

Les graphiques 56 à 60 montrent l'évolution du taux de change réel observé et des taux de change réel d'équilibre calculés à partir de nos trois modèles pour les cinq pays de notre échantillon que sont les États-Unis, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne et la Chine. Les trois estimations du taux de change réel d'équilibre et leurs mésalignements évoluent de façon relativement similaire sur la période considérée. Nos résultats montrent, pour le modèle avec productivité par personne employée, une sous-évaluation du dollar USD entre 2007 et 2009 puis une surévaluation de cette devise entre 2009 et 2010, puis une nouvelle phase de sous-évaluation pendant l'année 2011. Il apparaît que la livre sterling a été sous-évaluée entre 2004 et 2008 puis sous-évalué entre 2008 et 2011 et que le yuan a été surévalué entre 2000 et 2003 puis sous-évalué entre 2004 et 2008. Par ailleurs, notre étude confirme également l'existence de disparité au sein de l'union économique et monétaire de l'Union Européenne mis en évidence par Jeong, Mazier et Saadaoui (2010). Cette hétérogénéité se manifeste pour la France et l'Allemagne tant au niveau des taux de change réel effectif observés que des valeurs d'équilibre. Ainsi, l'euro est sous-évalué de 2000 à 2002 pour les 2 pays puis est surévalué entre 2008 et 2011 pour la France alors qu'il est sous-évalué pour l'Allemagne entre 2009 et 2011.

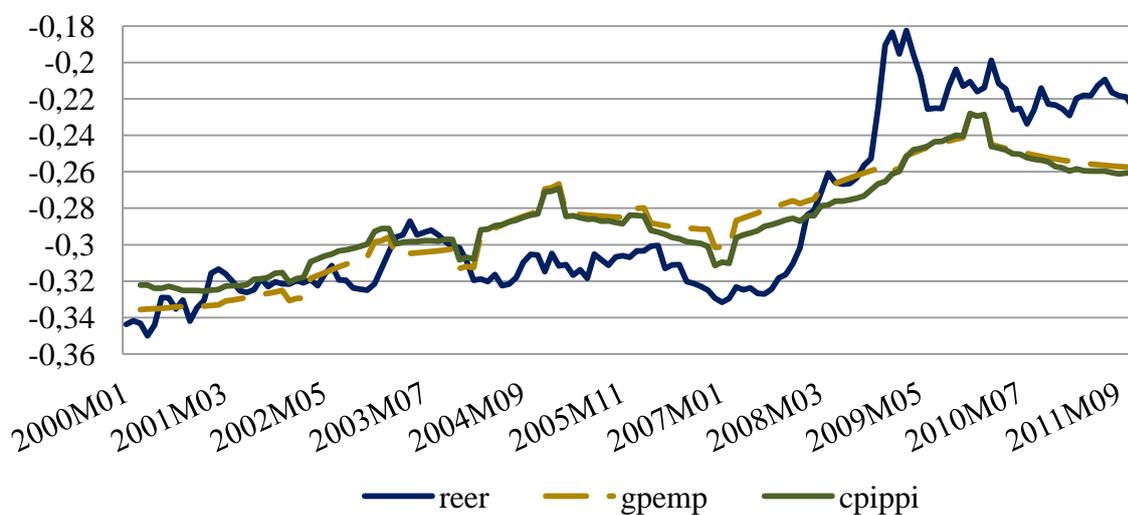
³⁶ Nous observons uniquement certaines variations pour les États-Unis entre le taux de change réel d'équilibre estimé à partir des variables *gpcap* et *gpemp* et celui estimé à partir de la variable *cpippi*.

Graphique 56 : Taux de change réel observé et valeurs d'équilibre³⁷, États-Unis



Source : Calcul de l'auteur.

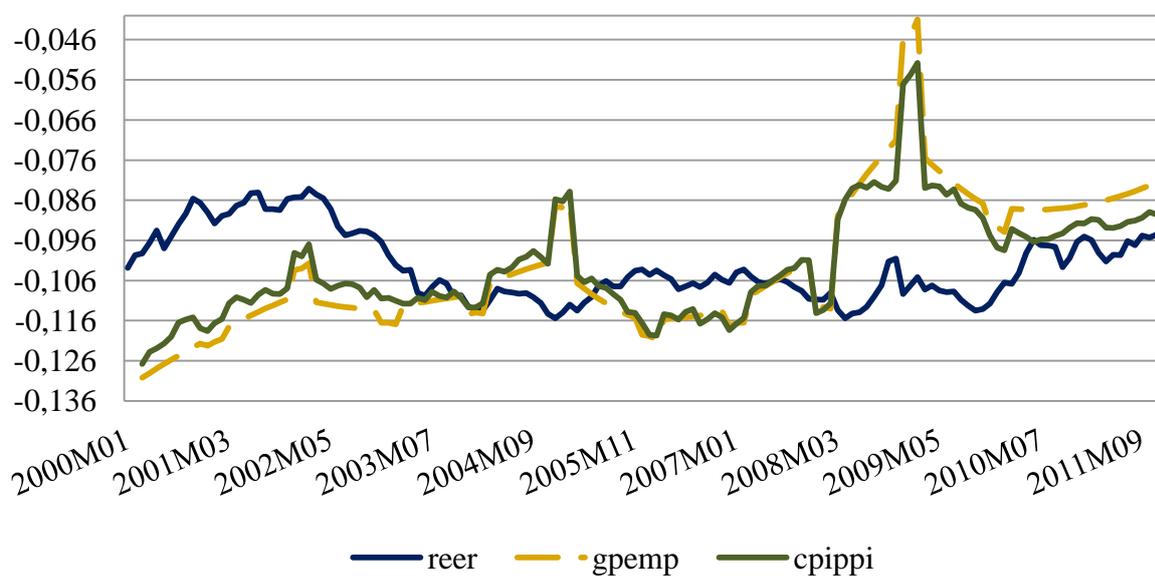
Graphique 57 : Taux de change réel observé et valeurs d'équilibre, Royaume-Uni



Source : Calcul de l'auteur.

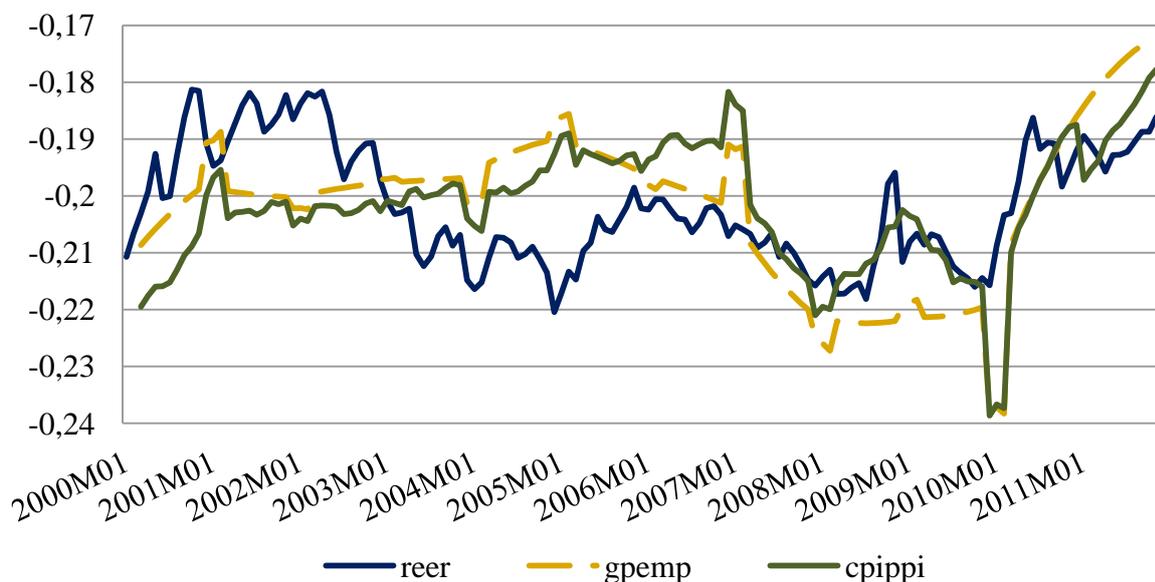
³⁷ Les taux de change réel d'équilibre calculés à partir des proxies de productivité PIB par habitant et PIB par personnes employés étant relativement identiques, nous avons choisi, pour une meilleure lisibilité graphique, de représenter uniquement la courbe associée au PIB par personne employée (gpemp). La courbe associée au ratio de l'indice des prix à la consommation sur l'indice des prix à la production est désignée sous le terme « cpippi ». Enfin « reer » pour « real effective exchange rate » représente la courbe du taux de change réel effectif observé.

Graphique 58 : Taux de change réel observé et valeurs d'équilibre, France



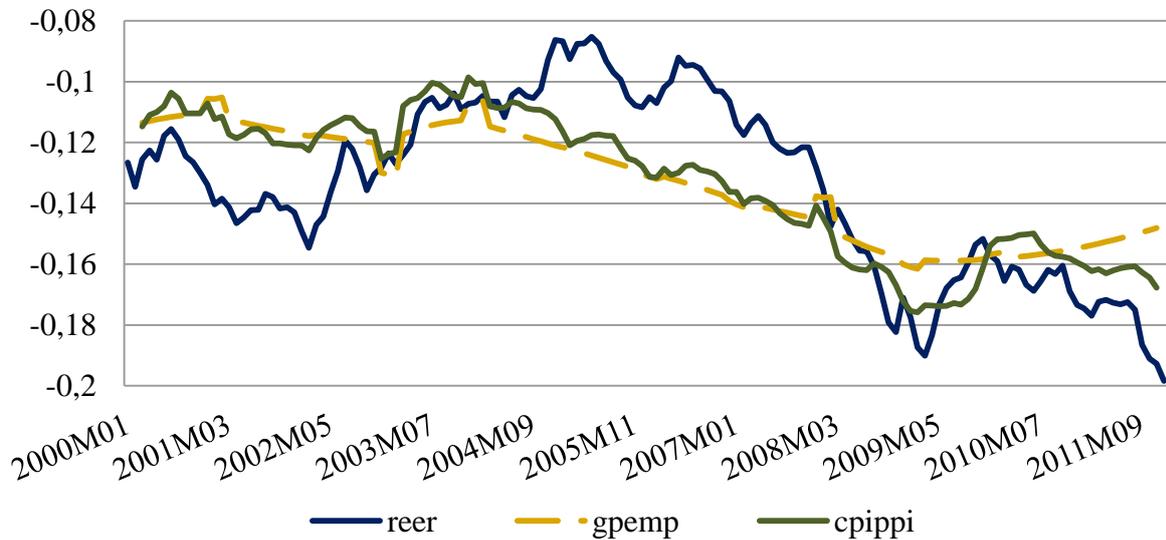
Source : Calcul de l'auteur.

Graphique 59 : Taux de change réel observé et valeurs d'équilibre, Allemagne



Source : Calcul de l'auteur.

Graphique 60 : Taux de change réel observé et valeurs d'équilibre, Chine



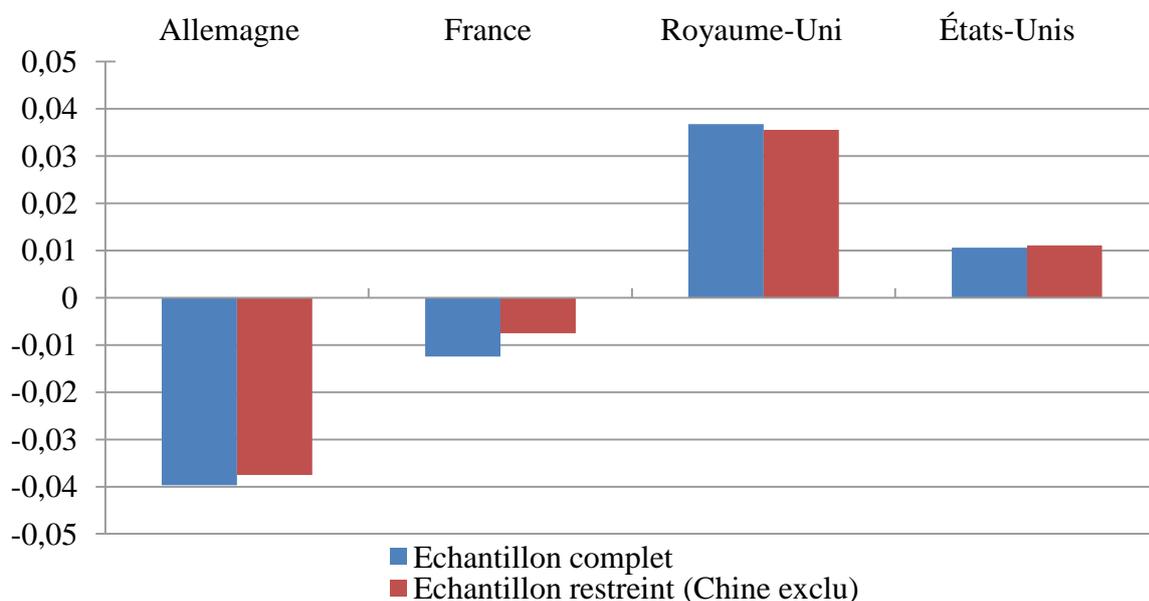
Source : Calcul de l'auteur.

Section 5 : Tests de robustesse

Sous-section 1 : Tests de robustesse de l'échantillon

Schnatz, Vijselaar et Osbat (2003) puis Bénassy-Quéré, Béreau et Mignon (2008) ont mis en évidence le fait qu'il était difficile de déterminer l'impact de la productivité sur le taux de change réel en données de panel puisqu'il est possible que la variable proxy mesurant la productivité ne se focalise pas correctement sur le secteur des biens échangeables. Afin de vérifier que la proxy de productivité et la variable du stock des avoirs étrangers nets affectent de la même façon l'ensemble des pays de notre échantillon, nous réalisons, par conséquent, en tant que test de robustesse une comparaison des résultats de notre estimation sur échantillon complet à ceux d'une estimation sur échantillon restreint où la Chine, seul pays émergent de notre échantillon, n'est pas inclus. Le graphique 61 montre les mésalignements réels effectifs, en 2011, pour les deux modèles. Nous constatons que le mésalignement calculé à partir des deux estimations est relativement similaire.

Graphique 61 : Mésalignement effectif en 2011 à partir des estimations réalisées sur le modèle à échantillon complet et sur échantillon restreint (modèle de référence).



Lecture : Un signe négatif (respectivement positif) révèle une surévaluation (respectivement une sous-évaluation).

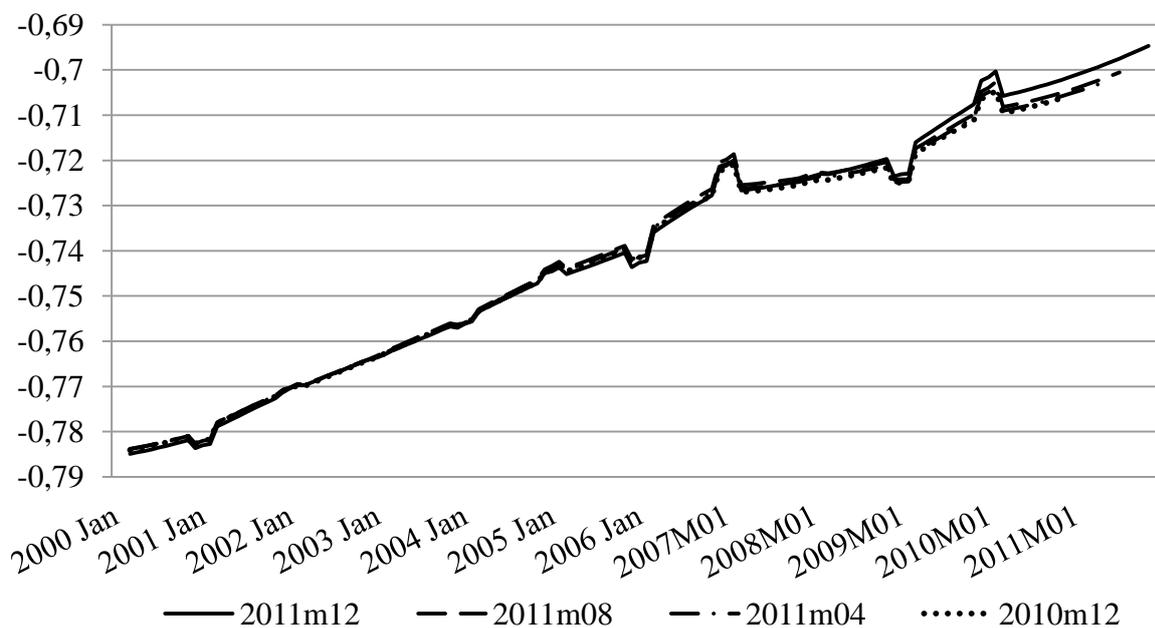
Source : Calcul de l'auteur.

Sous-section 2 : Tests de robustesse temporelle

Nous vérifions ensuite que les estimations de nos taux de change réel effectif d'équilibre sont bien des relations de cointégration de long terme. Afin de tester la stabilité de nos estimations à partir du modèle BEER, nous réalisons, en tant que test de robustesse temporelle, des estimations successives des taux de change réel d'équilibre sur notre échantillon complet puis sur des sous échantillons où nous retirons, progressivement, les dernières observations. Les graphiques 62 à 66 montrent les mésalignements des devises des cinq pays de notre échantillon sur la période complète et lorsque nous retirons un, deux ou trois quadrimestres. Quatre échantillons sont donc considérés : 2000m01-2011m12³⁸, 2000m01-2011m08, 2000m01-2011m04, 2000m01-2010m12. Il ressort que les résultats de nos estimations sont relativement similaires quel que soit l'échantillon considéré. L'impact des dernières observations sur les mésalignements effectifs est donc limité et l'estimation de notre relation de cointégration est, par conséquent, robuste à l'échantillon considéré.

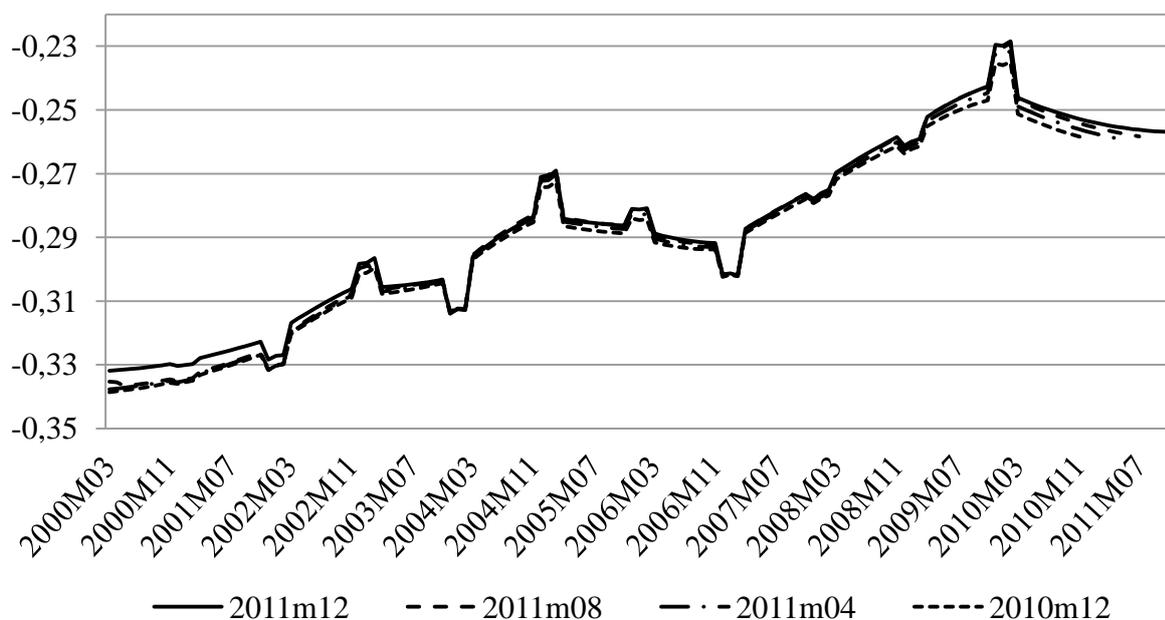
³⁸ Les dates sont exprimées en années et en mois. Par exemple, 2000m01, désigne le mois de janvier de l'année 2000.

Graphique 62 : Taux de change réel d'équilibre, États-Unis. Robustesse temporelle (modèle de référence)



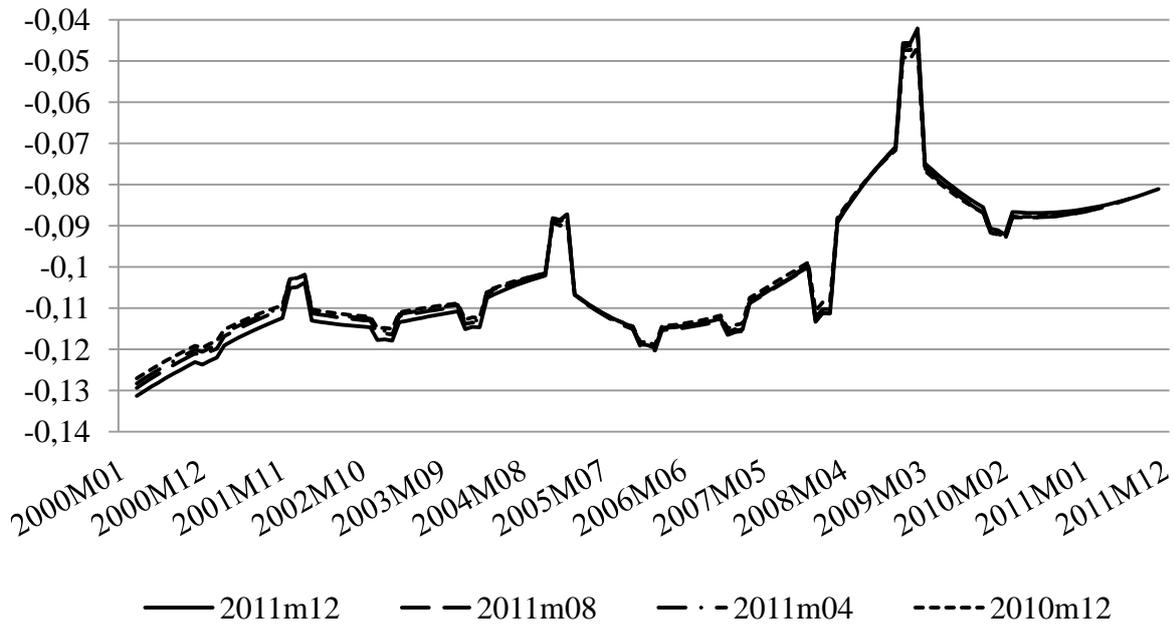
Source : Calcul de l'auteur.

Graphique 63 : Taux de change réel d'équilibre, Royaume-Uni. Robustesse temporelle (modèle de référence)



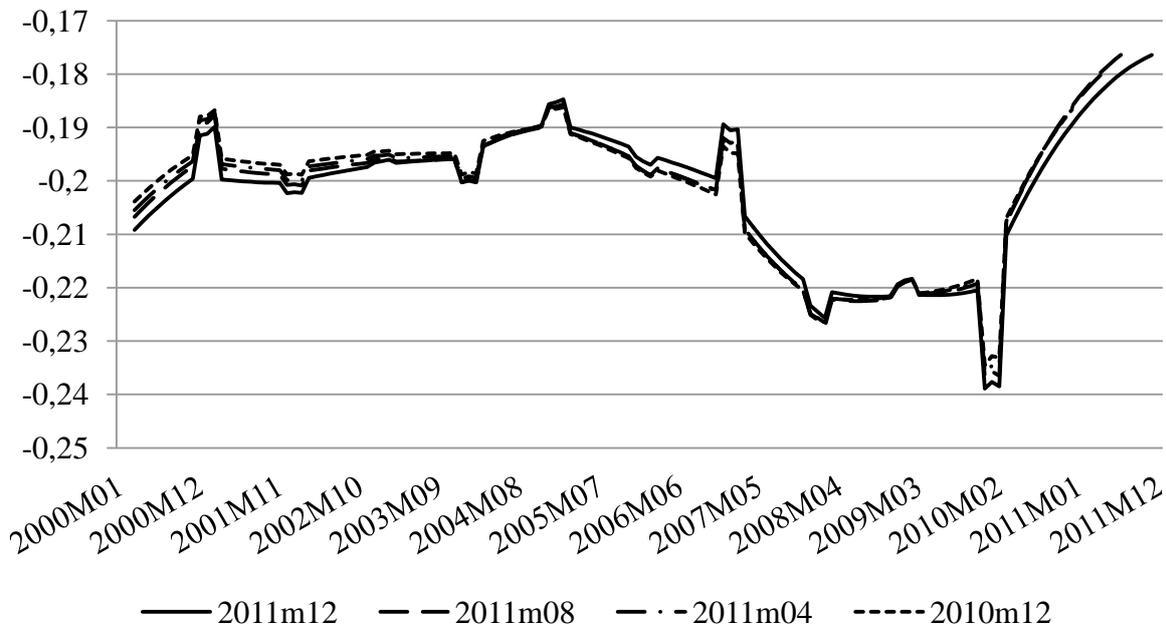
Source : Calcul de l'auteur.

Graphique 64 : Taux de change réel d'équilibre, France. Robustesse temporelle (modèle de référence)



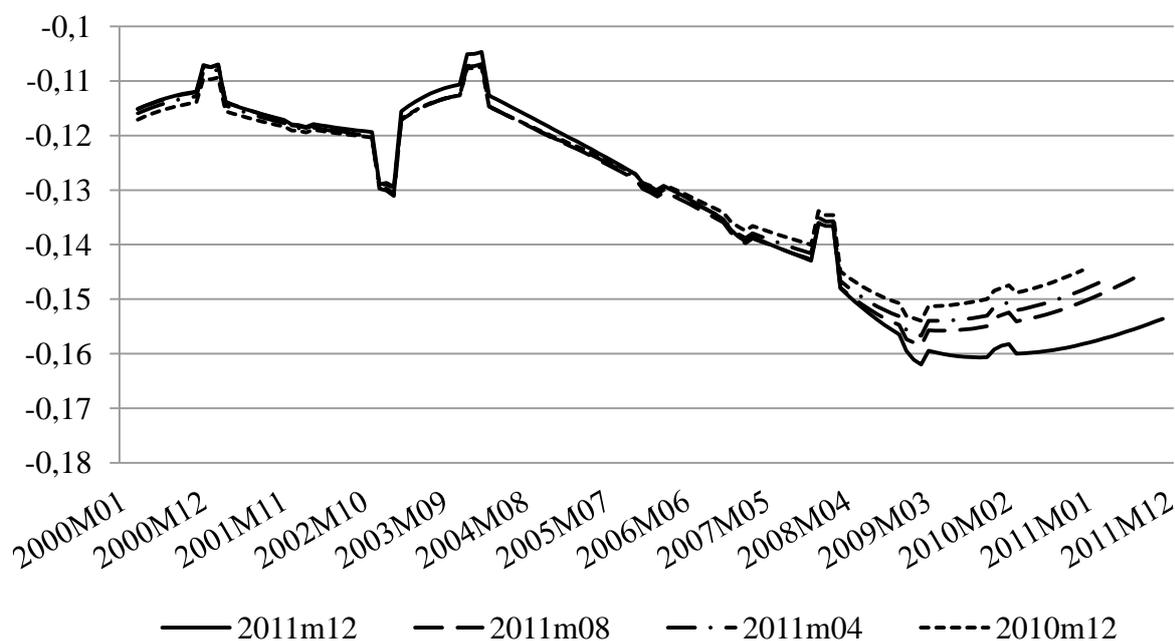
Source : Calcul de l'auteur.

Graphique 65 : Taux de change réel d'équilibre, Allemagne. Robustesse temporelle (modèle de référence)



.Source : Calcul de l'auteur.

Graphique 66 : Taux de change réel d'équilibre, Chine. Robustesse temporelle (modèle de référence)



Source : Calcul de l'auteur.

Nous relevons certaines variations pour l'estimation du taux de change réel d'équilibre de la Chine lorsque l'on retire des quadrimestres. Le yuan est plus surévalué entre 2009 et 2011 lorsque l'on retire les dernières observations de l'échantillon. Cette évolution peut, cependant, être expliquée par la hausse des proxies de productivité pour la Chine à cette période. Les estimations pour les États-Unis, le Royaume-Uni et la France sont plus stables. Dans l'ensemble, nos estimations des taux de change réel d'équilibre sont donc relativement robustes d'un point de vue temporel. Le prochain chapitre est consacré à la deuxième étape de notre étude empirique. Nous y estimons la relation entre le taux de change d'un pays et ses flux entrants de capital investissement en utilisant des indicateurs de volatilité et de distorsion de change calculés à partir du taux de change réel d'équilibre estimé dans ce chapitre.

Conclusion du chapitre 8

Le but de ce chapitre était d'estimer le taux de change réel d'équilibre de cinq principaux marchés du capital investissement que sont les États-Unis, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne et la Chine. Cette analyse a constitué la première étape de notre étude empirique visant à examiner la relation entre le taux de change d'un pays et ses flux entrants de capital investissement. Pour cela, nous avons suivi, la méthodologie de Bénassy-Quéré, Béreau et Mignon (2008) qui repose sur théorie fondatrice de Clark et MacDonald (1998) afin d'estimer le taux de change réel d'équilibre des pays de notre échantillon par l'approche du *Behavioral Equilibrium Exchange Rate* (BEER) de Clark et Macdonald (1998). Cette méthode estime le taux de change réel d'équilibre d'une nation à partir d'un vecteur de déterminants économiques que sont le stock d'avoirs étrangers net, une proxy de différentiel de productivité, les termes de l'échange et le différentiel de taux d'intérêts. Ce modèle présente l'avantage par rapport *Fundamental Equilibrium Exchange Rate* (FEER) de Williamson (1994) et au *Natural Real Exchange Rate* (NATREX) de Stein (1994) d'étudier l'évolution observée, et non souhaitée, du taux de change réel d'équilibre et de prendre en considération les effets de Balassa (1994) et Samuelson (1994) en différenciant les secteurs exposés et non-exposés de l'économie.

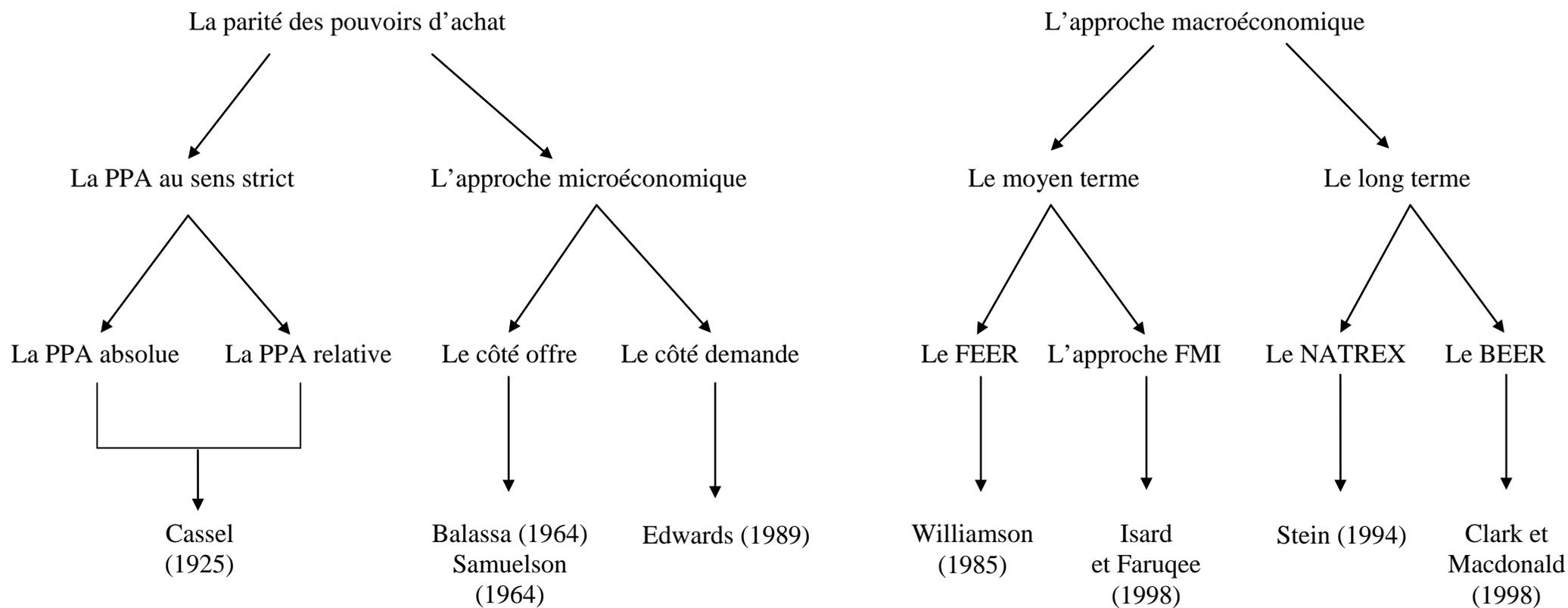
Nous avons utilisé, pour estimer la relation de long terme qui lie le taux de change réel d'équilibre d'un pays à ses fondamentaux économiques, la méthode des *Dynamic Ordinary Least Squares* (DOLS) de Stock et Watson (1993) qui permet selon Montalvo (1995), sous certaines hypothèses, par l'ajout des valeurs retardées (*lags*) et avancées (*leads*) des variables explicatives d'apporter une meilleure correction du biais d'endogénéité des Moindres Carrés Ordinaires (MCO) que par la méthode des *Fully Modified Ordinary Least Squares* (FMOLS). Nous avons montré par les tests de racines unitaires puis par ceux de cointégration (Pedroni, 1999, 2004) que nos variables étaient bien non stationnaires et cointégrées du même ordre. Compte tenu de l'hétérogénéité de notre échantillon nous avons privilégié les tests de cointégration de la dimension between qui nous ont conduits à retenir quatre modèles qui correspondent à ceux proposés par Alberola et al. (1999, 2002) et Alberola (2003) qui conservent uniquement les variables stocks d'avoir étrangers nets et une mesure du différentiel de productivité, qui sont les deux variables déterminantes du taux de change réel d'équilibre de long terme.

Puis, nous avons réalisé des estimations du taux de change réel d'équilibre des pays de notre échantillon en faisant varier la proxy de productivité. Notre analyse a fait apparaître les différentes phases de mésalignements des cinq devises que nous étudions. Nos résultats montrent que le dollar USD a été sous-évalué entre 2007 et 2009 et puis en 2011 et que la livre sterling a été surévaluée entre 2004 et 2008 puis sous-évalué entre 2008 et 2011. Notre étude montre ensuite tout comme celle de Wang (2004) que le yuan a été surévalué entre 2000 et 2003 puis sous-évalué entre 2004 et 2008. Enfin, elle également l'existence de disparité au sein de l'union économique et monétaire de l'Union Européenne mis en évidence par Jeong, Mazier et Saadaoui (2010). Nous montrons qu'il existe des disparités au sein de la zone euro entre la France et l'Allemagne, tant au niveau de leurs taux de change réels effectifs que de leurs mésalignements respectifs par rapport à la valeur d'équilibre de l'euro et que divergence s'observe tant au niveau de leurs taux de change réel effectif que de leurs valeurs d'équilibres. Ainsi si l'euro a été sous-évalué de 2000 à 2002 pour ces deux nations il a ensuite été surévalué entre 2008 et 2011 pour la France alors qu'il avait été sous-évalué pour l'Allemagne entre 2009 et 2011.

Annexe du chapitre 8

Annexe 1 du chapitre 8

Figure 22 : Théorie du taux de change d'équilibre



Source : Hoarau (2004).

Annexe 2 du chapitre 8
Tableau 25 : Test de racine unitaire en panel

En niveau						
Variables	Homogénéité de la racine unitaire		Hétérogénéité de la racine unitaire			
	Levin, Lin et Chu	Hadri	MW	CHOI	ADF	PP
Taux de change réel effectif	0,48 (0,68)	8,68 (0,00)	6,47 (0,77)	-0,79 (0,79)	6,99 (0,71)	5,72 (0,83)
Stock d'avoirs étrangers nets en % de PIB	0,69 (0,75)	8,53 (0,00)	2,23 (0,99)	-1,74 (0,96)	2,92 (0,98)	0,62 (1)
PIB par habitant	-1,04 (0,15)	13,45 (0,00)	5,34 (0,87)	-1,04 (0,85)	3,23 (0,98)	2,96 (0,98)
PIB par personne employée	1,11 (0,87)	8,28 (0,00)	1,90 (1)	-1,81 (0,97)	2,27 (0,99)	1,52 (0,99)
Ratio CPI/PPI	0,56 (0,71)	12,15 (0,00)	13,8 (0,18)	0,85 (0,19)	14,64 (0,14)	14,1 (0,17)
Ratio d'activité	1,69 (0,95)	5,49 (0,00)	4,38 (0,93)	-1,26 (0,89)	5,50 (0,85)	3,47 (0,97)
Différentiel de taux d'intérêt	0,54 (0,71)	11,05 (0,00)	3,67 (0,96)	-1,41 (0,92)	4,54 (0,91)	4,16 (0,93)
Termes de l'échange	-0,73 (0,23)	11,32 (0,00)	4,41 (0,93)	-1,25 (0,89)	3,51 (0,97)	2,24 (0,99)

En différence première							
Variables	Homogénéité de la racine unitaire		Hétérogénéité de la racine unitaire				Conclusion
	Levin, Lin et Chu	Hadri	MW	CHOI	ADF	PP	
Taux de change réel effectif	-24,35 (0,00)	0,26 (0,40)	46,05 (0,00)	8,06 (0,00)	276,078 (0,00)	274,5 (0,00)	I(1)
Stock d'avoirs étrangers nets	-5,34 (0,00)	3,71 (0,00)	32,62 (0,00)	5,06 (0,00)	42,44 (0,00)	170,5 (0,00)	I(1)
PIB par habitant	-1,35 (0,08)	3,12 (0,00)	42,02 (0,00)	7,16 (0,00)	31,98 (0,00)	233,46 (0,00)	I(1)
PIB par personne employée	-6,73 (0,00)	3,08 (0,00)	46,05 (0,00)	8,06 (0,00)	51,28 (0,00)	213 (0,00)	I(1)
Ratio CPI/PPI	-5,06 (0,00)	2,32 (0,01)	38,86 (0,00)	6,75 (0,00)	43,59 (0,00)	193,6 (0,00)	I(1)
Ratio d'activité	-22,4 (0,00)	-0,98 (0,8)	46,05 (0,00)	8,06 (0,00)	273,1 (0,00)	328,3 (0,00)	I(1)
Différentiel de taux d'intérêt	-23,69 (0,00)	1,89 (0,03)	46,05 (0,00)	8,06 (0,00)	245 (0,00)	291 (0,00)	I(1)
Termes de l'échange	-8,09 (0,00)	4,68 (0,03)	4,41 (0,93)	-8,02 (0,00)	85,6 (0,00)	223 (0,00)	I(1)

Lecture : Les variables sont toutes exprimées en logarithme, à l'exception du stock d'avoirs étrangers nets en actif exprimé en % de PIB. Les P value entre parenthèses représentent les probabilités associées aux différentes statistiques des tests.

Annexe 3 du chapitre 8
Tableau 26 : Tests de cointégration en panel de Pedroni

	Dimension within (intra)				Dimension Between (inter)		
	v test	rho test	non parametric t	Parametric test	rho test	non parametric t	Parametric t test
Modèle 1: Stock d'avoirs étrangers nets, ratio CPI/PPI	1,48*	-0,89	-0,6	-0,86	0,54	0,58	0,38
Modèle 2: Stock d'avoirs étrangers nets, ratio d'activité	-0,19	0,86	0,79	0,99	1,29	1,04	1,05
Modèle 3: Stock d'avoirs étrangers nets, PIB par habitant	1,68**	-0,81	-0,91	-1,95**	-0,04	-0,53	-1,73**
Modèle 4: Stock d'avoirs étrangers nets, différentiel de taux d'intérêt	0,94	-0,19	-0,22	-0,85	0,79	0,57	-0,32
Modèle 5: Stock d'avoirs étrangers nets, PIB par personne employée	1,07	-0,22	-0,44	-1,44*	0,09	-0,1	-1,34*
Modèle 6: Stock d'avoirs étrangers nets, ratio CPI/PPI, termes de l'échange	1,99**	-0,92	-0,92	-2,21**	-0,02	-0,19	-1,98**
Modèle 7: Stock d'avoirs étrangers nets, ratio d'activité, termes de l'échange	0,99	0,16	-0,24	-1,29*	0,95	0,19	-0,86
Modèle 8: Stock d'avoirs étrangers nets, PIB par habitant, termes de l'échange	1,30*	-0,095	-0,32	-1,25	0,76	0,25	-0,72
Modèle 9: Stock d'avoirs étrangers nets, différentiel de taux d'intérêt, termes de l'échange	1,53*	-0,26	-0,47	-0,94	0,83	0,37	-0,07
Modèle 10: Stock d'avoirs étrangers nets, PIB par personne employée, termes de l'échange	1,19	0,05	-0,25	1,47*	0,43	-0,027	-1,51*

*Lecture : * Rejet de l'hypothèse nulle d'absence de cointégration au seuil de 10 %, ** au seuil de 5 % et *** au seuil de 1 %.*

Annexe 4 du chapitre 8
Tableau 27 : Vecteur de cointégration

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3
Stock d'avoirs étrangers nets	-0,15 (0,00)	-0,15 (0,00)	-0,12 (0,00)
PIB par habitant	-0,17 (0,00)		
PIB par personne employée		-0,15 (0,00)	
Ratio CPI/PPI			-0,51 (0,00)
R2	0,992	0,992	0,993

Lecture : Les variables sont toutes exprimées en logarithme, à l'exception du stock d'avoirs étrangers nets en actif exprimé en % de PIB. Les coefficients s'interprètent par conséquent comme des élasticités. Les P value entre parenthèses représentent les probabilités associées aux différentes statistiques des tests.

Chapitre 9 - Attractivité, taux de change et flux entrants de capital investissement

« Thus, the main effect of globalization on the role of the exchange rate may come through the changes in the regional and sectoral composition of trade flows rather than via other structural changes, such as increased competitiveness or the progressive internationalisation of the production process. » (Di Mauro, Rüffer et Bunda, 2008).

Introduction du chapitre 9

Le but de ce chapitre est d'étudier l'impact des variations du taux de change d'un pays sur ses flux entrants de capital investissement. Pour cela, notre approche se base sur l'analyse d'Agmon et Messica (2009) qui considère les opérations de capital investissement comme une nouvelle forme d'IDE. Dans leur théorie, établissent un parallèle entre les firmes multinationales qui interviennent dans le cadre des IDE dans des filiales localisées à l'étranger et les fonds de capital investissement internationaux qui exportent à l'intérieur de sociétés étrangères, des facteurs de productions qui sont du capital financier ainsi que des prestations de conseils en gestion, en finance, en marketing et en logistique. La légitimité de ce rapprochement est renforcée par la concordance de la démarche des opérations de capital investissement avec la définition des IDE apportée par l'OCDE (2008) « Un investisseur direct étranger est une personne physique, une entreprise publique ou privée ayant ou non la personnalité morale, un gouvernement, un groupe de personnes physiques liées entre elles ou un groupe d'entreprises ayant ou non la personnalité morale et liées entre elles qui possède une entreprise d'investissement direct -- c'est-à-dire une filiale, une société affiliée ou une succursale -- opérant dans un pays autre que le ou les pays de résidence de l'investisseur ou des investisseurs direct(s) étranger(s) ».

Cette comparaison, entre les opérations de capital investissement et celles des IDE, est d'ailleurs confortée par la définition des IDE donnée par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE, 1986) : « Toute personne physique, toute personne publique ou privée ayant ou non la personnalité morale, tout gouvernement, tout groupe de personnes physiques liées entre elles est un Investisseur Direct Etranger s'il possède lui-même une entreprise d'investissement direct, c'est-à-dire une filiale, une société affiliée ou une succursale faisant des opérations dans un pays autre que le ou les pays de résidence de

l'investisseur ou des investisseurs directs. Par une entreprise d'investissement direct, on entend une entreprise jouissant de la personnalité morale ou non dans laquelle un seul investisseur étranger contrôle³⁹ :

- Soit 10 % ou plus des actions ordinaires ou des droits de vote dans une entreprise jouissant de la personnalité, ou de l'équivalent dans une entreprise n'ayant pas la personnalité morale, à moins qu'il ne puisse être établi que cela ne permet pas à l'investisseur d'avoir un pouvoir de décision effectif dans la gestion de l'entreprise.
- Soit moins de 10 % des actions ordinaires ou des droits de vote dans l'entreprise, mais a un pouvoir de décision effectif dans la gestion de l'entreprise.»

Entre les années 1980 et 2000, les Investissements Directs à l'Étranger (IDE) ont connu une forte croissance au niveau mondial passant de 325 à 1 300 milliards de dollars. Puis, ces opérations ont continué à croître, mais de façon sensiblement moins importante atteignant un montant total de 1 591,1 milliards de dollars USD, en 2011, dans le monde. L'importance de ces flux de capitaux a suscité une vive attention de la communauté scientifique. L'intérêt de l'analogie entre les transactions de capital investissement et les IDE réside, par conséquent, d'une part, dans la similarité entre ces deux types d'opérations et d'autre part, dans le fait qu'il existe à ce jour une large littérature économique analysant la relation entre IDE et taux de change⁴⁰.

Dans le cadre des pays de notre échantillon, l'étude de Goldberg et Kolstad (1995) a analysé à l'aide d'un modèle fondé sur le principe de l'aversion pour le risque, l'effet de la variabilité du taux de change à court terme sur les flux bilatéraux d'investissement direct étranger des États-Unis, du Canada, du Japon et du Royaume-Uni, pour la période 1978-1991. Les auteurs remarquent que la sous-évaluation du taux de change réel a accru la part des investissements américains au Canada et au Japon, de même que celle des investissements canadiens et britanniques aux États-Unis et concluent qu'une dévaluation de la devise d'un pays accroît le volume de ses flux d'IDE entrants.

³⁹ Le pouvoir de décision effectif implique seulement que l'investisseur direct soit en mesure d'influencer la gestion de l'entreprise ou d'y participer, et non qu'il dispose d'un contrôle absolu.

⁴⁰ Le tableau 33 en annexe de ce chapitre synthétise les principaux travaux empiriques qui portant sur l'impact du taux de change sur les IDE.

Les résultats empiriques de l'étude de Becker et Hall (2003) ont démontré que hausse de la volatilité du taux de change Euro-Dollar avait eu pour effet de relocaliser les investissements de recherche et développement de la Zone Euro vers le Royaume-Uni et qu'une augmentation de la covariance de l'Euro et de la livre Sterling engendrait une hausse du volume d'IDE des capitaux investis en recherche et développement au Royaume-Uni. Enfin, l'analyse de Xing (2004), basée sur une étude des IDE d'origine japonaise en direction de la Chine réalisés pendant la période 1981-2001, a montré que la dévaluation du Yuan depuis 1989 a constitué un facteur décisif de la forte croissance des flux d'IDE japonais en destination de la Chine ces dernières années.

Toutefois, bien qu'il existe des ressemblances entre les IDE et les flux de capital investissement, des différences demeurent, entre ces deux types d'opérations. Nous identifions deux points de divergence. Il s'agit du niveau de l'identité des investisseurs et de la stratégie d'investissement. D'une part, les IDE, sont des opérations principalement menées par des firmes multinationales spécialisées alors que les opérations de capital investissement sont réalisées par des entreprises d'analyse et de conseil financiers dans une relation de gérance déléguée, où les investisseurs sont principalement des fonds de pensions aux États-Unis et des investisseurs institutionnels en Europe. D'autre part, les IDE des firmes multinationales ont pour objectif le prolongement ou le complément d'activité de la maison mère alors que les opérations de capital investissement reposent davantage sur un principe de diversification des portefeuilles d'investissements.

Les résultats de notre étude confirment, tout d'abord, qu'un marché financier liquide et qu'un secteur du capital investissement développé, attire les flux entrants de capital investissement. Puis nous montrons également, que la stabilité politique et le développement humain d'une nation sont également des facteurs de localisation des opérations de capital investissement. Enfin, nous mettons en évidence, pour la première fois à notre connaissance d'un point de vue empirique, que la sous-évaluation d'une devise attire les flux entrants de capital investissement et que ces opérations s'apparentent, pour le pays d'accueil, à une substitution des exportations avec la perception d'une rente invisible. Nos résultats rappellent, par conséquent, l'importance de la politique monétaire d'un pays pour l'attractivité de son territoire pour les flux entrants de capital investissement.

Section 1 : Méthodologie

Dans cette section, nous examinons les facteurs d'attractivité d'un pays pour les flux entrants de capital investissement. Plus particulièrement, notre objectif est de déterminer l'impact du taux de change d'un pays sur la valeur de ses flux entrants des opérations de capital investissement. La relation entre le capital investissement et ses déterminants est donnée par l'estimation suivante :

$$Pe_{i,t} = \alpha_i + \theta_i X_{i,t} + \sum_{j=1}^p \rho_j \Delta X_{i,t-j} + \sum_{j=1}^p \delta_j \Delta X_{i,t+j} + \varepsilon_i \quad (11)$$

$$X_t = (idis_t, vol_t, mf_t, mar^x_t, stpo_t, idh_t)$$

$$\text{Avec } mar^x = da, ms$$

Où $pe(i,t)$ désigne les flux entrants de capital investissement pour le pays (i) à la date (t). X correspond au vecteur des déterminants du secteur composé des variables : $idis(i,t)$, $vol(i,t)$, $mf(i,t)$, $mar(i,t)$, $stpo(i,t)$ et $idh(i,t)$ et (p) indique le nombre de *lags* et de *leads* introduits dans le modèle. Suivant le critère de Schwarz, nous prenons $p=1$. La variable $idis$ désigne l'indice de distorsion de change, vol la volatilité de change, mf le développement des marchés financiers, mar^x une proxy de la taille du marché du capital investissement, $stpo$ un indicateur de stabilité politique et idh l'indice de développement humain.

Il est anticipé que la corrélation entre le capital investissement et l'indice de distorsion ($idis$) soit positive, puisque comme le démontrent Froot et Stein (1991) et Klein et Rosengen (1994), la sous-évaluation du taux de change réel stimule la production des exportables et que la rémunération des facteurs dans ce secteur s'élève du fait de la hausse du prix relatif des biens échangeables et attire, de ce fait, les opérations de capital investissement soit parce qu'elle les valorise, soit parce qu'elle réduit le coût des facteurs de production immobiliers et accroît alors la profitabilité des investissements dans le pays. En ce qui concerne la volatilité de change (vol), deux possibilités sont envisageables selon Ben Abdallah, Drine et Meddeb (2001). Lorsque les investissements ont pour finalité le marché à l'exportation le signe de la volatilité est négatif, au contraire, il est positif lorsque ces opérations concernent le marché interne et que les flux de capital investissement se substituent aux exportations (Meddeb et Lahrèche-Révil, 1997). Dans notre cas, nous anticipons un signe positif du coefficient associé à la volatilité de change.

Il devrait également y avoir une corrélation positive entre la variable capitalisation boursière, appréciée par le volume de transactions réalisées sur les marchés financiers, et les flux entrants de capital investissement puisque, comme indiqué précédemment, la liquidité d'un marché boursier (*mf*) encourage les opérations de capital investissement en offrant une possibilité de sortie à ces transactions (Black et Gilson, 1997 et Schertler, 2003). Nous anticipons aussi que la taille marché du capital investissement soit positivement corrélée avec le niveau des investissements entrants. Nous utilisons deux indicateurs de la taille des marchés de capital investissement. Les flux totaux de l'activité d'un pays exprimés en pourcentage de son PIB (*ms*) tel que préconisé par Yli-Renko et Hay (1999) et le montant moyen investi (*da*). Enfin, des niveaux de stabilité politique⁴¹ et de développement humain élevés devraient favoriser les flux entrants de capital investissement dans la mesure où il existe une relation négative entre l'incertitude institutionnelle et les opérations de capital investissement (Majeed et Ahmad, 2008 et Brunetti et Weder, 1998).

Section 2 : Données

Notre variable dépendante est le montant en valeur des flux entrants en capital investissement exprimés en milliards de dollars (*pe*). Nos variables explicatives sont (i) l'indice de distorsion de change (*idis*), (ii) la volatilité de change (*vol*), (iii) le développement des marchés financiers mesuré par la capitalisation boursière (*mf*), (iv) mar^x une proxy mesurant le développement des marchés de capital investissement étant soit le montant moyen investi dans le pays ($x=dda$) soit le montant en valeur des flux de capital investissement exprimé en pourcentage de PIB ($x=ms$), (v) l'indice de développement humain (*idh*) et (vi) un indicateur de stabilité politique (*stpo*). Les données sont mensuelles et couvrent la période allant de janvier 2004 à novembre 2011. Les flux entrants de capital investissement sont issus de la base Zephyr du Bureau Van Dijk. Les tableaux 28 à 32 et les graphiques 67 à 71 montrent la répartition entre investissements domestiques et étrangers des flux de capital investissement dans les cinq pays de notre échantillon. Le marché américain est caractérisé par une prédominance structurelle des flux domestiques de capital investissement qui s'explique par l'implantation du secteur aux États-Unis depuis les années soixante.

⁴¹ Pour l'étude du lien entre la stabilité politique et les investissements directs étrangers voir Gastagana, Nugent et Pashamova (1998) et Busse (2004).

Nous observons également de forts niveaux des opérations domestiques au Royaume-Uni et en France qui se différencient, toutefois, du marché américain par le caractère conjoncturel de leur prédominance sur les opérations étrangères. Les marchés du capital investissement allemand et chinois sont, au contraire plus, fortement dominés par les flux étrangers de capital investissement mais pour différentes raisons. En Allemagne, la forte implantation du modèle de banque-industrie, qui constitue déjà une forme de capital investissement où les banques sont à la fois créancières et actionnaires des entreprises qu'elles financent, explique le retrait des flux domestiques (Gorton et Schmid, 1996).

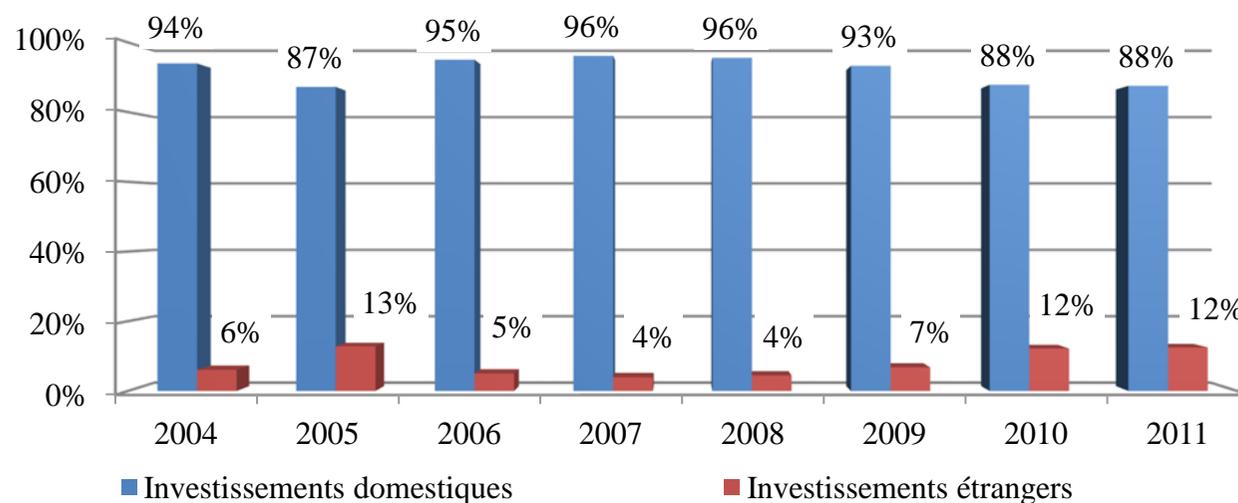
La prédominance des investissements étrangers en Chine s'explique, quant à elle, davantage par un marché domestique du capital investissement qui était encore relativement peu développé jusqu'en 2007. La valeur moyenne des opérations de capital investissement d'un pays est exprimée en fréquence mensuelle. Elle est calculée, pour un pays, par le rapport entre la somme de ses investissements domestiques et étrangers et le nombre de transactions réalisés sur son marché, ces trois données sont mensuelles et issues de la base Zephyr du Bureau Van Dijk. L'Indice de Développement Humain (IDH) provient de la base de données des Nations Unies. Cet indicateur annuel prend en considération trois dimensions que sont la santé, l'éducation et le niveau de vie. L'indice de stabilité politique et d'absence de violence est issu de la base de données de la banque mondiale. Ces deux variables annuelles ont été mensualisées par la fonction, *local quadratic-match average* du logiciel Eviews. L'indice de stabilité politique et d'absence de violence mesure la probabilité qu'un gouvernement soit déstabilisé ou renversé par des moyens inconstitutionnels ou violents, y compris par la violence politique et par le terrorisme. Il a pour intervalle de valeur $[-2,5 ; 2,5]$. La borne inférieure représente un faible niveau de stabilité politique et la borne supérieure, au contraire, un fort degré de stabilité institutionnelle. La capitalisation boursière est appréciée par les volumes de transactions mensuelles réalisées sur les marchés boursiers qui sont issus de la base Morningstar, Inc.

Tableau 28 : Structure des marchés de capital investissement, États-Unis

Répartition des investissements en valeur (millions de dollars USD)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Investissements Domestiques	119 329	141 286	343 557	469 030	117 419	51 840	95 654	99 005
Investissements Etrangers	7 727	20 734	18 007	18 870	5 449	3 756	13 245	14 123

Source : Base de données Zephyr private equity du Bureau Van Dijk.

Graphique 67 : Répartition des opérations de capital investissement en pourcentage, États-Unis



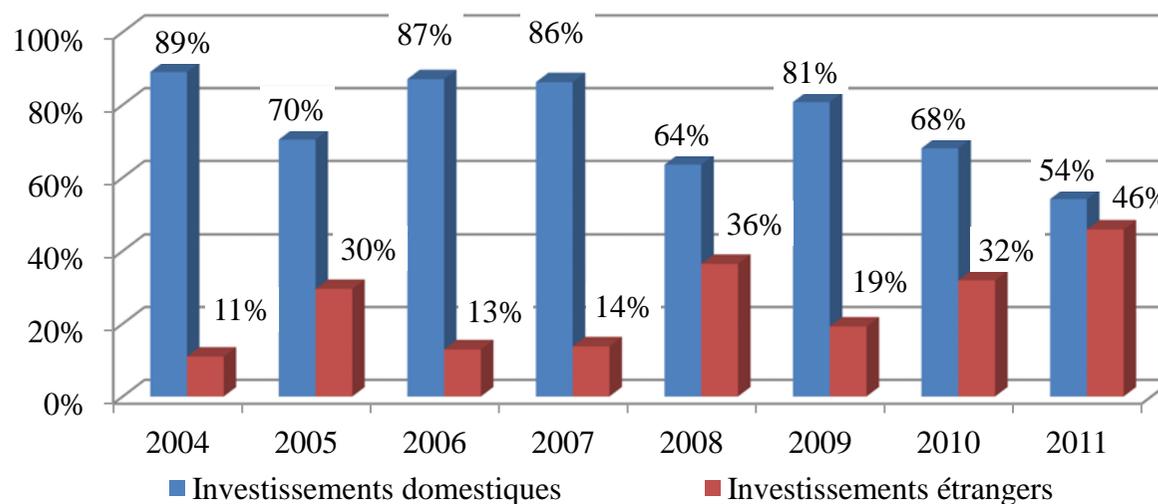
Source : Base de données Zephyr private equity du Bureau Van Dijk.

Tableau 29 : Structure des marchés de capital investissement, Royaume-Uni

Répartition des investissements en valeur (millions de dollars USD)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Investissements Domestiques	45 255	32 797	78 176	132 182	25 820	10 045	23 786	9 692
Investissements Etrangers	5 578	13 760	11 606	21 104	14 805	2 392	11 156	8 226

Source : Base de données Zephyr private equity du Bureau Van Dijk.

Graphique 68 : Répartition des opérations de capital investissement en pourcentage, Royaume-Uni



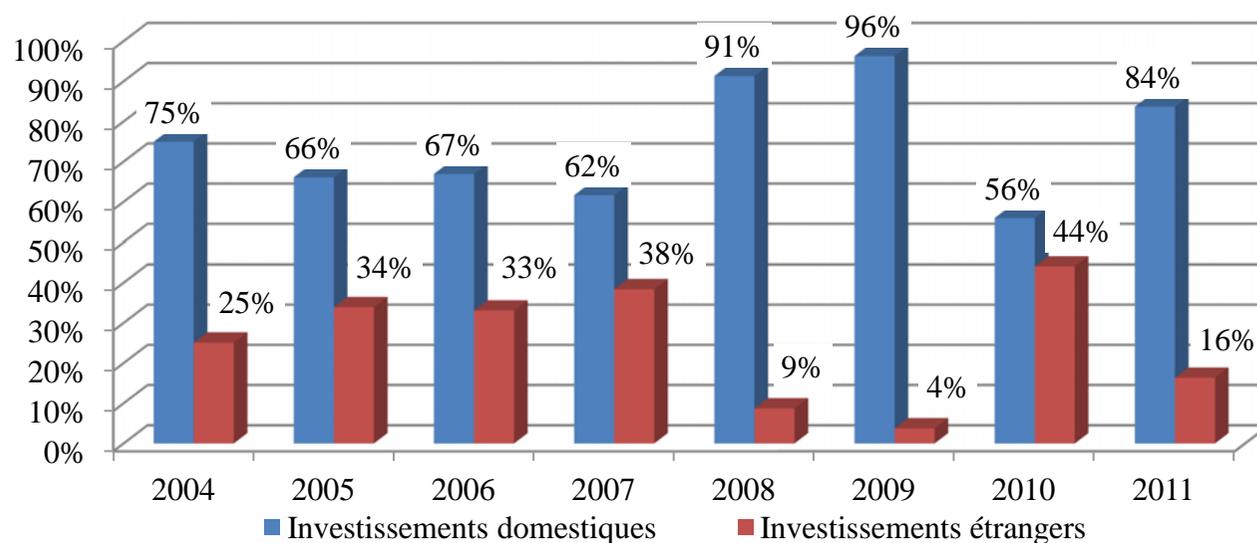
Source : Base de données Zephyr private equity du Bureau Van Dijk.

Tableau 30 : Structure des marchés de capital investissement, France

Répartition des investissements en valeur (millions de dollars USD)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Investissements Domestiques	16 611	20 001	33 582	25 667	14 933	10 315	7 498	11 194
Investissements Etrangers	5 558	10 262	16 596	15 984	1 424	400	5 903	2 185

Source : Base de données Zephyr private equity du Bureau Van Dijk.

Graphique 69 : Répartition des opérations de capital investissement en pourcentage, France



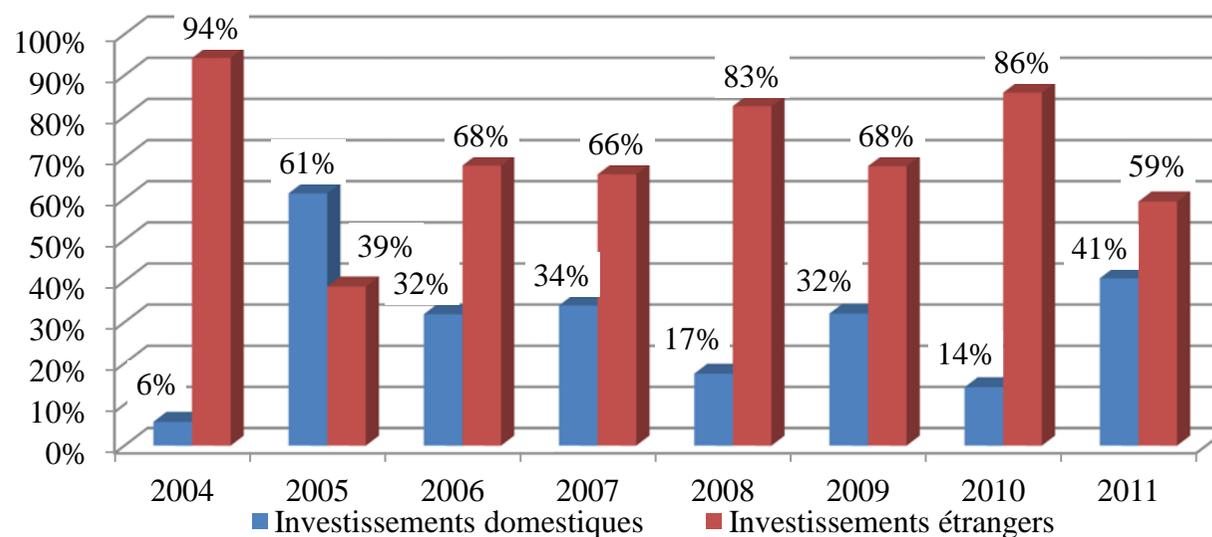
Source : Base de données Zephyr private equity du Bureau Van Dijk.

Tableau 31 : Structure des marchés de capital investissement, Allemagne

Répartition des investissements en valeur (millions de dollars USD)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Investissements Domestiques	1 055	20 006	11 683	9 297	4 241	468	411	2 747
Investissements Etrangers	17 190	12 618	24 910	17 994	20 019	991	2 485	4 007

Source : Base de données Zephyr private equity du Bureau Van Dijk.

Graphique 70 : Répartition des opérations de capital investissement en pourcentage, Allemagne



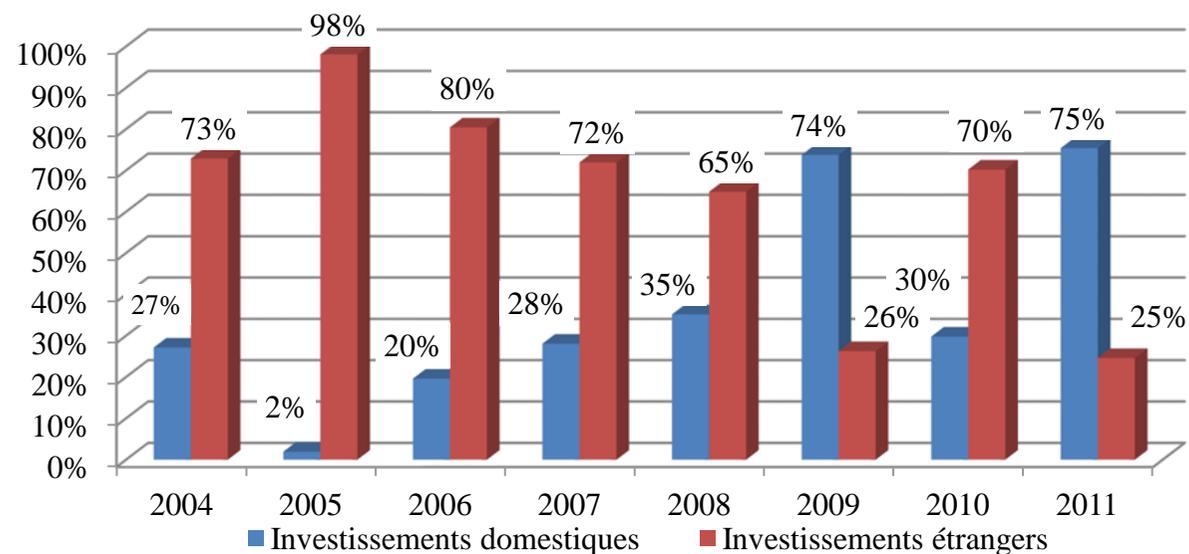
Source : Base de données Zephyr private equity du Bureau Van Dijk.

Tableau 32 : Structure des marchés de capital investissement, Chine

Répartition des investissements en valeur (millions de dollars USD)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Investissements domestiques	539	79	377	1 463	1 648	9 267	1 681	2 869
Investissements étrangers	1 447	4 012	1 547	3 750	3 038	3 299	3 963	936

Source : Base de données Zephyr private equity du Bureau van dijk.

Graphique 71 : Répartition des opérations de capital investissement en pourcentage, Chine



Source : Base de données Zephyr private equity du Bureau Van Dijk.

Les indices de distorsion et de volatilité de change sont obtenus à partir du taux de change réel d'équilibre estimé lors de la première étape. L'indice de distorsion est calculé à partir de l'écart entre le niveau du taux de change réel observé et le taux de change réel d'équilibre. Pour le calcul de l'indice de volatilité de change nous utilisons la méthodologie préconisée par Peree et Steinherr (1989) et Ben Abdallah, Drine et Meddeb (2001) qui permet d'obtenir un indice de volatilité de long terme plus intéressant que celui calculé à partir de l'écart-type du taux de change réel qui est un indicateur de court terme, il s'écrit :

$$v_t = \frac{\max X_{t-k}^t - \min X_{t-k}^t}{\min X_{t-k}^t} + \left[1 + \frac{|X_t - X^p|}{X^p} \right]^2 \quad (12)$$

Avec :

X^t : Le niveau du taux de change réel observé,

$\max X^t$ et $\min X^t$: respectivement les niveaux maximal et minimal du TCR sur un intervalle de temps de longueur k (k représente un trimestre).

X^p : le niveau d'équilibre du taux de change réel.

Section 3 : Test de racines unitaires et de cointégration

Les tests de racines unitaires, montrent que les flux entrants de capital investissement et que l'ensemble de ses déterminants potentiels sont non stationnaires, en niveau, et stationnaires en différence première (tableau 34 en annexe). Nous concluons donc que nos variables sont toutes intégrées d'ordre 1. Nous réalisons ensuite les tests de cointégration de Pedroni pour quatre modèles.

- Modèle 1 : $pe_t = f(ids_t, vol_t, da_t, cb_t, idh_t)$.
- Modèle 2 : $pe_t = f(ids_t, vol_t, cb_t, stpo_t)$.
- Modèle 3 : $pe_t = f(ids_t, vol_t, cb_t, ms_t)$.
- Modèle 4 : $pe_t = f(ids_t, vol_t, da_t, cb_t)$.

Les résultats des tests de Pedroni suggèrent qu'il existe une relation de cointégration entre nos variables (tableau 35 en annexe). L'estimation de la relation de long terme par la méthode DOLS nous permet, par conséquent, de tester l'impact du taux de change sur les flux entrants de capital investissement.

Section 4 : Résultats

Les coefficients obtenus lors de nos estimations sont du signe attendu (tableau 36 en annexe de ce chapitre). Nos résultats montrent que la sous-évaluation de la devise d'un pays favorise le montant des flux entrants de capital investissement. Nos données étant exprimées en logarithme, nos coefficients s'interprètent comme des élasticités. Un accroissement de la sous-évaluation de la devise entraîne une hausse de la valeur des flux entrants de 2,78 à 4,27 % en fonction des modèles. Le signe positif du coefficient associé à la volatilité de change met en évidence la substitution des exportations par les opérations de capital investissement. En ce qui concerne, les proxies du marché du capital investissement, nous notons que le coefficient associé au montant moyen des transactions (de 3,05 à 4,28 % en fonction des modèles) exerce un impact plus fort sur le niveau des flux entrants de capital investissement que celui de la taille du marché du capital investissement d'un pays exprimé en pourcentage de son PIB (0,01 %). Ce résultat peut s'expliquer par le comportement de followers adoptés par les fonds de capital investissement internationaux qui basent leurs décisions d'investissement sur un marché caractérisé par la présence d'asymétrie d'information donné à partir de signaux⁴² visibles, tel que le volume de transaction d'un marché qui constitue un indicateur de son attractivité et de signaux invisibles tel que la réputation des entreprises localisées dans un pays.

Nos résultats confirment également les conclusions de Black et Gilson (1997, 1999) montrant qu'un marché financier liquide constitue un facteur d'attractivité des flux de capital investissement, dans la mesure où l'introduction en bourse des sociétés est un des modes de sortie d'investissement privilégiés par les fonds du secteur. Ils mettent aussi en évidence l'effet de variables ayant un impact significatif sur les IDE sur les flux entrants de capital investissement. Il apparaît en effet que, des niveaux élevés de stabilité politique et de développement humain⁴³ constituent d'autres facteurs d'attractivité du capital investissement en réduisant l'incertitude institutionnelle d'un territoire et en favorisant l'acceptation sociale de cette activité.

⁴² Pour une synthèse des théories relatives aux signaux dans le cadre des marchés financiers voir Roger (1988).

⁴³ L'importance du coefficient associé à l'indice de développement humain est toutefois à relativiser compte tenu du caractère multidimensionnel de l'indicateur.

Section 5 : Tests de robustesse

Sous-section 1 : Test de robustesse de l'échantillon

Les États-Unis, contrairement aux autres pays de notre échantillon, sont caractérisés par un marché du capital investissement essentiel dominé structurellement par des investissements domestiques. Nous réalisons, par conséquent, en tant que test de robustesse, une nouvelle série d'estimation excluant les États-Unis de notre échantillon (tableau 37 en annexe de ce chapitre). Nous constatons que le coefficient associé à la distorsion de change est relativement identique au résultat précédent. Il est compris entre 2,78 et 4,27 % pour les estimations réalisées sur l'échantillon complet et se situe entre 2,87 et 4,13 % pour les estimations basées sur l'échantillon restreint (États-Unis exclus). De même le coefficient de la variable volatilité de change varie entre 0,63 et 0,94 % pour les modèles estimés à partir de l'échantillon complet et fluctue entre 0,51 et 0,91 % pour les modèles estimés sur l'échantillon restreint. Seul le coefficient associé à la variable proxy du montant moyen investi est plus important lorsque l'on estime nos modèles en excluant les États-Unis. Ce coefficient est compris entre 3,05 et 4,28 % pour les estimations sur échantillon complet et varie entre 4,78 et 10,12 % pour les modèles basés sur l'échantillon où les États-Unis ne sont inclus. Cette variation peut s'expliquer par la prédominance des investissements domestiques sur le marché américain du capital investissement. Les coefficients associés aux autres variables sont relativement stables quel que soit l'échantillon considéré.

Sous-section 2 : Test de robustesse temporelle

Puis, afin de tester la stabilité de notre modèle, nous confrontons les résultats de notre estimation sur notre échantillon complet à de nouvelles estimations menées sur des sous échantillons dans lesquels nous avons retiré des quadrimestres. Ainsi, trois échantillons sont considérés : 2004m01-2011m12⁴⁴, 2004m01-2011m08, 2004m01-2011m04. Les résultats de ce test de robustesse temporelle sont présentés dans le tableau 38 en annexe de ce chapitre. Dans l'ensemble, les coefficients associés à nos modèles sont relativement stables, l'influence des dernières observations sur les résultats de nos estimations est donc limitée et notre relation de cointégration est, par conséquent, robuste sur le plan temporel.

⁴⁴ Les dates sont exprimées en années et en mois. Par exemple, 2000m01, désigne le mois de janvier de l'année 2000.

Conclusion du chapitre 9

Dans ce chapitre, nous avons analysé à partir d'observations mensuelles sur la période 2004-2008, les déterminants des flux entrants de capital investissement réalisés dans cinq principaux marchés du secteur que sont les Etats-Unis, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne et la Chine. Nous avons, pour cela, utilisé le taux de change réel d'équilibre de ces cinq pays que nous avons estimé dans le huitième chapitre de cette thèse afin d'obtenir deux indicateurs que sont la distorsion et la volatilité de change. Le premier correspond au mésalignement des taux de change réel effectifs de ces pays par rapport à leur valeur d'équilibre. Il permet de déterminer les phases de sous-évaluations et de surévaluation des devises. Le second constitue une mesure de l'ampleur des variations de change et de ce fait permet une appréciation du risque de change. Nous avons ensuite estimé par la méthode *Dynamic Ordinary Least Square* (DOLS) la relation de cointégration qui lie les flux entrants de capital investissement à un ensemble de déterminants.

Nos résultats ont, en premier lieu, mis en évidence le fait que le développement des marchés financiers, la taille du marché du capital investissement et la stabilité politique constituent des déterminants des flux entrants de l'activité. Puis, nos estimations ont également montré que le coefficient associé à la volatilité de change était significatif et positif. Le signe de cette variable s'interprète de deux façons. Tout d'abord, il s'explique par les stratégies de couverture du risque de change mises en place par les fonds de capital investissement qui protègent ces dernières contre le risque de variation du taux de change qui est cependant grandement diminué sur l'horizon d'investissement à moyen terme des fonds. Par ailleurs, le signe s'interprète aussi comme un effet de substitution, par la perception d'une rente invisible, des exportations par les opérations de capital investissement réalisées par des entreprises étrangères dans les pays concernés. Enfin, nos résultats parviennent à une conclusion majeure en ce qui concerne l'impact du mésalignement de la devise d'un pays sur ses flux entrants de capital investissement. Ils montrent que la sous-évaluation de la devise d'un pays accroît son attractivité pour ses flux entrants de capital investissement tel que témoigne la croissance des investissements réalisés par des fonds étrangers aux États-Unis, Royaume-Uni, en France, en Allemagne et en Chine pendant la dernière décennie, lors des phases de sous-évaluation des devises de ces pays.

Annexe du chapitre 9

Annexe 1 du chapitre 9

Tableau 33 : Synthèse des études empiriques analysant le lien entre IDE et le taux de change

		Variabilité du taux de change		Effet de la volatilité du taux de change sur les IDE entrants
Auteurs	Pays	(Effet de la dépréciation de la monnaie du pays d'accueil sur le niveau des flux d'IDE entrants)	(Effet de l'appréciation de la monnaie du pays d'accueil sur le niveau des flux d'IDE entrants)	
De Angelo, Eunni, Fouto (2010)	Brésil	Impact négatif		
Kalotay et Sulstarova (2010)	Russie	Non significative		
Wei (2005)	Inde	Impact positif		
Xing et Wan (2006)	Chine	Impact positif		
Chen, Rau et Lin (2006)	Chine	Impact positif		Impact négatif
Yol et Teng (2009)	Malaisie	-Impact négatif (court terme)		
		-Impact positif (long Terme)		
Noor Zahirah, Yusoff et Munir (2009)	Malaisie			Impact négatif
Ancharaz (2003)	Maurice	Impact positif		
Rusike (2007)	Afrique du Sud		Impact négatif	

		Variabilité du taux de change		Effet de la volatilité du taux de change sur les IDE entrants
Auteurs	Pays	(Effet de la dépréciation de la monnaie du pays d'accueil sur le niveau des flux d'IDE entrants)	(Effet de l'appréciation de la monnaie du pays d'accueil sur le niveau des flux d'IDE entrants)	
Sinnathamby et Czernicka (2009)	Pologne	Non significative		
Udoh et Egwaikhide (2010)	Nigeria			Impact négatif
Udomkerdmongkol, Görg et Morrissey (2008)	USA	Impact positif		
Goldberg et Kolstad (1995)	USA	Impact positif		
Schmidt, et Broll (2008)	USA	Impact positif		
Bolling, Shane, et Roe (2007)	USA		Impact positif	
Alba, Park et Wang (2009)	USA	Impact positif		

		Variabilité du taux de change		Effet de la volatilité du taux de change sur les IDE entrants
Auteurs	Pays	(Effet de la dépréciation de la monnaie du pays d'accueil sur le niveau des flux d'IDE entrants)	(Effet de l'appréciation de la monnaie du pays d'accueil sur le niveau des flux d'IDE entrants)	
Barrell, Gottschalk, et Hall (2003)	Royaume-Uni			Impact négatif
Buch, Claudia et Jörn (2008)	Allemagne		Impact positif	
Kueh, Puah et Liew (2010)	Singapour	-Non significative (court terme) -Impact positif (long Terme)		
Pham et Nguyen (2010)	Vietnam	Impact positif		
Sinnathamby et Czernicka (2009)	Pologne	Non significative		
Udoh et Egwaikhide (2010)	Nigeria			Impact négatif
Udomkerdmongkol, Görg et Morrissey (2008)	USA	Impact positif		

		Variabilité du taux de change		Effet de la volatilité du taux de change sur les IDE entrants
Auteurs	Pays	(Effet de la dépréciation de la monnaie du pays d'accueil sur le niveau des flux d'IDE entrants)	(Effet de l'appréciation de la monnaie du pays d'accueil sur le niveau des flux d'IDE entrants)	
Goldberg et Kolstad (1995)	USA	Impact positif		
Schmidt et Broll (2008)	USA	Impact positif		
Bolling, Shane, et Roe (2007)	USA		Impact positif	
Alba, Park et Wang (2009)	USA	Impact positif		
Becker et Hall (2003)	Royaume-Uni			Impact négatif
Barrell, Gottschalk, et Hall (2003)	Royaume-Uni			Impact négatif
Buch, Claudia et Jörn (2008)	Allemagne		Impact positif	

		Variabilité du taux de change		Effet de la volatilité du taux de change sur les IDE entrants
Auteurs	Pays	(Effet de la dépréciation de la monnaie du pays d'accueil sur le niveau des flux d'IDE entrants)	(Effet de l'appréciation de la monnaie du pays d'accueil sur le niveau des flux d'IDE entrants)	
Blonigen (2005)	Etude Mondiale	Impact positif		
De Santis et Anderton (2003)	28 Pays de l'OCDE		Impact négatif	
Jeanneret (2005)	28 Pays de l'OCDE			Impact négatif
Jeanneret (2011)	28 Pays de l'OCDE			-Volatilité faible (Impact négatif) -Volatilité élevé (Impact positif)
Bhavan, Changsheng et Chunping (2011)	Asie du Sud	Impact positif		

		Variabilité du taux de change		Effet de la volatilité du taux de change sur les IDE entrants
Auteurs	Pays	(Effet de la dépréciation de la monnaie du pays d'accueil sur le niveau des flux d'IDE entrants)	(Effet de l'appréciation de la monnaie du pays d'accueil sur le niveau des flux d'IDE entrants)	
Kiyota et Urata (2002)	Japon USA	Impact positif		Impact négatif
Busse, Hefeker et Nelgen (2010)	Economies des pays développés et économies des pays en voie de développement	Impact positif (pays développés) Non significative (Pays en voie de développement)		
Giorgioni (2007)	États-Unis, Royaume -uni, France, Allemagne			Impact négatif au Royaume-Uni et en France mais pas aux États-Unis et en Allemagne
Chowdhury et Wheeler (2008)	Canada, Japon, Usa, Royaume-Uni			Impact positif
Ogunleye (2009)	Nigeria et Afrique du sud			Impact négatif

Annexe 2 du chapitre 9
Tableau 34 : Test de racines unitaires

Niveau						
Variables	Homogénéité de la racine unitaire		Hétérogénéité de la racine unitaire			
	Levin, Lin et Chu (2002)	Hadri	MW	CHOI	ADF	PP
Capital investissement	-1,32 (0,09)	3,52 (0,00)	9,91 (0,45)	-0,02 (0,51)	8,54 (0,58)	19,71 (0,03)
Marché financier	0,998 (0,84)	5,53 (0,00)	2,99 (0,99)	-1,75 (0,96)	3,23 (0,98)	3,46 (0,97)
Montant moyen investi	-1,418 (0,08)	9,46 (0,00)	9,49 (0,49)	-0,11 (0,55)	8,37 (0,59)	13,48 (0,20)
Taille du marché du capital investissement en % de PIB	-0,86 (0,20)	7,55 (0,00)	5,20 (0,88)	-1,07 (0,86)	7,58 (0,67)	12,55 (0,15)
Stabilité politique	0,028 (0,51)	6,43 (0,00)	5,19 (0,87)	-1,07 (0,85)	6,24 (0,80)	6,71 (0,75)
Indice de développement humain	-0,589 (0,29)	3,37 (0,00)	6,07 (0,81)	-0,88 (0,81)	5,42 (0,86)	1,63 (0,99)
Indice de distorsion de change	0,10 (0,54)	3,11 (0,00)	9,61 (0,48)	-0,09 (0,53)	12,83 (0,23)	12,54 (0,25)
Volatilité de change	0,14 (0,56)	4,03 (0,00)	13,65 (0,19)	0,82 (0,21)	13,86 (0,18)	13,56 (0,19)

En différence première							
Variables	Homogénéité de la racine unitaire		Hétérogénéité de la racine unitaire				Conclusion
	Levin, Lin et Chu (2002)	Hadri	MW	CHOI	ADF	PP	
Capital investissement	-20,91 (0,00)	0,32 (0,37)	46,05 (0,00)	8,06 (0,00)	144,98 (0,00)	92,10 (0,00)	1(1)
Marché financier	-19,04 (0,00)	0,99 (0,16)	46,05 (0,00)	8,06 (0,00)	178,14 (0,00)	180,38 (0,00)	1(1)
Montant moyen investi	-28,08 (0,00)	0,28 (0,38)	33,56 (0,00)	5,27 (0,00)	1038,6 (0,00)	1316,95 (0,00)	1(1)
Taille du marché du capital investissement en % de PIB	-24,16 (0,00)	-1,68 (0,95)	46,05 (0,00)	8,06 (0,00)	1092,88 (0,00)	1316,95 (0,00)	1(1)
Stabilité politique	-23,89 (0,00)	-0,49 (0,69)	42,16 (0,00)	16,19 (0,00)	206,85 (0,00)	259,35 (0,00)	1(1)
Indice de développement humain	-7,08 (0,00)	6,59 (0,00)	46,05 (0,00)	8,06 (0,00)	178,14 (0,00)	180,38 (0,00)	1(1)
Indice de distorsion de change	-18,80 (0,00)	-0,50 (0,69)	46,05 (0,00)	8,06 (0,00)	183,15 (0,00)	188,57 (0,00)	1(1)
Volatilité de change	-21,11 (0,00)	-0,10 (0,54)	31,40 (0,00)	4,78 (0,00)	207,33 (0,00)	206,47 (0,00)	1(1)

Lecture : Les variables sont toutes exprimées en logarithme, à l'exception de la taille du marché du capital investissement exprimé en % de PIB. Les P value entre parenthèses représentent les probabilités associées aux différentes statistiques des tests.

Annexe 3 du chapitre 9

Tableau 35 : Tests de cointégration

	Dimension within (intra)				Dimension Between (inter)		
	v test	rho test	non parametric test	Parametric test	rho test	non parametric test	parametric test
Modèle 1 : Distorsion de change, volatilité de change, montants moyens investis, développement du marché financier et développement humain	-0,20	-15,50***	-16,46***	-7,58***	-16,42***	-20,31***	-8,99***
Modèle 2 : Distorsion de change, volatilité de change, développement du marché financier	0,18	-15,92***	-17,13***	-7,71***	-16,69***	-21,88***	-9,06***
Modèle 3 : Distorsion de change, volatilité de change, taille du marché du capital investissement en % de PIB, développement du marché financier et stabilité politique	-0,38	-17,30***	-15,84***	-6,95***	-18,53***	-19,46***	-8,28***
Modèle 4 : Distorsion de change, volatilité de change, montants moyens investis et développement du marché financier	-0,86	-18,11***	-16,79***	-7,84***	-19,15***	-20,82**	-9,38***

*Lecture : * Rejet de l'hypothèse nulle d'absence de cointégration au seuil de 10 %, ** au seuil de 5 % et *** au seuil de 1 %.*

Annexe 4 du chapitre 9

Tableau 36 : Vecteurs de cointégration de la relation de long terme des flux entrants de capital investissement et de ses déterminants (échantillon complet)

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
Distorsion de change	3,51 (0,02)	2,78 (0,05)	3,18 (0,03)	4,27 (0,00)
Volatilité de change	0,63 (0,02)	0,94 (0,00)	0,92 (0,00)	0,63 (0,02)
Montants moyens investis	3,05 (0,03)			4,28 (0,00)
Taille du marché du capital investissement en %PIB			0,01 (0,00)	
Développement du marché financier	1,21 (0,00)	1,21 (0,00)	1,44, (0,00)	1,34 (0,00)
Développement humain	5,40 (0,00)			
Stabilité politique		0,86 (0,00)		
R2	0,27	0,24	0,23	0,22

Lecture : Les variables sont toutes exprimées en logarithme, à l'exception de la taille du marché du capital investissement exprimé en % de PIB. Les coefficients s'interprètent par conséquent comme des élasticités. Les P value entre parenthèses représentent les probabilités associées aux différentes statistiques des tests. Les P value entre parenthèses représentent les probabilités associées aux différentes statistiques des tests.

Annexe 5 du chapitre 9

Tableau 37 : Test de robustesse de l'échantillon (États-Unis exclu)

	Modèle 1	Modèle 3	Modèle 3	Modèle 4
Distorsion de change	3,39 (0,04)	3,46 (0,03)	2,87 (0,06)	4,13 (0,01)
Volatilité de change	0,51 (0,08)		0,91 (0,00)	
Montant moyen investis	4,78 (0,02)			10,12 (0,00)
Investissements domestiques en capital investissement en %PIB			0,01 (0,00)	
Développement du marché financier		2,01 (0,00)	1,35 (0,00)	0,97 (0,00)
R2	0,26	0,24	0,22	0,22

Lecture : Les variables sont toutes exprimés en logarithme, à l'exception de la taille du marché du capital investissement exprimé en % de PIB. Les coefficients s'interprètent par conséquent comme des élasticités. Les P value entre parenthèses représentent les probabilités associées aux différentes statistiques des tests. Les P value entre parenthèses représentent les probabilités associées aux différentes statistiques des tests.

Tableau 38 : Test de robustesse temporelle (Modèle 3)

	2011m12	2011m08	2011m04
Distorsion de change	4,27 (0,00)	3,84 (0,01)	3,51 (0,04)
Volatilité de change	0,63 (0,02)	0,60 (0,03)	0,60 (0,03)
Montant moyen investis	4,28 (0,00)	4,03 (0,01)	3,52 (0,02)
Développement du marché financier	1,34 (0,00)	1,33 (0,00)	1,42 (0,00)
R2	0,22	0,20	0,19

Lecture : Les variables sont toutes exprimées en logarithme, à l'exception de la taille du marché du capital investissement exprimé en % de PIB. Les coefficients s'interprètent par conséquent comme des élasticités. Les P value entre parenthèses représentent les probabilités associées aux différentes statistiques des tests. Les P value entre parenthèses représentent les probabilités associées aux différentes statistiques des tests.

Conclusion de la partie 4

Dans cette partie, nous avons étudié empiriquement les déterminants des opérations de capital investissement exprimés en valeur dans le but d'examiner la relation entre le taux de change réel d'un pays et ses flux entrants de capital investissement. Il s'agit à notre connaissance de la première étude empirique sur ce sujet. Ce type d'analyse est indispensable afin de mieux comprendre l'impact des variations de change sur l'évolution des flux de capital investissement d'un pays et d'appréhender cette variable en tant que facteur d'attractivité d'un territoire. Pour cela, notre approche a été structurée en deux étapes. En premier lieu, nous avons estimé les taux de change réel d'équilibre des devises des pays de notre échantillon afin d'obtenir deux indicateurs que sont la distorsion et la volatilité de change. En second lieu, nous avons analysé le lien entre les flux entrants de capital investissement et plusieurs facteurs dont les deux indices calculés dans la première étape.

Nos résultats ont tout d'abord confirmé, que la capitalisation boursière et la taille du marché du capital investissement constituent des fondamentaux économiques des flux entrants de capital investissement. Puis, notre étude a montré que la stabilité politique et le niveau de développement humain d'une nation qui sont tous les deux des déterminants des Investissement Direct à l'Étranger, étaient également des facteurs d'attractivité du capital investissement. Enfin, notre analyse a révélé que le taux de change d'un pays était un facteur d'attractivité de la localisation de ces opérations.

D'une part, nous avons montré que, contrairement aux principales études menées sur les IDE⁴⁵, le coefficient associé à la volatilité de change des flux entrants de capital investissement était positif. Le signe de ce coefficient met en évidence plusieurs aspects des opérations de capital investissement. Tout d'abord, il est représentatif des stratégies de couverture du risque de change mises en place par les fonds de capital investissement qui protègent ces dernières contre d'importantes fluctuations du taux de change sur le long terme.

⁴⁵ L'étude de Chowdhury et Wheeler (2008) menée sur les IDE réalisés au Canada, au Japon, aux États-Unis et au Royaume-Uni de 1972 à 2005 met également en évidence un coefficient associé à la volatilité de change positif.

Ensuite, il montre l'existence d'un effet de substitution des exportations par les opérations de capital investissement en provenance de pays étrangers où la réception de ces flux s'apparente, alors, à la perception d'une rente que le pays d'accueil perçoit comme s'il avait réalisé des exportations.

D'autre part, nos résultats parviennent à deux conclusions concernant l'impact de la distorsion de change sur les transactions de capital investissement. Tout d'abord, nous montrons que la sous-évaluation de la devise d'un pays accroît son attractivité pour ses flux entrants de capital investissement. Il apparaît, en effet, que les périodes de sous-évaluation respectives du dollar, du yuan et de la livre sterling lors de la dernière décennie ont favorisé l'attractivité des États-Unis, de la Chine et du Royaume-Uni pour les flux entrants de capital investissement.

Par ailleurs, notre étude confirme également l'existence de disparité au sein de la zone euro mis en évidence par Jeong, Mazier et Saadaoui (2010). Nous montrons qu'il existe des divergences entre la France et l'Allemagne tant au niveau de leur taux de change réel effectif qu'au niveau de leur mésalignement respectif. Nos résultats indiquent que le taux de change réel effectif à l'incertain de l'Allemagne a été supérieur à celui de la France sur l'ensemble de la période allant de 2000 à 2011. En d'autres termes, cela signifie qu'une unité de devise étrangère a permis d'obtenir plus d'euro en Allemagne qu'en France lorsque que le niveau des prix nationaux était pris en considérations. Cet écart de compétitivité-prix entre les deux pays explique, en partie, la plus grande attractivité de l'Allemagne, par rapport à la France, pour les opérations de capital investissement.

Conclusion générale

« The intuitive mind is a sacred gift and the rational mind is a faithful servant. We have created a society that honors the servant and has forgotten the gift. We will not solve the problems of the world from the same level of thinking we were at when we created them.

More than anything else, this new century demands new thinking: We must change our materially based analyses of the world around us to include broader, more multidimensional perspectives. » (Einstein cité par Markley, 2012).

L'objet de cette thèse était d'analyser la pertinence du modèle de financement du capital investissement. L'importance des opérations de ce secteur dans l'économie mondiale et la crise économique qui a débuté en 2008 ont conduit à une vague de remise en question du modèle de financement proposé par cette activité. Notre travail de recherche qui examine cette thématique constitue un apport à la littérature économique à plusieurs niveaux. Notre première partie se situe, tout d'abord, dans le prolongement des analyses qui portent sur les fondements du capital investissement en examinant les spécificités et les facteurs d'émergence et de développement de ce secteur. Les trois études multidimensionnelles que nous avons réalisées dans la deuxième partie s'inscrivent dans la littérature qui analyse les effets du capital investissement sur l'économie alors que celles de la troisième partie contribuent à la compréhension de la responsabilité du secteur dans la crise économique initiée en 2008 et des impacts directs et indirects des réformes réglementaires, adoptées suite cette crise, sur le capital investissement. Enfin l'étude de la quatrième partie examine, pour la première fois de façon empirique dans la littérature économique, la relation entre le taux de change d'un pays et les flux entrants de capital investissement.

Ces contributions apportent des résultats qui sont destinés à être examinés, remis en question, complétés et approfondis dans de nouvelles études afin de continuer à enrichir une recherche économique, en perpétuelle évolution. Dans la suite de cette conclusion générale nous allons, tout d'abord synthétiser les apports de chacun des chapitres de cette thèse. Puis, nous exposerons les implications, en termes de politique économique, de ces résultats et enfin, nous examinerons les extensions possibles de nos travaux que nous souhaitons développer dans de nouvelles recherches.

Contributions

Dans la première partie de cette thèse nous analysons les fondements de notre objet d'étude qu'est le capital investissement en examinant sa structure organisationnelle et ses déterminants. Nous étudions les étapes de l'expansion du capital investissement au niveau géographique ainsi que les phases de croissance du secteur qui ont conduit à sa segmentation aujourd'hui organisée en fonction du cycle de vie de l'entreprise. Cette partie met en évidence le caractère cyclique et la capacité d'adaptation du capital investissement.

Le chapitre 1 examine les différentes phases d'évolution du capital investissement, nous en distinguons trois. La première a eu lieu, aux États-Unis, pendant la décennie soixante-dix. Elle a été marquée par une forte croissance des opérations de capital risque dans les secteurs de l'informatique et l'électronique. La deuxième phase d'évolution de l'activité s'est déroulée pendant les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Durant cette période, le capital investissement a connu deux mutations majeures. D'une part, les opérations de « *non venture private equity* » que sont, le capital développement, le capital transmission/LBO et le capital retournement se sont développées en tant que segment différencié du capital risque, d'autre part, les flux de capital investissement ont connu une croissance importante en Europe. Enfin, la troisième période d'évolution du capital investissement, pendant la décennie deux mille, a été celle de son expansion en Asie, en Amérique du Sud et en Afrique du Nord. Le poids de ces transactions dans l'économie mondiale contemporaine renforce l'intérêt de l'analyse de la pertinence du modèle de financement du capital investissement et de ses enjeux.

Le chapitre 2 étudie les déterminants du capital investissement. Nous montrons que l'émergence et le développement de cette activité sont le fruit d'un ensemble de facteurs multidimensionnels d'ordre culturel, législatif et économique. L'essor du capital investissement provient alors de l'alchimie du visible et de l'invisible, de la synergie des savoir-faire et être, des ressources matérielles et financières, de l'interdépendance et de la complémentarité des acteurs du capital investissement qui constituent la clé de voûte du modèle de financement du métier. C'est pourquoi le modèle américain du capital risque est celui qui est le plus aboutit dans cette quête de symbiose des compétences. Son efficacité provient d'une culture de risque placé au centre d'un triangle relationnel où entreprises, investisseurs et acteurs du milieu académique, se concertent, s'échangent leurs idées afin de matérialiser leurs meilleurs projets innovants.

Ce qui explique la force de l'un explique également le retrait des autres. En Europe, seul le Royaume-Uni a su mettre en place une structure similaire en raison de son affiliation à une culture du risque typiquement anglophone. Dans les autres pays européens, les efforts manquent souvent de coordination et les liens entre ces acteurs restent encore peu prononcés ou ponctuels. D'autres pays, au contraire, à l'instar de la Chine et de l'Inde tentent de reproduire le modèle américain en renforçant la performance de leurs marchés financiers et leur croissance économique par leur volonté de faire partie, dans les prochaines années, des meilleurs pôles de recherche internationaux. Cet ancrage mondial du capital investissement à l'heure d'aujourd'hui pousse à s'interroger sur les effets de ce secteur sur une économie. Les analyses menées dans la troisième partie examinent cette problématique.

Dans la troisième partie de cette thèse, nous étudions les enjeux de l'intégration du capital investissement à travers trois axes de réflexion que sont l'étude de la compétitivité des sociétés soutenues par ce secteur, de celle de l'évolution des effectifs de ces entreprises ainsi que celle des risques internes du capital investissement et du risque que cette activité peut représenter pour la sphère réelle. Cette partie est principalement consacrée aux opérations de LBO qui sont au centre des remises en question du modèle de financement du capital investissement. Cette focalisation des critiques du capital investissement sur ce segment s'explique par le fait que les trois arguments majeurs à l'encontre du capital investissement qui affirment que ce secteur serait à l'origine d'une baisse des frais d'investissement et d'une suppression de postes des entreprises et qu'elles pourraient être vecteur de risque systémique, concernent davantage des sociétés qui se situent à la phase de maturité de leur cycle de vie que celles qui se situent aux stades de création, de croissance et de déclin.

Le chapitre 3 analyse l'incidence du capital investissement sur la performance des entreprises. Nous montrons que le capital risque stimule la production d'innovations de rupture telles que les nanotechnologies et les biotechnologies et que ces innovations proposent des applications qui stimulent plusieurs secteurs d'activités connexes tels que l'agriculture, l'automobile et la médecine. Nous confrontons les arguments des théories du niveau d'efficience qui soutiennent que les structures financière et managériale du capital investissement permettent l'optimisation de la gestion des ressources des sociétés à ceux des théories du poids de la dette qui affirment que les entreprises sous LBO ont tendance à diminuer leurs frais d'investissement.

Nous mettons en évidence à travers cette analyse, que, d'une part, la mise en place de clauses contractuelles dans le cadre du capital investissement réduit les conflits d'intérêts relatifs aux flux de trésorerie entre actionnaires et dirigeants d'entreprises et, d'autre part, que le capital investissement permet, par l'alignement des schémas cognitifs des cadres des sociétés et de ceux des gérants de fonds, une amélioration qualitative du management des entreprises qui se concrétise par un accroissement de leur efficacité opérationnelle et de leur rentabilité qui se maintient sur le long terme, après que les fonds de capital investissement soient sortis de l'actionnariat de ces entreprises. Toutefois, l'origine de ce gain de compétitivité des sociétés qui ont recours au capital investissement est au cœur d'une polémique sur l'impact des opérations de ce secteur sur l'emploi.

Cette controverse est analysée dans le chapitre 4 qui porte sur l'impact du capital investissement sur l'emploi. Elle se concentre essentiellement sur les opérations de LBO compte tenu du fait que le capital retournement permet par la relance d'une entreprise en phase de déclin de maintenir des emplois susceptibles d'être supprimés et que les études portant sur le capital risque et le capital développement montrent que ces deux segments sont à l'origine de la création de nouveaux emplois. Nous apportons dans ce chapitre, tout d'abord une nuance sur les effets du capital risque sur le marché du travail à travers une réflexion théorique qui met en évidence deux effets de ce segment sur l'emploi. Nous plaçons l'étude de l'impact du capital risque sur l'emploi, sous l'angle du progrès technique en rappelant que si les innovations financées par ce secteur sont à l'origine de nouveaux produits et services générateurs de nouveaux emplois, qu'elles sont également indirectement la cause de suppression d'emplois liés aux processus d'élaboration, de fabrication et de distributions des produits rendus obsolètes par ces mêmes innovations.

L'absence d'analyse sur cet impact négatif du capital risque sur l'emploi provient de la difficulté à mesurer la portée de ce que nous pourrions désigner comme des « dommages collatéraux » des innovations soutenues par le capital risque. Une alternative pourrait être l'utilisation de la méthode *Data Envelopment Analysis* (DEA), notamment, utilisée pour mesurer l'interrelation entre croissance économique, pollution environnementale et consommation d'énergie (Bampatsou et Hadjiconstantinou, 2009).

Puis, nous montrons, pour l'ensemble du capital investissement, que les théories de transferts de richesse expliquent l'accroissement de la compétitivité des sociétés sous capital investissement par une baisse de leurs charges de personnel qui résulterait du non-respect de contrats implicites ou de la suppression de postes alors que celles de la création de valeur expliquent cette performance par une optimisation des quatre piliers de la croissance interne de ces entreprises que sont la gestion de la technologie, le développement de compétences clés, le rythme de l'innovation et la communication stratégique. Nous adoptons une approche différente de celle des autres études portant sur ce sujet en montrant que la mise en complémentarité de ces deux théories permet de mieux comprendre la chronologie des effets du capital investissement sur l'emploi que leur mise en opposition. En effet, il apparaît que la mise en place d'une nouvelle orientation stratégique de l'entreprise, se traduit en moyenne deux ans après un LBO par, un accroissement de la rentabilité de la société qui provient d'une suppression de ses emplois non-productifs. Cependant, cet effet s'inverse généralement à partir de la fin de la deuxième année suivant le rachat. À ce moment, les bénéfices de la croissance interne issus de la nouvelle stratégie de l'entreprise se traduisent par une meilleure gestion de ses ressources qui permet le recrutement de nouveaux employés et à partir de la troisième année, l'entreprise devient créatrice nette d'emploi.

Le chapitre 5 analyse, d'une part, les risques intrinsèques du capital investissement et, d'autre part, le risque que cette activité peut représenter pour le système économique. Nous examinons les quatre risques internes du capital investissement que sont le risque de placement, le risque de liquidité, le risque d'investissement et le risque de marché. Nous montrons que l'exposition des investisseurs aux trois premiers risques peut être limitée par des mesures contractuelles contrairement au risque de marché qui est difficilement prévisible compte tenu de son caractère conjoncturel. Puis, nous étudions dans quelle mesure le capital investissement peut être porteur de risque systémique. Il apparaît que le secteur bancaire constitue le principal canal de propagation d'un choc qui affecterait initialement le capital investissement à l'ensemble de l'économie réelle. Les banques interviennent à deux niveaux dans cette activité, en tant qu'investisseurs et en tant que créanciers. Leur implication comme investisseurs est limitée par le ratio de solvabilité de Bâle II, actuellement à 8 % des fonds propres et qui devrait passer à 10,5 % avec Bâle III.

Le risque se situe davantage au niveau de la fonction de créanciers des établissements bancaires et plus particulièrement pour les opérations de LBO. Nous montrons qu'une défaillance de plusieurs sociétés sous LBO peut entraîner un affaiblissement de la qualité du portefeuille de dettes des banques qui pourrait être susceptible de créer une crise de confiance sur les marchés monétaires. Il en résulterait une baisse des opérations interbancaires qui serait suivie d'une contraction du crédit bancaire qui provoquerait une baisse simultanée de la production des entreprises et de la consommation des ménages. Ce scénario s'appuie sur le postulat selon lequel les entreprises sous LBO seraient plus sensibles au risque de faillite et de détresse financière que les autres sociétés de leur secteur. La crise économique initiée en 2008 offre un cadre d'analyse approprié afin de tester cette hypothèse.

Nous apportons des réponses à ce sujet dans la troisième partie de ce travail de recherche doctoral en examinant les causes et les conséquences de la crise sur le capital investissement. Cette étude présente deux intérêts majeurs. D'une part, elle permet d'évaluer la responsabilité du capital investissement dans cet événement, d'autre part, elle détermine les perspectives d'avenir du secteur suite à cette crise.

Dans le chapitre 6, nous revenons sur les différentes étapes de la crise économique consécutive à celle des *subprimes*. Il existe deux approches qui expliquent la survenance de cette crise. La première se limite à l'analyse d'une suite d'événements survenus à partir de 2007, alors que la seconde décrit la crise comme un concours de facteurs conjoncturels et structurels, nous retenons cette approche. La crise y est décrite comme le corollaire d'une situation macroéconomique instable, issue de la mondialisation et des innovations financières, qui a été caractérisée par une liquidité abondante et un relâchement des conditions d'octroi du crédit bancaire qui ont servi de socle bancal à un édifice ambitieux qui s'est finalement effondré en raison de la fragilité de sa base. Le passage du modèle « *originate to hold* » à celui du « *originate to distribute* » a été le symbole d'une déresponsabilisation des banques qui a été le détonateur de la crise. Il a permis par la titrisation, parfois plusieurs fois répétée des crédits *subprimes*, d'accroître considérablement l'opacité des titres adossés à ces créances. Dans ce contexte d'asymétrie d'informations renforcées par la défaillance des agences de notations dans l'évaluation du risque de ces titres, la banque émettrice du crédit *subprimes* a été la mieux informée sur le risque de contrepartie de ces prêts, contrairement aux acheteurs de ces actifs, dont certains fonds de capital investissement. La responsabilité du secteur dans la crise est, de ce fait, limitée. Il ressort, en fait, que la titrisation et le faible niveau des taux

d'intérêt qui ont été deux facteurs majeurs de la crise, ont également permis l'essor des méga Buy-Out titrisés entre 2004 et 2007, qui sont des LBO de plus d'un milliard de dollars USD. Ces opérations avaient d'ailleurs suscité dès 2008, l'appréhension d'une vague de défaut massif de sociétés sous ces LBO. Cinq ans plus tard, ces prédictions ne se sont pas réalisées, pour deux principales raisons. La première est que la titrisation des LBO se différencie de celle des *subprimes* sur deux points qui sont le caractère partiel de cette titrisation, une partie non-titrisée du prêt en moyenne de 27 % a été conservée par la banque originatrice du prêt pendant la période 1994-2005, et la présence d'un *pool* bancaire en amont de ce procédé limite le risque de sélection adverse de l'emprunteur.

La seconde raison de la résilience de ces LBO vient de la réactivité des investisseurs, des fonds de LBO et banques qui ont mis en place des plans de refinancement afin de préserver la rentabilité des entreprises cibles et de leur permettre d'honorer le remboursement de leurs emprunts. Elle vient enfin de trois particularités des LBO des dix dernières années par rapport à ceux des années quatre-vingt. Il s'agit de flux de trésorerie plus élevés, d'un endettement plus faible et d'un ratio de couverture d'intérêts plus important. Malgré, ces facteurs de résilience que nous avons identifiés, nous considérons qu'il est encore trop tôt actuellement pour pouvoir écarter avec certitude le risque de défaut des sociétés dont les LBO ont été réalisés pendant la période de surchauffe du marché entre 2004-2007. La période 2014-2016 qui correspond au refinancement prévu de ces sociétés sera à la fois décisive pour ces entreprises mais également pour l'ensemble du segment des LBO.

Le chapitre 7 étudie ensuite les perspectives d'évolutions du capital investissement suite à la crise. Nous prenons comme base de notre analyse, la théorie de Lerner (2011) qui propose quatre scénarios d'évolutions potentielles de l'activité en fonction des niveaux d'engagements et de performance du capital investissement. Puis, nous enrichissons cette approche par l'analyse de la nature et des effets des réformes réglementaires adoptées suite à la crise. Ces nouvelles lois sont le *Dodd-Franck Act*, la directive AIFM et les règles prudentielles de Bâle III et de *Solvency II*. Nous montrons que cette évolution réglementaire exerce deux incidences majeures sur le capital investissement. En premier lieu, elle accroît les coûts d'exploitation des fonds en augmentant les niveaux de contrôle et de transparence de ce secteur. En second lieu, elle entraîne une baisse des levées de fonds réalisées auprès des banques et des assurances. Il en résulte un renforcement de l'hétérogénéité du cadre réglementaire des principaux marchés mondiaux du capital investissement marquée par une plus grande rigidité

de l'environnement législatif américain et surtout européen par rapport à celui des pays émergents dont l'attractivité se trouve renforcée par ce nouveau contexte. En tête de ces pays, la Chine et l'Inde se taillent la part du lion sous l'effet conjugué de leur forte croissance économique et de leurs marchés financiers liquides et développés. Ces deux pays sont suivis par d'autres membres du BRICS que sont le Brésil et l'Afrique du Sud et d'autres pays tels que le Maroc et la Tunisie qui présentent également des opportunités d'investissements attractifs. Ces pays émergents ne sont cependant qu'à moitié le nouvel El Dorado du capital investissement puisque ces derniers restent encore pénalisés par des contraintes en dépit de leurs atouts. Ces barrières à la croissance du capital investissement dans ces pays sont, notamment, des valorisations d'entrées sur les marchés élevés pour la Chine, l'Inde, et le Brésil, un nombre insuffisant de gérants de fonds expérimentés pour les pays d'Afrique du Nord ou encore politique fort en Russie.

La quatrième et dernière partie de cette thèse, s'inscrit dans l'analyse de ce marché du capital investissement mondialisé qui s'affranchit un peu plus au fil des années des frontières géographiques en étudiant l'impact des variations de changes de cinq principaux territoires d'accueil des flux de capital investissement que sont les États-Unis, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne et la Chine sur les flux entrants de ce pays. Le chapitre 8 constitue la première étape de notre étude empirique. Nous y estimons le taux de change réel d'équilibre des cinq devises de notre échantillon par le modèle du *Behavioral Equilibrium Exchange Rate* (BEER) proposé par Clark et MacDonald (1998) et adapté aux données de panel par Bénassy-Quéré, Béreau et Mignon (2008). Ce modèle estime le taux de change réel d'équilibre d'une devise à partir d'un vecteur de fondamentaux économiques que sont le stock des avoirs étrangers nets, un différentiel de productivité mesurant l'effet Balassa-Samuelson, les termes de l'échange et un différentiel de taux d'intérêt. Nous retenons après les tests de racines unitaires et ceux de cointégration, le modèle restreint Alberola et al. (1999, 2002) et Alberola (2003) dans lequel seul le stock des avoirs étrangers nets et le différentiel de productivité sont inclus dans la mesure où l'effet des deux autres variables est moins déterminant dans la détermination du taux d'équilibre de long terme.

Nos résultats nuancent et complètent ceux de Cardon (2012), qui montrait une sous-évaluation du dollar USD et de la livre sterling par rapport à l'euro sur la période 2005-2007. Ils montrent, notamment, que le dollars USD a été sous-évalué entre 2007 et 2009 puis surévalué entre 2009 et 2010 et de nouveau sous-évalué en 2011, que la livre sterling a été

surévaluée entre 2004 et 2008 puis sous-évalué entre 2008 et 2011. Ils montrent également que le yuan a été surévalué entre 2000 et 2003 puis sous-évalué entre 2004 et 2008. Enfin, nous mettons en évidence l'existence de disparité entre la France et l'Allemagne au sein de la zone euro, tant au niveau de leur taux de change réel effectif que de leur mésalignement. Nos résultats montrent aussi que l'euro a été sous-évalué de 2000 à 2002 pour ces deux nations puis surévalué entre 2008 et 2011 pour la France alors qu'il a été sous-évalué pour l'Allemagne entre 2009 et 2011.

Le chapitre 9 estime la relation entre le taux de change et les flux entrants de capital investissement. Nous calculons, tout d'abord, à partir du taux de change réel d'équilibre estimé dans le chapitre 8 des indicateurs de distorsion et de volatilité de change. Puis, nous estimons la relation de coïntégration de long terme qui lie les flux entrants de capital investissement à ses déterminants. Nos résultats confirment l'importance d'un marché financier développé pour les opérations de capital investissement. Il apparaît également que le montant moyen investi dans un pays est une donnée qui influence la localisation des transactions de capital investissement en renseignant les investisseurs sur les opportunités d'investissement offertes par un territoire. Nous mettons également en évidence l'impact de deux variables jusque-là non testés en tant que déterminants de cette activité. Il s'agit des niveaux de stabilité politique et de développement humain.

Il ressort que des niveaux élevés de ces deux variables attirent les flux entrants de capital investissement en étant garants d'une stabilité institutionnelle et en favorisant l'acceptation sociale de ces investissements. Enfin, nos résultats parviennent à deux conclusions concernant l'incidence du taux de change sur le capital investissement. D'une part, ils montrent que les taux de change réel effectifs constituent des indicateurs de décision pour les investisseurs en les informant sur les divergences, en termes de coûts, qui existent au sein d'une même union monétaire et que la sous-évaluation d'une devise accroît l'attractivité d'un pays pour les transactions de capital investissement. D'autre part, le signe positif de la volatilité de long terme met en évidence le phénomène de substitutions des flux entrants de capital investissement aux exportations d'un pays, sous la forme de la perception d'une rente invisible.

Enseignements de politique économique

Notre travail de recherche conclut à trois principaux enseignements de politique économique. Le premier, porte sur l'hétérogénéité de la zone monétaire européenne. L'estimation du taux de change réel d'équilibre de l'euro que nous avons réalisé pour la France et l'Allemagne a mis en évidence la présence de disparité entre ces deux pays de l'Union Européenne, tant au niveau de leur taux de change réel effectif que de leur mésalignement. Il apparaît que le taux de change réel effectif à l'incertain de l'Allemagne a été supérieur à celui de la France sur l'ensemble de la période allant de 2000 à 2011. En d'autres termes, cela signifie qu'une unité de devise étrangère a permis d'obtenir plus d'euro en Allemagne qu'en France lorsque le niveau des prix nationaux est pris en considération.

Cet écart de compétitivité-prix entre les deux pays explique, en partie, la plus grande attractivité de l'Allemagne pour les flux entrants de capital investissement. L'existence potentielle d'une stratégie de « nouvelle désinflation compétitive européenne » menée par l'Allemagne avait d'ailleurs fait l'objet d'une réflexion à ce sujet, il y a quelques années (Creel et Le Cacheux, 2006). Bien entendu, la compétitivité de l'Allemagne ne se résume pas uniquement à un taux de change réel effectif plus favorable que celui de la France. Elle provient, en dépit de sa structure industrielle, de choix sociaux portant sur une flexibilité des salaires, d'une fiscalité des entreprises moins lourde que celle appliquée en France mais aussi d'une stratégie d'innovation « en montée de gamme » (Artus, 2013). Ces disparités rappellent la nécessité de prise en considération de l'hétérogénéité des pays de la zone euro dans l'élaboration de la politique monétaire européenne. La convergence des systèmes bancaires et financiers européens constitue une possibilité qui peut être envisagée par le biais d'un projet d'union bancaire (Blot et Labondance, 2013) et également par une harmonisation des secteurs bancaires, financiers et du capital investissement européen.

Le second enseignement porte sur bases de l'environnement propice à l'émergence et au développement du capital investissement. L'expansion géographique et l'évolution de ce secteur depuis son apparition à la fin de la Seconde Guerre mondiale montrent que la croissance de celui-ci dépend d'un ensemble de déterminants macroéconomiques dont les plus importants sont une croissance économique dynamique, un marché du travail souple, la présence d'incitations fiscales et d'un marché financier liquide. Cependant la seule réunion de ces facteurs ne suffit pas pour assurer la réalisation et surtout garantir l'efficacité des

opérations de capital investissement. Afin de permettre l'essor de cette activité, la présence d'un liant est indispensable pour agglomérer cet ensemble de fondamentaux économiques. Ce liant c'est une « culture entrepreneuriale » définie au sens d'Audretsch et Keilbach (2004) comme la combinaison d'une dynamique des entrepreneurs et d'une acceptation des acteurs qui interviennent dans le financement externe des projets d'entreprises et plus particulièrement du capital investissement.

Or, l'acceptation sociale du capital investissement est étroitement liée à celle de la culture du risque et c'est ce point qui fait encore défaut au développement du capital investissement et plus précisément du capital risque et du capital développement dans la zone euro dont le modèle de capital investissement s'est construit principalement autour d'une logique financière, contrairement au modèle américain qui repose sur des bases entrepreneuriales (Gauguier et Lorenzi, 2005). Il y a par ailleurs, une appréhension du capital investissement par certaines sociétés en Europe qui s'explique, notamment, par une méconnaissance par de ces entreprises qui bien souvent ignorent l'existence de ce métier ou tout simplement se méprennent sur sa démarche et sa finalité. Cet enseignement nous semble important pour l'Europe mais également pour les pays émergents tels que la Chine, l'Inde, le Brésil et les pays du MENA qui sont conscients de l'opportunité que représentent les opérations de capital investissement pour leur développement et pour leur transition vers une économie d'innovations (Boillot et Dembinski, 2013).

Le troisième enseignement à trait à la réglementation du capital investissement. Certaines études se focalisent sur l'impact de court terme des opérations de Leveraged Buy-Out (LBO) qui se traduit par la suppression d'emplois non productifs et affirment que ces opérations augmentent les risques de faillite et de détresse financière des entreprises. Tout d'abord, nous montrons que les vagues défauts massifs des entreprises sous LBO annoncées à partir de 2008 ne se sont pas produits. Si nous ne disposons pas actuellement du recul suffisant afin d'exclure avec certitude que ces défauts ne se produiront pas pour les entreprises dont les méga Buy-Out ont été réalisés pendant la période 2004 -2007, nous avons montré que le maintien d'une partie non titrisée du LBO, de l'ordre de 27 %, par la banque originatrice du prêt a permis, contrairement à la titrisation des crédits *subprimes*, de limiter le risque de sélection adverse des emprunteurs. Nous considérons, de ce fait, qu'il serait dans l'intérêt de la stabilité des marchés financiers de fixer la partie d'un prêt LBO non-titrisé et détenu par une « *lead bank* » à près d'un tiers. Nous avons également mis en évidence l'existence de

différences structurelles entre les LBO de la dernière décennie et ceux des années quatre-vingt à trois niveaux que sont l'existence de flux de trésorerie plus importants, d'un niveau d'endettement plus faible et d'un ratio de couverture des intérêts plus élevé.

Ensuite, cette thèse apporte une nuance sur les effets des LBO tant sur la compétitivité que sur l'effectif des entreprises. Les analyses empiriques montrent, d'un point de vue macroéconomique, que ces transactions, permettent un accroissement de la compétitivité des entreprises et qu'il est vecteur de création nette d'emploi sur le long terme. Le rôle économique de ces opérations est décisif puisqu'il permet une transmission des entreprises dans un contexte où les dirigeants d'entreprises issus de la génération du baby-boom seront amenés à prendre leurs retraites dans la prochaine décennie (Munnell et Wu, 2012). Enfin, il ressort que les ratios de fonds propres prudentiels des règles de Bâle III et de celles de *Solvency II*, qui limitent respectivement l'implication des banques des pays du G20 et celle des assurances en Europe dans les opérations de capital investissement représentent, dans leurs formes actuelles, un frein à la création et au développement des entreprises tels qu'ils sont réalisés par le capital risque et le capital développement.

Extensions

La relative jeunesse du capital investissement, son expansion géographique continue et sa capacité d'évolution font de cette activité un objet d'étude particulièrement fascinant qui propose, à ce jour, de vastes champs d'investigations inexplorées. L'analyse de trois nouveaux axes de recherche nous semble intéressante à approfondir dans de nouveaux travaux de recherche.

La première extension que nous proposons s'inscrit dans le prolongement de notre étude sur la relation entre le capital investissement et le taux de change d'un pays. L'élargissement continu de la zone euro, qui comporte à présent vingt-huit pays avec l'intégration de la Croatie depuis le premier juillet 2013, et qui est amené à se poursuivre dans les années à venir va probablement accentuer les disparités internes, en termes de taux de change réel effectif, de l'union monétaire européenne. De plus l'évolution récente des régimes de change intermédiaires des pays d'Afrique du Nord et principalement du Maroc (Bouoiyour et Rey, 2005) et de la Tunisie (Daly, 2007) dont l'attractivité pour les flux entrants de capital investissement est grandissante constitue de nouveaux axes de recherche à approfondir.

La deuxième extension porte sur l'identité des fonds de capital investissement. Les années qui ont précédé la crise ont marqué le début d'une nouvelle ère du capital investissement caractérisée par une présence grandissante des acteurs locaux des pays émergents sur leurs territoires mais également en tant qu'investisseurs, de plus en plus actifs, dans les pays développés. Ce phénomène qui s'est amorcé depuis quelques années est particulièrement visible dans les prises de participations minoritaires réalisées par les fonds chinois et indiens dans des sociétés américaines et européennes. Il offre la possibilité d'étudier les ressemblances et les divergences entre les flux domestiques et étrangers de capital investissement tant dans leurs déterminants que dans leur impact économique sur les entreprises des pays développés, des pays émergents et des pays en développement. Il s'agit de prolonger par exemple l'étude de Aldatmaz (2013) qui met en évidence l'existence, dans les pays dotés d'une capacité d'innovation modérée, d'un phénomène d'absorption d'externalités positives créé par les sociétés financées par le capital investissement par des entreprises de leur secteur. Cet axe de recherche est d'autant plus intéressant compte tenu du fait qu'il semble que la prochaine étape de l'expansion géographique du capital investissement dans les années à venir se fera sur le continent africain. Cette tendance est d'ailleurs déjà amorcée dans les pays d'Afrique du Nord mais également en Afrique Centrale où les Investissements Directs à l'Étranger (IDE) chinois et indiens concurrencent ceux des Américains et des Européens (Boillot et Dembinski, 2013).

La troisième extension que nous proposons renvoie au concept de séparation de la banque et du commerce. L'évolution de la réglementation bancaire et financière mondiale a été marquée par des phases d'éloignement et de rapprochement autour de ce principe mis en place aux États-Unis par le *Glass Steagall Act* de 1933. L'adoption de la loi Dodd Franck en 2010 et de celle de Bâle prévue pour 2014 va de nouveau dans le sens de cette séparation en limitant la détention des actions d'entreprises par les banques. Les modèles de banque-industrie en Allemagne, au Japon et en Espagne présentent des situations où les banques sont à la fois créancières et actionnaires responsables des entreprises (Gonzalez, 2001). Ce mode de financement constitue une forme de capital investissement dont l'émergence a résulté pour l'Allemagne et le Japon, en grande partie, de la nécessité d'une reconstruction rapide de leur économie auxquels ont dû faire face ces deux pays grandement dévastés après la Seconde Guerre mondiale (Lewis, 1992).

Le modèle allemand, désigné sous le terme d' « Hausbank » signifiant « banque-maison » et celui du Japon privilégient avant tout l'intérêt de la nation alors que le modèle espagnol repose davantage sur une considération qui se limite à l'intérêt des banques. Une analyse comparative de la compétitivité et de l'emploi des sociétés détenues par les banques, de celles possédées par des fonds de capital investissement et des sociétés sous une autre d'actionnariat dans ces pays s'avère, en ce sens, tout à fait intéressante.

En conclusion, il apparaît que l'étude du modèle de financement du capital investissement nécessite une approche multidimensionnelle comme le suggère la citation d'Einstein cité par Markley, (2012) en épigramme de cette conclusion générale. La complexité de son étude réside dans le fait qu'il existe, autour d'un noyau qui constitue une structure commune à toutes les opérations de cette activité, des enveloppes de compositions différentes, qui correspondent aux formes variées que peuvent prendre ces opérations en fonction du cycle de vie des entreprises et des territoires sur lesquels ces transactions sont réalisées. Cette capacité d'adaptation et d'évolution font du capital investissement un acteur de premier plan dans le financement externe des entreprises. La compréhension des enjeux de l'intégration économique capital investissement, à la lumière de nouveaux enseignements, est, de ce fait, cruciale compte tenu des effets avérés de ce secteur sur la croissance et l'emploi des entreprises et de son importance grandissante dans l'économie mondiale.

Bibliographie

Agmon, T. et Messica, A. (2009) « Financial Foreign Direct Investment: The Role of Private Equity Investments in the Globalization of Firms from Emerging Markets », *Management International Review* Vol 49(1), pp 11-26.

Aizenman, J. et Kendall, J. (2008) « The Internationalization of Venture Capital and Private Equity », National Bureau of Economic Research (NBER), Working paper 14344.

Alba, J., Park. D. et Wang, P. (2009) « The Impact of Exchange Rate on FDI and the Interdependence of FDI Over Time », *The Singapore Economic Review*, December 2010, vol 55(4), pp. 733-747.

Alberola E., Cervero S.G., Lopez H. et Ubide A. (1999) « Global Equilibrium Exchange Rates: Euro, Dollar, 'Ins', 'Outs', and Other Major Currencies in a Panel Cointegration Framework », IMF Working Paper 1999, pp. 1-43.

Alberola E., Cervero S.G., Lopez H. et Ubide A. (2002) « Quo Vadis Euro? ». *European Journal of Finance*, Vol. 8(4), pp 352–370.

Alberola, E. (2003) « Misalignment, liabilities dollarization and exchange rate adjustment in Latin America », Banco de España, working paper n° 0309.

Aldatmaz, S. (2013) « Private Equity in the Global Economy: Evidence on Industry Spillovers », UNC Kenan-Flagler Research Paper No. 2013-9

Aldatmaz, S. et Brown, G. (2013) « Does Private Equity Hurt or Help the Economy? », Private equity Research Consortium.

Amblard H, Bernoux P, Herreros G, et Livian Y.P. (1996) « Les nouvelles approches sociologiques des organisations », Paris : Seuil.

Amess, K. et Wright, M. (2007) « The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK », *International Journal of the Economics of Business*, Vol 14 (2), pp 179-195.

Ancharaz, V.D. (2003) « FDI and Export Performance of the Mauritian Manufacturing Sector », Department of Economics and Statistics, Faculty of Social Studies and Humanities, University of Mauritius, working paper.

Ante, S.E (2008) « Creative Capital: Georges Doriot and the Birth of Venture Capital », Harvard Business Press.

Artus, P. (2013) « La différence essentielle entre le modèle social allemand et le modèle social français : l'Allemagne préfère avoir des travailleurs pauvres plutôt que des chômeurs », *Flash recherche économique*, Natixis, n° 114.

Artus, P., Betbèze, J.P., De Boissieu, C. et Capelle-Blancard, G (2008) « La crise des subprimes », Rapport n°78 du Conseil d'Analyse Économique, La Documentation Française, Paris, pp 11-62.

Ashcraft, A. et Schuermann, T. (2008) « Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit », Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 07-43; FRB of New York Staff Report, No. 318.

Association Française des Investisseurs pour la Croissance (2006) « Solvabilité II », novembre 2006.

Association Française des Investisseurs pour la Croissance (2010) « Fiche novembre 2010 Bâle 3 ».

Association Française des Investisseurs pour la Croissance (2013) « Conférence annuelle du capital investissement 2013 ».

Audretsch, D. et Keilbach, D. (2004) « Does Entrepreneurship Capital Matter? » *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol 28(5), pp 419-429.

Autorité des Marchés Financiers (2010) « Lettre économique et Financière », Automne 2010.

Axelsson, U., Jenkinson, J., Stromberg, P. et Weisbach, M. (2008) « Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis », Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity Market.

Axelsson, U., Jenkinson, J., Stromberg, P. et Weisbach, M. (2012) « Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts », National Bureau of Economic research, working paper.

Aylward, A. (1998) « Trends in Capital Finance in Developing Countries », International Finance Corporation, discussion paper n°36.

Bain and Company (2012) « Global Private Equity Report 2012 ».

Balassa, B. (1964) « The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal » *The Journal of Political Economy*, Vol. 72(6), pp 584-596.

Balazs, E., Lahrèche-Révil, A. et Lommatzsch, K. (2004) « The Stock-Flow Approach to the Real Exchange Rate of CEE Transition Economies » Working Papers 2004-15, CEPII research center.

Bampatsou, C. et Hadjiconstantinou, G. (2009) « The Use of the DEA Method for Simultaneous Analysis of The Interrelationships Among Economic Growth, Environmental Pollution And Energy Consumption », *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, Vol. 2(2), pp 65-86.

Banque de France (2005) *Revue de la stabilité financière* • N° 6 • Juin 2005, p5.

Banque de France (2010) « Les grandes étapes de la crise financière », Chapitre 1, crise financière, origine et dynamique, Documents et débats n°3.

BDO (2011) « BDO Private Equity Survey 2010/2011 ».

Becker, B. et Hall, S.G. (2003) « Foreign direct investment in industrial R&D and exchange rate uncertainty in the UK » Money Macro and Finance (MMF) Research Group Conference 2003, Money Macro and Finance Research Group.

Becker, B. et S.G, Hall (2003) « Foreign direct investment in industrial R&D and exchange rate uncertainty in the UK », National Institute of Economic and Social Research, Discussion Papers 217.

Becker, R. et Hellmann, T. (2003) « The Genesis of Venture Capital - Lessons from the German Experience », Cesifo Working Paper Series No. 883.

Belke, A., Fehn, R. et Foster, N. (2003) « Does Venture Capital Investment Spur Employment Growth? », CESifo Working Paper Series No. 930.

Ben Abdallah, M., Drine, I. et Meddeb, R. (2001) « Interaction entre IDE, régime de change, capital humain et croissance dans les pays émergents », *Ouverture Economique et Développement*, GDR, Economica, Paris 2001.

- Bénassy-Quéré, A., Béreau, S. et Mignon, V. (2008)** « How Robust are Estimated Equilibrium exchange Rates? A Panel BEER Approach », N° 2008-01, CEPII Working Paper.
- Benmelech E., Dlugosz J. et Ivashina V., (2011)** « Securitization without Adverse Selection: The Case of CLOs », *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol 106(1), pp 91-113.
- Bernoeth, K. Colavecchio, R. et Sass, M. (2010)** « Drivers of Private Equity Investment in CEE and Western. European Countries », DIW Berlin Discussion Paper No. 1002.
- Bernoulli, D. (1738)** « Théorie sur la mesure du risque », Mémoires de l'Académie des Sciences de Pétersbourg.
- Bhavan, T., Changsheng, X. et Chunping, Z. (2011)** « Determinants and Growth Effect of FDI in South Asian Economies: Evidence from a Panel Data Analysis », *International Business Research*, vol 4(1), pp 43-61.
- Birchall, J. (2013)** « The Potential of Co-Operatives during the Current Recession; Theorizing Comparative Advantage », *Journal of Entrepreneurial and Organizational Diversity*, vol. 2 (1), pp 1-22.
- Black, B.S. et Gilson, R.J. (1999)**, « Does Venture Capital Require an Active Stock Market? », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 11 (4), pp. 36-48.
- Black, B.S. et Gilson R.J. (1997)**, « Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets », *Journal of Financial Economics*, vol 47(3), pp 243–277.
- Blonigen, B.A (2005)** « A Review Of The Empirical Literature On FDI Determinant », *Atlantic Economic Journal*, 2005, vol 33(4), pp 383-403.
- Blot, C. et Labondance, F. (2013)** « Politique monétaire unique, taux bancaires et prix immobiliers dans la zone euro », *Revue de l'OFCE*, n°128, pp. 189-215.
- Boillot, J.J et Dembinski, S. (2013)** « Chindiafrique », Odile Jacob Economie.
- Bolling, C., Shane, M. et Roe, T. (2007)** « Exchange Rates and U.S. Foreign Direct Investment in the Global Processed Food Industry », *Agricultural and Resource Economics Review* vol 36(2), pp 230-238.
- Bonini, S. et Alkan, S (2009)** « The macro and political determinants of venture capital investment around the world », *Small Business Economic*, working paper,.
- Bord, V., et Santos, J., (2011)** « Did the Rise of CLOs Lead to Riskier Lending? », working paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Bouoiyour, J. et Rey, S. (2005)** « Exchange Rate Regime, Real Exchange Rate, Trade Flows and Foreign Direct Investments: The case of Morocco, » MPRA Paper 38643, University Library of Munich, Germany.
- Bouveret, A. et Sterdyniak, H. (2005)** « Les modèles de taux de change. Équilibre de long terme, dynamique et hystérèse », *Revue de l'OFCE*, Presses de Sciences-Po, vol 93(2), pp 243-286.
- Boyer, R. (1988)** « D'un krach boursier à l'autre : Irving Fisher revisité », *Revue Française d'Économie*, vol 3(3), pp 183-216.
- Brav, A., Jiang, W. et Hyunseob, K. (2009)** « Hedge Fund Activism: A Review », *Foundations and Trends in Finance*, vol 4(3), pp 185-246.
- Breton, J.M (2008)** « La Performance Boursière des RLBOs », HEC Paris, mémoire d'Économie.

- Bricogne, J.C., Lapègue, V., et Monso, O. (2009)** « La crise des « subprimes : de la crise financière à la crise économique », *Economie et Statistique*, n°438-440, pp. 1-28.
- Brindisi L. J. (1989)** « How to pay executives to think like corporate raiders », *Directors and Boards* , vol 13(2), pp. 39-40.
- British Venture Capital Association (2011)** « Is Venture Capital a Public good? »
- Brunetti, A. et Weder, B (1998)** « Investment and Institutional Uncertainty: A Comparative Study of Different Uncertainty Measures », *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol 134(3), pp. 513-533.
- Bruton, G. D., Fried, V.H., et Hisrich, R. (1997)** « Venture capitalists and CEO dismissal », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol 2(3), pp 41-54.
- Buch, C.M. et Kleinert, J. (2008)** « Exchange Rates and FDI: Goods Versus Capital Market Frictions », *World Economy*, Vol 31(9), pp. 1185-1207.
- Buch, C.M., Heinrich, M. et Ralph, P. (2002)** « European financial integration and corporate governance », *Research Notes 2*, Deutsche Bank Research.
- Buchner, A. Kaserer, C. et Wagner, N. (2009)** « Private Equity Fund Valuation and Systematic Risk An Equilibrium Approach and Empirical Evidence », *Center of Private Equity Research*, working paper.
- Burrough, B. et Helyar, J. (1990)** « Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco », HarperAudio; Abridged edition, 2007.
- Business Insider (2011)** «The biggest private equity buyouts in history».
- Busse M. (2004)** « Transnational Corporations and Repression of Political Rights and Civil Liberties: An Empirical Analysis ». *Kyklos*, vol 57(1), pp 45-66.
- Busse, M., Hefeker, C. et Nelgen, S. (2013)** « Foreign Direct Investment and Exchange Rate Regimes », *Economics Bulletin*, AccessEcon, volume 33(1), pp. 843-858.
- Bygrave, W., et Hunt, S. (2008)** « For Love Or Money ? A Study Of Financial Returns On Informal Investments In Businesses Owned By Relatives, Friends And Strangers », Babson College Entrepreneurship research paper no.2008, Wellesley Mass.
- Cadiou C., Cotillard N. et Morvan J., (2007)** « Montages financiers complexes, le securitization buy out », *La Revue du Financier*, vol 166, pp 4-15.
- Canzoneri, M.B., Cumby, R.E. et Diba, B.T. (1999)** « Relative labor productivity and the real exchange rate in the long run: evidence for a panel of OECD countries », *Journal of International Economics*, vol 47(2), pp 245-266.
- Cardon, E. (2012)** « Which currencies are over-or undervalued according to PPP? », Rabobank, Financial Markets Research.
- Caroli, E. (2000)** « Flexibilité interne versus flexibilité externe du travail : quels enseignements peut-on tirer de l'approche de la firme en termes de compétences ? » Document de travail du LEA-INRA n° 00-10.
- Cassel, G., (1925)** « Rates of exchange and purchasing power parity » *scandinaviska Kreditaktiebolaget quarterly report*, pp 17-21.
- Ceddaha, F. (2010)** « Fusions-Acquisitions », *Economica*.
- Challenges (2013)** « Les dix plus gros investissements chinois en France », 1 juillet 2013.

- Charreaux, G. (2003)** « Le gouvernement d'entreprise », Encyclopédie des ressources humaines.
- Charreaux, G., (2000)** « La théorie positive de l'agence : positionnement apports », Revue d'économie industrielle, numéro spécial 92, pp. 193 – 214.
- Charreaux, G., Couret, A., Joffre, P. (1987)** « De nouvelles théories pour gérer l'entreprise », Paris, Economica, DL.
- Cheffins, B. et Armour, J. (2008)** « The Eclipse of Private Equity », ECGI - Law Working Paper No. 082/2007.
- Chen, K.M., Rau, H.H et Lin, C.C. (2006)** « The Impact of Exchange Rate Movements on Foreign Direct Investment », The Developing Economies, Vol 44(3), pp 269-287.
- Chevalier, J. et Scharfstein, D. (1996)** « Capital-Market Imperfections and Countercyclical Markups : Theory and Evidence », American Economic Review, American Economic Association, vol 86(4), pp 703-725.
- Choi, I. (2001)** « Unit root tests for panel data », journal of International Money and Finance, Vol 20(2), pp. 249-272.
- Chowdhury, A. et Wheeler, M. (2008)** « Does Real Exchange Rate Volatility Affect Foreign Direct Investment? Evidence from Four Developed Economies », The International Trade Journal, vol 22(2), pp 218-245.
- Churchill, W (1961)** « The unwritten alliance », Cassell.
- Clark, P.B. et MacDonald, R. (1998)** « Exchange Rates and Economic Fundamentals - A Methodological Comparison of BEERs and FEERs », IMF Working Papers 98/67, International Monetary Fund.
- Cochrane, J (2005)** « The risk and return of venture capital », Journal of Financial Economics, vol 75(1), pp 3–52.
- Cohen, E. (2008)** « Private equity et capitalisme français », rapport du Conseil d'analyse économique, pp 123-131.
- Conyon, M., Girma S., Thompson, S. et Wright, P. (2001)** « Do hostile mergers destroy Jobs ? », Journal of Economic Behaviour and Organization, vol 45(4), pp 427-440.
- Conyon, M., Girma S., Thompson, S. et Wright, P. (2002)** « The impact of mergers and acquisitions on company employment in the United Kingdom », European Economic Review, vol 46(1), pp 31-49.
- Corporation Limited Essvale (2010)** « Business knowledge it in private equity », Bizle.
- Coutrot, T. (2004)** « Innovations et stabilité des emplois » Travail et Emploi vol 98, pp 37-49.
- Creel et Le Cacheux (2006)** « La nouvelle désinflation compétitive européenne », revue de l'OFCE, n°98, 2006.
- Cumming, D. et Johan, S. (2005)** « Regulatory harmonization and the development of private equity markets », Journal of Banking et Finance, vol 31(10), pp. 3218-3250.
- Cumming, D. et Walz, U. (2004)** « Private Equity Returns and Disclosure around the World » Journal of International Business Studies, vol 41(4), pp 727-754.
- Cumming, D. et Zambelli, S. (2010)** « Journal of Banking and Finance », vol 34(2), pp 441-456, 2010.

- Cumming, D. et Zambelli, S. (2012)** « Private Equity Performance Under Extreme Regulation », *Journal of Banking and Finance*, Vol 37(5), pp 1508–1523.
- Daly, S.M. (2007)** « Régimes de change: Le chemin vers la flexibilité », FSEG tunis, MPRA Paper 4085.
- D'Aveni, R.A. (1995)** « Coping with hypercompetition: Utilizing the new 7S's framework », *Academy of Management Executive*, vol 9(3), pp. 45-57.
- Davis, S., Haltiwanger, J., Jarmin, R., Lerner, J. et Miranda, J. (2008)** « Private Equity and Employment », Working Paper CES 08-07, Center for Economic Studies/U.S. Bureau of the Census, Washington 2008.
- De Angelo, C.F. Eunni, R.V. Fouto, N. (2010)** « Determinants of FDI in emerging markets: evidence from Brazil », *International Journal of Commerce and Management*, vol 20(3), pp 203-216.
- Dean, M., (1994)** BCM-QMS Sweden Company Information taken from annual report. BCM-QMS Sweden. <<http://bcmqms.se/>>. [Retrieved 4-05-2012].
- De Santis, R.A. et Anderton, R. (2004)** « On the Determinants of Euro Area FDI to the United States: The Knowledge-Capital », European Central Bank, working Paper No. 329.
- Dealogic (2012)** « Economist Intelligence Unit », Capital IQ, Bain analysis 2012.
- DeLoach, S. (2001)** « More Evidence in favor of the Balassa-Samuelson Hypothesis », *Review of International Economics*, vol 9(2), pp 336-342.
- Demiroglu, C. et James, C. M., (2010)** « The role of private equity group reputation in LBO financing », *Journal of Financial Economics*, vol 96(2), pp 306-330.
- Demyanyk, Y.S. et Van Hemert (2008)** « Otto, Understanding the Subprime Mortgage Crisis».
- Denis, D. (1994)** « Evidence on the effects of hostile and friendly tender offers on employment », *Managerial and Decision Economics*, vol 15(4), pp 341-357.
- Denis, D. (1992)** « Corporate investment decisions and corporate control: evidence from going private transactions », *Financial Management*, vol 21(3), pp. 80-94.
- Di Mauro, F. Rüffer, R. et Bunda, I. (2008)** « The changing rôle of the exchange rate in a globalized economy», Occasional paper series no 94/september 2008.
- Diamond, D.W. et Dybvig, P.H (1983)** « Bank runs, deposit insurance, and liquidity », *Journal of Political Economy* vol 91(3), pp 401–419.
- Dickey, D., Fuller, W.A., (1979)** « Distribution of the estimates for autoregressive time series with a unit root », *Journal of the American Statistical Association* vol 74(366), pp 427-431.
- Direction générale américaine du Trésor (2010)** « Focus : Money market mutual funds : États des lieux », n°41, 14 octobre 2010.
- Dufrenot G., Mathieu, L., Mignon, V. et Péguin-Feissolle, A. (2006)** « Persistent Misalignments of the European Exchange Rates: Some Evidence from Nonlinear Cointegration », *Applied Economics*, vol 38(2), pp 203-229.
- Durand, C. et Lopez, C. (2012)** « Taux de change d'équilibre et mesure de la compétitivité au sein de la zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 190, 4^{ème} trimestre 2012, pp 125-133.

- Duval, R. (2001)**, « Estimation du taux de change réel d'équilibre de long terme euro/dollar par une approche dynamique », *Revue Economique*.
- Dymski, G.A. (2007)** « From financial exploitation to global banking instability: two overlooked roots of the subprime crisis », University of California Center Sacramento, working paper.
- Edwards, S. (1989)** « Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries », Cambridge, Mass., MIT Press.
- Emerging Markets Private Equity Association (2011)** « EMPEA/Collier Capital Emerging Markets Private Equity Survey ».
- Engle, R.F. et Granger, C.W.J. (1987)** « Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing », *Econometrica*, Vol. 55(2), pp. 251-276.
- European Investment Bank (2001)** « Financing innovative firms through venture capital », EIB sector papers.
- European private equity and Venture Capital Association (2005)** « Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe ».
- European private equity and venture capital Association (2011)** « Private Equity Fund Risk Measurement Guidelines : Measuring the value at risk of portfolios of interests in private equity and venture capital funds », yearbook 2011.
- Fenn, G., Liang, N. et Prowse, S. (1998)** « The Economics of the Private Equity Market », Federal Reserve Bank of Dallas, *Economic Review*, third quarter.
- Fiordelisi, F. et Cipollini, A. (2009)** « The Impact of Bank Concentration on Financial Distress: The Case of the European Banking System », EMFI Working Paper No. 2 - 2009.
- Fisher, I. (1933)** « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*.
- Franzke, S. Grohs, S. et Laux, C. (2003)** « Initial public offerings and venture capital in Germany », Center for Financial Studies, working paper No. 2003/26.
- Froot, K. et Stein, J.C. (1991)** « Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach », *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol 106(4), pp 1191-1217.
- Fund Evaluation Group (2012)** « Research review capital quarterly », second quarter 2012.
- Gallouin, J.F (2007)** « Guide pratique de la levée de fonds », Édition d'organisation.
- Gaspar, J.-M. et L. Lescourret (2009)** « Liquidity externalities and buyout delisting activity », ESSEC Business School, Working paper.
- Gastanaga, V.M., Nugent, J., et Pashamova, B. (1998)** « Host Country Reforms and FDI Inflows: How Much Difference Do They Make? », *World Development*, vol 26(7), pp 1299-1314.
- Gaston-Breton, T. (2007)** « Georges Doriot », *Portrait • Les pionniers de la mondialisation*, Les Echos.
- Gaugnier, J.J et Lorenzi, J.H (2005)** « Le private equity européen et français : un rôle trop faible dans le financement de l'innovation », *Chroniques économiques 2005 : l'épargne mondiale : frein ou moteur de la croissance*, Descartes & Cie, Paris, pp 103-124.
- Gide Loyrette Nouel (2010)** « Dodd - Frank Wall Street Reform Act : Impact sur les gestionnaires d'investissement établis hors des Etats-Unis », client alert, novembre 2010.

- Giorgioni, G (2007)** « Foreign Direct Investment and Exchange Rate Volatility », Liverpool John Moores University, working paper.
- Glachant, J. Lorenzi, J.H et Trainar P. (2008)** « Private equity et capitalisme français », Conseil d'analyse économique.
- Global Insight (2004)** « Venture impact 2004 venture capital benefits to the US economy ».
- Goldberg L. and Kolstad C. (1995)** « Foreign Direct Investment, Exchange Rate Variability and Demand Uncertainty », *International Economic Review*, vol. 36(4), pp 855-873.
- Gomez P. et Marion G. (1997)** « Introduction - Dossier : La théorie des conventions en pratique », *Revue Française de Gestion*, vol 112, janvier-février, pp.60-63.
- Gompers, P, Kovner, A. Lerner, J. et Scharfstei, D. (2006)** « Specialization and Success: Evidence from Venture Capital », working paper, Harvard University, 2006.
- Gompers, P. et Lerner, J. (1999)** « The Venture Capital Cycle », Cambridge, MA: MIT Press.
- Gompers, P. et Lerner, J. (2001)** « The Venture Capital Revolution », *The Journal of Economic Perspectives*", vol 15(2), 145-168.
- Gompers, P., Lerner, J., Blair M et Hellmann, T. (1998)** « What Drives Venture Capital Fundraising? », *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*, pp. 149-162.
- Gonzales, F. (2001)** « El contenido informativo de las participaciones industriales de la banca », *Economía Industrial*. vol 341, pp. 25-33.
- Gorton, G.N. et Schmid, F.A. (2000)** « Universal Banking and the Performance of German Firms », *Journal of Financial Economics*, vol 58, pp 29-80.
- Granovetter, M. (1973)** « The Strength Of Weak Ties ». *American Journal of Sociology*, vol 78(6), 1360-1380.
- Grant Thornton (2012a)** « Activité des acteurs français du capital investissement ».
- Grant Thornton (2012b)** « Global private equity report 2012 ».
- Groh, A. et Liechtenstein, H. (2011)** « International allocation determinants for institutional investments in venture capital and private equity limited partnerships », *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, vol 3(2-3), pp. 176-206(31).
- Groh, A. et Liechtenstein, H. (2012)** « Assessing Country Attractiveness in the Venture Capital and Private Equity Landscape in Emerging Markets ».
- Groupe Auchan (2009)** « Approvisionnements et logistique Auchan France ».
- Guerreiro, E. (2010)** « Economics of the alive one: technology adoption versus technology acceptance », University of Social Sciences of Toulouse I.
- Guo, S., Hotchkiss, E. S. et Song, W. (2011)** « Do Buyouts (Still) Create Value? », *The Journal of Finance*, vol 66(2), pp 479-517
- Haarmeyer, D. (2008)** « Private Equity : Capitalism's Misunderstood Entrepreneurs and Catalysts for Value Creation », *The Independent Review*, vol 13(2) pp. 245 – 288.
- Haarmeyer, D. (2010)** « The AIFM Directive: A Destructive Policy for Private Equity and EU Economies », *Europe's World and Altassets*, May 2010.
- Hadri, K. (2000)** « Testing for unit roots in heterogeneous panel data », *Econometrics Journal*, vol 3, pp 148-161.

- Hall, E.T. et Hall, M.R (1994)** « Comprendre les Japonais » ; Ed. Du Seuil, 1994.
- Hamdouni, A. (2011)** « Venture capitalist's monitoring through board membership and the performance of IPO firms: empirical evidence from France », *International Research Journal of Finance and Economics*, vol 65, pp 124–133.
- Hamel, G. et Prahalad, C.K. (1994)** « Competing for the Future », Harvard Business School Press, 1994.
- Heinkel, R. et Zechner, J. (1990)** « The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives », *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 25(1), pp 1-24.
- Hetzl, R.L. (2009)** « Monetary Policy in the 2008-2009 Recession », *FRB Richmond Economic Quarterly*, Vol. 95(2), pp. 201-233.
- Heyer, E., Plane, M. et Timbeau, X. (2002)** « Emploi : le marché du travail est-il trop rigide ? », ebook de l'OFCE 2012.
- Hoarau, J.F (2004)** « Le mésalignement du taux de change réel dans le cadre d'une petite économie ouverte : causes, procédures d'estimations et politiques de correction », Thèse d'Économie, Université de La Réunion.
- Hsieh, D.A. (1992)** « The determination of the real exchange rate: the productivity approach », *Journal of International Economics*, vol 12(3-4), pp 355-362.
- Hsu, Y.G., Shyu, J.Z. et Tzeng, G. H. (2005)** « Policy tools on the formation of new biotechnology firms in Taiwan », *Technovation*, vol 25(3), pp 281-292.
- Hu, J (2007)** « Assessing the Credit Risk of CDOs Backed by Structured Finance Securities: Rating Analysts Challenges and Solutions », *Journal of Structured Finance*, vol (13(3), pp. 43-59.
- Ilkay, S., Aydogan, K. et Akdeniz, L. (2006)** « Interdependence of the banking sector and the real sector: Evidence from OECD countries », *Applage Economic*, vol 40(6), pp 749-764.
- Insights (2007)** « The rise of private equity: considerations for public company directors », Report for audit committee members, issue 16
- Institut Français d'Opinion Publique (2010)** « Les Français et les courses alimentaires ».
- Ippolito, R. et James, W. (1992)** « LBOs, reversions and implicit contracts », *Journal of Finance*, Vol 47(1), pp 139-147.
- Irrmann, G. (2008)** « Le capital-investissement : Source de développement économique ou nouvelle forme de colonialisme? L'exemple du Maghreb », École des Hautes Études Commerciales (HEC) Paris, Observatoire du Management Alternatif, cahier de recherche.
- Jacquillat, B. (2008)** « Hedges Funds et private equity : leur apport à la gouvernance des entreprises cotées », in B. Jacquillat (Dir.), *Hedge Funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?*, Le Cercle des économistes, PUF, Descartes & Cie, Paris.
- Jeanneret, A (2011)** « Foreign Direct Investment, Exchange Rate Uncertainty, and Firm Heterogeneity », HEC Montreal, working paper.
- Jeanneret, A., (2005)** « Does Exchange Rate Volatility Really Depress Foreign Direct Investment In OECD Countries? », mimeo, International Center for Financial Asset Management and Engineering, University of Lausanne, Switzerland, (2005).

- Jeng, L et Wells, P. (2000)** « The Determinants of Venture Capital Funding : Evidence Across Countries », *Journal of Corporate Finance*, vol 6(3), pp.241-289.
- Jensen, M. (1989)** « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, Sept.-Oct. 1989.
- Jensen, M. et Meckling, W. H. (1976)** « Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol 3(4), pp 305-360.
- Jensen, M. et Smith, C.W. (1985)** « Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Application of Agency Theory », Altman E.I. and M.G. Subrahmanyam (eds.), *Recent Advances in Corporate Finance* Homewood IL: Irwin, pp. 93-131.
- Jo, H., Lee, C., Munguia, A. et Nguyen, C. (2009)** « Unethical misuse of derivatives and market volatility around the global financial crisis », *Journal of Academic and Business Ethics*.
- Jones, C. et M. Rhodes-Kropf, M. (2003)** « The price of diversifiable risk in venture capital and private equity », Working Paper Columbia University.
- Kalotay, K. et Sulstarova, A. (2010)** « Modelling Russian outward FDI », *Journal of International Management*, volume 16(2), pp 131-142.
- Kane, C.S. (2009)** « Demande d'énergie et croissance économique dans l'UEMOA : Une analyse sur panel hétérogène non stationnaire », *Revue africaine de l'Intégration*, Vol. 3(1), pp 1-33.
- Kaplan, S. (1989)** « Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value », *Journal of Finance*, July, vol 24(2), pp. 217-254.
- Kaplan, S. et Schoar, A. (2005)** « Private equity performance: returns, persistence and capital », *Journal of Finance*, vol 60(4), pp 1791–1823.
- Kaplan, S. et Strömberg, P. (2008)** « Leveraged Buyouts and Private Equity », Working Paper, University of Chicago Graduate School of Business and NBER, Chicago 2008.
- Kaplan, S. N. et Stein, J. C. (1993)** « The Evolution Of Buyout Pricing And Financial Structure (Or, What Went Wrong) In The 1980s », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 6(1), pp 72–88.
- Kennedy, J.F (1959)** « Discours en Indianapolis », 12 avril 1959.
- Keys, B., Mukherjee, T., Seru, A. et Vig, V., (2010)** « Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprimes loans » *Quarterly Journal of Economics*, vol 125(1), pp 307–362.
- Kiyota, K. et Urata, S. (2002)** « Exchange Rate, Exchange Rate Volatility *and* Foreign Direct Investment », *The World Economy*, vol 27 (10), pp. 1501-1536.
- Kortum, S. et Lerner, J. (2000)** « Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation », *RAND Journal of Economics*, The RAND Corporation, vol 31(4), pp 674-692.
- Kosman, K. (2009)** « The Buyout of America: How Private Equity Will Cause the Next Great Credit Crisis », Book Review, Hardcover Portfolio.
- KPMG (2011)** « The refinancing wall ».
- Krahnén, P. J. et Wilde, C. (2007)** « Risk transfer with CDOs and systemic risk in banking », EFA 2007 Meetings Paper.

- Kueh, S.H.J., Pua, C.H. et Liew, V.K.S (2010)** « Selected Macroeconomic Determinants of Foreign Direct Investment Outflow of Singapore », MRPA paper 25920.
- La Ville, V. et Mounoud, E. (2005)** « Strategy as Everyday Practice », European Business Forum, avril 2005.
- Lambert, R. A., Larcker D. et Weigelt K. (1991)** « How Sensitive is Executive Compensation to Organizational Size? », Strategic Management Journal, vol 12(5), pp. 395-402.
- Lehn, K. et Poulsen, A. (1989)** « Free cash flow and stockholder gains in going private transactions », Journal of Finance, vol 44(3), pp. 771-787.
- Lerner, J. (2011)** « The Future of Private Equity », European Financial Management, vol 17(3), pp. 423-435.
- Lerner, J. Schoar, A. et Wongsunwai, W. (2007)** « Smart Institutions, Foolish Choices: The Limited Partner Performance Puzzle », Journal of Finance, American Finance Association, vol 62(2), pp 731-764.
- Levin, A., Lin, C. et Chu, J. (2002)** « Unit root tests in panel data: Asymptotic and finite sample properties », Journal of Econometrics, vol 108(1), pp 1-24.
- Lewellen, W. et Roden, D. (2000)** « After the buyout. The long view », Advances in Financial Economics, vol 5, pp. 185-206.
- Lewis, M.K. (1992)** « Modern Banking in Theory and Practice », Revue Économique, 1992, vol. 43(2), pp 203-228.
- Lichtenberg, F. et Siegel, D. (1990)** « The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior » Journal of Financial Economics 27(1), 165-194.
- Liebeskind, J., Wiersema, M., et Hansen, G. (1992)** « LBOs, corporate restructuring, and the incentive-intensity hypothesis », Financial Management, volume 21(1), pp. 73-88.
- Lim, J.W. (2013)** « Untangling the Money Market Fund (MMF) Problem: A Public-Private Liquidity Fund Proposal », Harvard Law School, working paper.
- Ljungqvist, A. Richardson, M. et Wolfenzon, D. (2007)** « The Investment Behavior of Buyout Funds: Theory and Evidence », ECGI - Finance Working Paper No. 174/2007.
- Long, W. et Ravenscraft, D. (1993)** « The financial performance of whole company LBOs », Center for Economic Studies of Washington, CES 93-16.
- Loues, M. (2012)** « Les principaux déterminants de la dynamique du capital-risque : modélisation et étude empirique sur données américaines », thèse d'Économie, Laboratoire Erudite, Université Paris-Est Créteil Val de Marne.
- Lutz, E. et Achleitner, A. (2009)** « Angels or Demons ? Evidence on the Impact of Private Equity Firms on Employment ». Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB), Special Issue Entrepreneurial Finance, vol 5, pp. 53-81.
- MacDonald, R. (1998)** « What do we really know about real exchange rates? », Oesterreichische Nationalbank, Discussion Paper 28.
- Maddala, G., et Wu, S. (1999)** « A comparative study of unit root tests and a new simple test », Oxford Bulletin of Economics and Statistics, vol 61(1), pp 631-652.
- Mahieux, X (2009)** « La gestion déléguée dans les fonds de capital investissement relation d'agence et clauses contractuelles des fonds », Revue d'économie financière, mars 2010 N°97.

- Mahieux, X. (2013)** « Le private equity américain après la crise : reconfiguration et maturité », Revue d'économie financière, mars 2012 N°105.
- Majeed T. et Ahmad E. (2008)** « Human capital development and FDI in developing countries », Journal of Economic Cooperation, vol 29(3), pp 79-104.
- Mancini, M et Teiletche, J (2006)** « L'impact des décisions d'agence sur les nouveaux produits obligataires en Europe : le cas des ABS », rapport de l'Autorité des Marchés Financiers.
- Margolis, D. (2006)** « Should employment authorities worry about mergers and acquisitions? », Political Economy Journal, vol 5(2), pp 167-194.
- Marshall, A. (1906)** « Principes d'économie politique », Economie, Collection étude.
- Marston, R. (1987)** « Real exchange rates and productivity growth in the United States and Japan », MIT Press, Cambridge.
- Marx, K. (1859)** « Contribution à la critique de l'économie politique », Édition La Pléiade, Karl Marx Oeuvres Economie I.
- Meddeb, R. et Lahrèche-Révil A. (1997)** « Is Real Exchange Rate Determinant of Growth of Southeast Asian countries? An Empirical Study », Document de Travail de CESSEFI, septembre, Paris.
- Meerkatt, H. et Liechtenstein, H. (2008)** « Get ready for the private equity shakeout », Boston Consulting Group, décembre.2008.
- Mercer Management Consulting École Centrale Paris (2005)** « Les leviers de la croissance organique », Institut de l'entreprise, Ecole centrale des arts et manufactures.
- Meyer, T. (2006)** « Venture capital in Europe: Spice for European Economies », The Journal of Financial Transformation, vol 18, p 61-69.
- Milken Institute (2008)** « The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets A Comprehensive Analysis of the Meltdown ».
- Miller, M. H (1977)** « Debt and Taxes », Journal of Finance, vol 32(2), pp 261-275.
- Miller, S. (2012)** « A guide to the U.S. loan market », Standard & Poor's, septembre 2012, S&P Capital IQ.
- Minsky (1986)** « Stabilizing an Unstable Economy », McGraw-Hill.
- Modigliani, F. et Miller, M. H. (1963)** « Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction », American Economic Review, vol 53(3), pp 433-243.
- Modigliani, F. et Miller, M. H. (1958)** « The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment », American Economic Review, vol 48(3), pp 261-297.
- Moody's (2012)** « Creditor Recoveries In Leveraged Buyout Defaults In Line With Non LBOs », Global Credit Research, 5 juin 2012.
- Morin, J. (1991)** « Le management des ressources technologiques », Éditions d'Organisation.
- Munnell, A. et Wu, A.Y (2012)** « Will Delayed Retirement by the Baby Boomers Lead to Higher Unemployment Among Younger Workers? », Boston College Center for Retirement Research, Working Paper No. 2012-22.
- Myers, S. (1977)** « Determinants of corporate borrowing », Journal of Financial Economics, vol 5(2), pp.147-175.

Nadauld, T. et Sherlund, S. (2009) « The Role of the Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit », Finance and Economics Discussion Series, working paper 2009-28.

National Endowment for Science, Technology and the Arts (2009) « The vital 6 per cent - How high-growth innovative businesses generate prosperity and jobs ».

Noor Zahirah, M.S., Yusoff, M. et Munir, Q. (2009) « Exchange rate misalignment and capital inflows: An endogenous threshold analysis for Malaysia », Economics Bulletin, vol 29(4), pp 2711-2720.

Observatoire de la grande distribution (2007) « Enjeux et projets des acteurs de la grande distribution alimentaire en France ».

OCDE (2007) « Principaux indicateurs de la science et de la technologie 2007 », OCDE Paris.

Ogun, O., Egwaikhide, F.O et Ogunleye, E.K (2012) « Real Exchange Rate and Foreign Direct Investment in Sub-Saharan Africa: Some Empirical Results », Economia Mexicana NUEVA EPOCA, vol 21(1), pp 175-202.

Opler, T. (1992) « Operating Performance in Leverage Buyouts : evidence from 1985-1989 », Financial Management, vol 22, p. 27-34.

Orden, D., Cheng, F., Ngyuen, H., Grote, U., Thomas, M., Mullen, K. et Sun, D. (2007) « Agricultural producer support estimates for developing countries, measurement issues and evidence from indian, indonesia, china and Vietnam ».

Palepu, K. (1990) « Consequences of leveraged buyouts », Journal of Financial Economics, volume 27(1), pp 247-262.

Pansard, F. (2007) « Le capital investissement en Europe : quelle physionomie à terme pour ce marché en croissance accélérée ? », Autorité des marchés financiers, Direction de la régulation et des affaires internationales, Département des études, Juin 2007.

Paret, D (2005) « RFID, techniques, enjeux et acteur : état de l'art », Veille Technologique N° 32 - Septembre/Octobre 2005.

Payne, J. (2011) « Private Equity and its Regulation in Europe », European Business Organization Law Review, vol 12(4), pp 559-585.

Pedroni, P. (1999) « Critical values for cointegration tests in heterogeneous panels with multiple regressors », Oxford Bulletin of Economics and Statistics, vol 61(1), pp 653-670.

Pedroni, P. (2004) « Panel cointegration Asymptotic and finite sample properties of pooled time series tests with an application to the PPP hypothesis », Econometric Theory, vol 20(3), pp 597-625.

Penrose, E. (1959) « The Theory of the Growth of the Firm », Londres, Basil Blackwell.

Peree, E. et Steinherr, A., (1989) « Exchange rate uncertainty and foreign trade », European Economic Review, vol 33(6), pp 1241-1264.

Phalippou, L. et Zollo, M. (2005) « What drives Private Equity Returns? », INSEAD working paper.

Pham, T.H.H., et NGuyen, D.T (2011) « Foreign Direct Investment, Exports and Real Exchange Rate Linkages: Vietnam Evidence from a Cointegration Approach », Université de Rouen, working paper.

- Phillips, P. et Perron, P., (1988)** « Testing for a unit root in time series regression », *Biometrika*, vol 75(2), pp 335-346.
- Popov, A. et Roosenboom, A. (2009)** « On the Real Effects of Private Equity Investment: Evidence from New Business Creation », ECB Working Paper No. 1078.
- Porter, M. (1986)** « Choix stratégique et concurrence », *Economica*.
- Porter, M. (1996)** « What is Strategy », *Harvard Business Review*, Nov/Dec 1996.
- Poterba, JM. (1989)** « Venture Capital and Capital Gains Taxation », Lawrence Summers, ed., *Tax Policy and the Economy*, vol 3, pp. 47-67.
- Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A. et Boesky, H. (2010)** « Shadow Banking », FRB of New York Staff Report No. 458.
- Preqin (2012)** « Preqin global private equity report 2012 ».
- Preqin (2013)** « Preqin global private equity report 2013 ».
- Pricewaterhousecoopers (2008)** « Global private equity report 2008 ».
- PricewaterhouseCoopers (2012)** « Private Equity Trend Report 2012: Learning to live with the new reality ».
- Probitas Partners (2012)** « Private equity deskbook ».
- R. Barrell, S.D. Gottschalk, S.G. Hall (2003)** « Foreign direct investment and exchange rate uncertainty in imperfectly competitive industries », *Regionalisation, Growth, and Economic Integration Contributions to Economics 2007*, pp 77-99.
- Renneboog, L., Simons, T., et Wright, M., (2007)** « Why do public firms go private in the UK? », *Journal of Corporate Finance*, vol 13(4), pp 591-628.
- Revue Banque (2010)** « Vers de nouvelles réglementations », supplément G20, décembre 2010, p59.
- Roger, P. (1988)** « Théorie des marchés financiers efficaces et asymétrie d'information : une revue de littérature », *Finance*, Janvier, vol 9(1), pp 59-97.
- Rogers E. (1995)**, « Diffusion of Innovations », The Free press, Fourth Edition.
- Röhling, K. et Multhaup, T. (2005)** « Les PME innovantes en Allemagne », *Perspectives de l'OCDE sur les PME et l'entrepreneuriat*, Paris. Et OCDE (2005), *Perspectives économiques*, n° 77, juin, Paris. 2.
- Romain, A. et Pottelsberghe de la Potterie B. (2004)** « The Determinants of Venture Capital: A Panel Data Analysis of 16 OECD Countries » IIR Working Paper 03-25, Institute of Innovation Research, Hitotsubashi University.
- RSM Tenon (2011)** « Fresh look to avoid any confusion », private equity report.
- Rubio, M., Guardiola J., et Gonzalez Gomez, F., (2012)** « Dissemination of the 2008 Financial Crisis Through the Role-Play Technique ».
- Rusike, T. G. (2008)** « Trends and determinants of inward foreign direct investment to South Africa », Rhodes University, thèse d'Économie.
- Sahlman, WA. (1990)** « The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations », *Journal of Financial Economics*, vol 27(2), pp 473-521.
- Samuelson, P. (1964)** « Theoretical Notes on Trade Problems », *Review of Economics and Statistics*, vol 46(2), pp 145-54.

- Schackmann-Fallis, K.P. (2011)** «Au cœur de l'économie réelle : le lien Mittelstand/Sparkassen », Regards sur l'économie allemande 2011/2 n°101, CIRAC.
- Schertler, A. (2003)** « Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis », EIFC - Technology and Finance Working Papers 27, United Nations University, Institute for New Technologies.
- Schmidt, C.W. et Broll, U. (2008)** « The Effect of Exchange Rate Risk on U.S. Foreign Direct Investment: An Empirical Analysis », Dresden Discussion Paper in Economics No. 09/08.
- Schmidt, H. (1974)** « Théorème de Schmidt », énoncé lors du 3 novembre 1974.
- Schnatz B., Vajselaar F. et Osbat, C. (2003)** « Productivity and the (« synthetic ») euro-dollar exchange rate », European Central Bank Working Paper Series n°225.
- Schumpeter, J. (1942)** « Capitalism, Socialism and Democracy », New York: Harper, 1975, publication originale 1942.
- Sentis, P. (1998)** « Performances à long terme et caractéristiques financières des entreprises qui réduisent leurs effectifs », Finance Contrôle Stratégie (4).
- Seretakis, A. (2012)** « The New EU Directive on the Regulation of Private Equity », Columbia Journal of European Law Online, vol 18(3), forthcoming.
- Shivdasani, A. et Wang, Y (2011)** « Did Structured Credit Fuel the LBO Boom? », The Journal of Finance, vol 66(4), pp 1291–1328.
- Shleifer, A. et Summers, L.H. (1988)** « A Breach of trust in hostile takeovers, in Auerbach, A Corporate takeovers : causes and consequences », University of Chicago Press.
- Sinnathamby, A.M.W. et Czernicka, J.D. (2009)** « Foreign Direct Investment in Poland: Key determinants and the impact of Poland's accession to European Union », Aarhus school of business, these d'Économie.
- Smith, A. (1776)** « Wealth of Nations », C.J. Bullock Volume X, The Harvard Classics. New York: P.F. Collier & Son, 1909–14; Bartleby.com, 2001.
- Smith, A. (1990)** « Corporate Ownership Structure and Performance: the Case of Management Buyouts », Journal of Financial Economics, vol. 27(1), pp 143-164.
- Soros, G. (2008)** « The worst market crisis in 60 years », Financial Times, n°22.
- Stalk, G. et Hout, T. (1990)** « Competing Against Time: How Time-Based Competition Is Reshaping Global Markets », Simon et Schuster.
- Standard & Poor's (2011)** « A Guide to the Loan Market », September 2011.
- Standard & Poor's (2013)** « Defaults In Europe Remain Elevated, Although The LBO Debt Hangover Is Easing », RatingsDirect, 13 mars 2013.
- Stangeland, D.A., Morck, R. et Daniels, D. (1995)** « À Plein Régime: Une étude de cas du groupe Hees-Edper », Finéco, Vol. 5(1-2), pp. 189-207.
- Stein, J. (1994)** « The Natural Real Exchange Rate of the United States Dollar and Determinants of Capital Flows », J. Williamson (ed.), Equilibrium Exchange Rates, Institute for International Economics, Washington, DC.
- Stein, J. et Allen, P. (1997)** « Fundamentals Determinants of Exchange Rate », Oxford University Press.

- Stevenot, A. (2005)** « La gouvernance des entreprises financées par capital investissement : Une analyse sociocognitive de la relation Capital Investisseur-dirigeant », Thèse d'économie, Université de Nancy.
- Stock, J. et Watson, M. (1993)** « A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems », *Econometrica*, vol 61(4), pp 783-820.
- Strömberg, P.J., Hotchkiss, E.S. et Smith, D.C. (2011)** « Private Equity and the Resolution of Financial Distress », AFA 2012 Chicago Meetings Paper; ECGI - Finance Working Paper No. 331/2012.
- Suchard, J.A. (2009)** « The impact of venture capital backing on the corporate governance of Australian initial public offerings », *Journal of Banking and Finance*, vol 33(4), pp 765–774.
- Suret, J-M. (2011)** « Les marchés de la finance entrepreneuriale et du capital de risque », Cirano, Rapport Bourgogne.
- Trusted Sources (2011)** « Insurance companies and pension funds as institutional investors: global investment patterns ».
- Udoh, E., et Egwaikhide, F. (2010)** « Exchange Rate Volatility, Inflation Uncertainty and Foreign Direct Investment in Nigeria », *Botswana Journal of Economics* Volume 5. No 7, October, 2008.
- Udomkerdmongkol, M., Görg, H. et Morrissey, O. (2008)** « Foreign Direct Investment and Exchange. Rates: A Case Study of US FDI in Emerging Market Countries », Université de Nottingham, discussion paper 06/05.
- Ueda, M., Hirukawa, M. (2006)** « Venture Capital and Industrial Innovation », CEPR Discussion Papers 7089.
- Ueda, M., et Hirukawa, M. (2003)** « Venture capital and productivity », Working Paper, University of Wisconsin
- Usupbeyli, A. (2011)** « Survol de la littérature sur les modèles de taux de change d'équilibre: aspects théoriques et discussions comparatives », *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, vol 66(4), pp 125-152.
- Von Drathen, C. et Faleiro, F. (2008)** « The Performance of Leveraged Buyout-Backed Initial Public Offerings in the UK », London School of Economics, working paper.
- Walkowiak, E. (2006)** « Renouveau de la main-d'œuvre et modernisation des entreprises », *Revue Economique*, vol 57(6), pp 1205-1234.
- Wang, T. (2004)** « Exchange Rate Dynamics, China's Growth and Integration » *World Economy: Prospects and Challenges*, Eswar Prasad, FMI, Occasional Paper 232 (Washington: International Monetary Fund).
- Warner Music Group (2008)** « Annual report 2008 ».
- Warner Music Group (2011)** « Annual report 2011 ».
- Wei, W. (2005)** « China and India: Any difference in their FDI performances? », *Journal of Asian Economics*, vol 16(4), pp. 719-736.
- Weidig, T., et Mathonet, P.-Y., (2004)** « The Risk Profiles of Private Equity », British Venture Capital Association, working paper.
- Whalen, C. (2008)** « The Subprime Crisis: Cause, Effect and Consequences », Networks Financial Institute Policy Brief No. 2008-PB-04.

Wharton Private Equity (2011) « Wharton Private Equity and Venture Capital Conference ».

White, L.J. (2009) « The Credit Rating Agencies: Understanding Their Central Role in the Subprime Debacle of 2007-2008 », working paper Stern School of Business.

Williamson, J. (1985) « The exchange rate system », MIT Press.

Wright, M., Hoskisson, R.E. et Busenitz, L.W. (2001) « Firm Rebirth: Buyouts as Facilitators of Strategic Growth and Entrepreneurship », *Academy of Management Executive*, vol 15(1), pp 111-125.

Xing, Y et Wan, G. (2006) « Exchange Rates and Competition for FDI in Asia », *World Economy*, Vol. 29(4), pp. 419-434.

Xing, Y. (2004) « Why is China so Attractive for FDI? The Role of Exchange Rates », *China Economic Review*, vol 17(2): 198-209.

Yeh, T.S (2012) « Do Private Equity Funds Increase Firm Value? Evidence from Japanese Leveraged Buyouts », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 24(4), pp 112-128.

Yli-Renko, H. et Hay, M. (1999) « European Venture Capital - an Overview », the *Venture Capital Handbook*, Prentice Hall, pp 1-22.

Yol, M et Teng Teng, N. (2009) « Estimating the domestic determinants of foreign direct investment flows in Malaysia: evidence from cointegration and error-correction model », *Jurnal Pengurusan*, vol 28, pp 3-22.

Liste des acronymes

ABS	Asset-Backed Security
AFIC	Association Française des Investisseurs pour la Croissance
AIFM	Alternative Investment Fund Managers
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ARD	American Research et Development
AVCJ	Asian Venture Capital Journal
BCG	Boston Consulting Group
BEER	Behavioral Equilibrium Exchange Rate
BRICS	B razil R ussia I ndia C hina S outh Africa
BVCA	British Venture Capital Association
CDO	Collateralised Debt Obligation
CEE	Communauté Economique Eurasiatique
CEI	Communauté des Etats Indépendants
CLO	Collateralised Loan Obligation
CPI	Consumer Price Index
CRD	Capital Requirements Directive
DEC	Digital Equipment, Corporation
DOLS	Dynamiq ordinary least square en français MCOD (Moindres carrés ordinaires dynamiques)
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
EVCA	European private equity and Venture Capital Association
FCI	Fonds Communautaire d'Investissement
FCPR	Fonds Communs de Placement à Risques
FED	Federal Reserve System
IDE	Investissements Directs à l'Etranger
IVA	Institutional Venture Associates
KKR	Kohlberg Kravis Roberts
KKR PEI	Kohlberg Kravis Roberts Private Equity Investors
LATAM	Latin America (comprend les pays d'Amérique latine)
LBI	Leveraged Buy-In
LBO	Leveraged Buy-Out
LIBOR	London InterBank OfferedRate
LPE	législation sur la protection de l'emploi
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
MBS	Mortgage-Backed Security
MIF	marchés d'instruments financiers
MIT	Massachusetts Institute of Technology
MVCE	Modèle Vectoriel à Correction d'Erreur
NEER	Nominal Effective Exchange rate
NESTA	National Endowment for Science, Technology and the Arts
NFA	Net Foreign Asset
NTIC	Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication
NVCA	National Venture Capital Association
NYSE	New York Stock Exchange

OCDE	OCDE : Organisation de coopération et de développement économique
OPA	Offre Publique d'Achat
PASF	Plan d'action pour les services financiers
PIB	Produit intérieur brut
PIPE	Private Investment in Public Equity
PME	Petites et moyennes entreprises
PPI	Producer Price Index
R & D	Recherche et Développement
REER	Real Effective Exchange rate
RES	Rachat des Entreprises par les Salariés
RFID	Radio-frequency identification
ROA	Return On Assets
RLBO	Reverse Leveraged Buy-Out
SBIC	Small Business Investment Company
SBO	Securitization Buy-Out
SCS	sociétés en commandité simple
SDR	Sociétés de Développement Régional
SEA	Single European Act
SEC	Securities and Exchange Commission
SEIU	Service Employees International Union
SIV	Structured investment vehicle
SPV	Special Vehicle Purpose
TCR	Taux de change réel
TCRE	Taux de Change Réel d'Equilibre
TFP	Total Factor Productivity
TRI	Taux interne de rentabilité
USA	United States of America
USD	United States Dollar
VA	Valeur Actualisée Nette
VC	Venture Capital

Tables des figures

Table des graphiques:

Graphique 1 : Évolution des flux mondiaux de capital investissement exprimés en pourcentage des flux mondiaux des Investissements Direct à l'Étranger (IDE).....	11
Graphique 2 : Valeurs des actifs des investisseurs institutionnels et capitalisation des marchés financiers en 1996	42
Graphique 3 : Investissements et levées de fonds au niveau mondial	44
Graphique 4 : Investissements mondiaux dans les hautes technologies de 1998 à 2007.....	45
Graphique 5 : Investissements mondiaux en Leveraged Buy Out de 1998 à 2007.....	46
Graphique 6 : Investissements et levées de fonds, en Amérique du Nord en 2007	48
Graphique 7 : Flux totaux de capital investissement en Amérique du Nord de 1998 à 2007 (en milliards de dollars USD).....	49
Graphique 8 : Investissements en haute technologie en Amérique du Nord de 1998 à 2007 (en milliards de dollars USD).....	49
Graphique 9 : Investissements en Leveraged Buy-Out en Amérique du Nord de 1998 à 2007 (en milliards de dollars USD).....	50
Graphique 10 : Répartition des investissements en Amérique du Nord en 2007.....	50
Graphique 11 : Investissements totaux et levées de fonds en Europe de 1998 à 2007	51
Graphique 12 : Investissements en haute technologie en Europe de 1998 à 2007.....	52
Graphique 13 : Investissements en Leveraged Buy-Out en Europe de 1998 à 2007	52
Graphique 14 : Répartition des investissements en Europe en 2007	53
Graphique 15 : Principaux marchés du capital investissement en Europe en 2007	54
Graphique 16 : Investissements totaux et fonds levés en Asie de 1998 à 2007	55
Graphique 17 : Investissements en Leveraged Buy-Out en Asie de 1998 à 2007	55
Graphique 18 : Investissements dans les hautes technologies en Asie, de 1998 à 2007.....	56
Graphique 19 : Répartition des opérations de capital investissement en Asie, en 2007	57
Graphique 20 : Cinq principaux marchés du capital investissement en Asie en 2007.....	57
Graphique 21 : Appétence de la population pour l'innovation	63
Graphique 22 : Matrice du Boston Consulting Group	79
Graphique 23 : Evolution de la part du PIB consacrée à la Recherche et Développement dans les pays de l'OCDE de 1981 à 2006	85
Graphique 24 : Taux de croissance en valeur des opérations de capital investissement par segment suite à une hausse de 0,1 % du PIB	94
Graphique 25 : Rendements bruts des sociétés sous LBO et non LBO	123
Graphique 26 : Rendements ajustés des sociétés sous LBO et non LBO	123
Graphique 27 : Nombre d'études empiriques analysant l'impact du capital transmission/LBO sur l'emploi de 1983 à 2008.....	129
Graphique 28 : Fonction de satisfaction des clients de supermarchés et d'hypermarchés	137
Graphique 29 : Evolution de la création nette d'emploi des entreprises sous LBO.....	143
Graphique 30 : Créations d'emplois réalisées par les LBO, le capital risque et le capital développement en Europe de 2000 à 2004.....	144
Graphique 31 : Évolution de la masse monétaire en pourcentage de PIB de 1980 à 2007....	181
Graphique 32 : Évolution du taux directeur de la FED et des taux d'intérêt hypothécaire fixe et variable de 1991 à 2009.....	182
Graphique 33 : Taux de croissance annuel des prix de l'immobilier aux États-Unis	182
Graphique 34 : Taux de défaut pour les principales catégories de prêt	183
Graphique 35 : Part des prêts entrant en procédure de saisie, par catégories	184
Graphique 36 : Levées de fonds mondiales des opérations de distressed debt	194

Graphique 37 : Répartition géographique des distressed debt en 2011	195
Graphique 38 : Préférences des investisseurs internationaux en distressed debt par secteur d'activité en 2012	196
Graphique 39 : Émission trimestrielle mondiale de CDO en milliards de dollars USD (Collateralized Debt Obligation) de 2005 à 2010	198
Graphique 40 : Évolution du LSTA Leverage Loan 100 Index de 2007 à 2011	204
Graphique 41 : Emission de CLO, par trimestre, aux États-Unis, de 2004 à 2013 (en milliards de dollars USD).....	205
Graphique 42 : Pourcentage de dettes LBO décotées	206
Graphique 43 : Taux de défaut des sociétés qui ont recours au capital investissement sur la période 2008-2009.....	207
Graphique 44 : Évolution du taux de défaut, en Europe, des crédits notés « spéculative grade » de 2003 à 2012 (sur 12 mois glissants)	208
Graphique 45 : Spread des LBO non-CLO et CLO sur la période 2004-2008	212
Graphique 46 : Evolution du ratio valeur d'entreprise/EBITDA des grands LBO de 1982 à 2006.....	213
Graphique 47 : Evolution du ratio de couverture d'intérêts des LBO de 1982 à 2006.....	214
Graphique 48 : Évolution des levées de fonds mondiales de capital investissement de 2007 à 2011	233
Graphique 49 : Levées de fonds du marché secondaire mondial du capital investissement de 1996 à 2011	240
Graphique 50 : Composition des levées de fonds mondiales du private equity par répartition géographique (en milliards de dollars USD).....	242
Graphique 51 : Chiffre d'affaires annuel des sociétés de capital investissement en fonction de la croissance économique des pays	243
Graphique 52 : Facteurs clés d'attractivité des pays du BRICS	247
Graphique 53 : Facteurs d'attractivité pour les opérations de private equity dans les pays du BRICS	248
Graphique 55 : Intentions d'investissement pour 2013 et 2014 par région	252
Graphique 54 : Répartition des répondants par région.....	252
Graphique 56 : Taux de change réel observé et valeurs d'équilibre, États-Unis	273
Graphique 57 : Taux de change réel observé et valeurs d'équilibre, Royaume-Uni	273
Graphique 58 : Taux de change réel observé et valeurs d'équilibre, France	274
Graphique 59 : Taux de change réel observé et valeurs d'équilibre, Allemagne.....	274
Graphique 60 : Taux de change réel observé et valeurs d'équilibre, Chine.....	275
Graphique 61 : Mésalignement effectif en 2011 à partir des estimations réalisées sur le modèle à échantillon complet et sur échantillon restreint (modèle de référence).....	276
Graphique 62 : Taux de change réel d'équilibre, États-Unis. Robustesse temporelle (modèle de référence).....	277
Graphique 63 : Taux de change réel d'équilibre, Royaume-Uni. Robustesse temporelle (modèle de référence).....	277
Graphique 64 : Taux de change réel d'équilibre, France. Robustesse temporelle	278
Graphique 65 : Taux de change réel d'équilibre, Allemagne. Robustesse temporelle (modèle de référence).....	278
Graphique 66 : Taux de change réel d'équilibre, Chine. Robustesse temporelle	279
Graphique 67 : Répartition des opérations de capital investissement en pourcentage, États-Unis	293
Graphique 68 : Répartition des opérations de capital investissement en pourcentage, Royaume-Uni	294

Graphique 69 : Répartition des opérations de capital investissement en pourcentage, France	295
Graphique 70 : Répartition des opérations de capital investissement en pourcentage, Allemagne	296
Graphique 71 : Répartition des opérations de capital investissement en pourcentage, Chine	297

Tables des figures:

Figure 1 : Capital investissement et cycle de vie de l'entreprise	59
Figure 2 : Processus du capital investissement	60
Figure 3 : Capital amorçage et cycle de vie des entreprises.....	62
Figure 4 : Montage d'une opération de LBO avec endettement	68
Figure 5 : Principaux montages de Leveraged Buy-Out (LBO)	70
Figure 6 : Structure organisationnelle du capital investissement	77
Figure 7 : Segmentation du capital investissement	80
Figure 8 : Résolution des conflits d'intérêts au sein des entreprises sous LBO selon les approches conflictuelle et coopérative	108
Figure 9 : Gestion des ressources technologiques selon Morin	110
Figure 10 : Décision d'investissements dans un projet en absence d'endettement.....	113
Figure 11 : Décision d'investissements dans un projet en présence d'endettement	114
Figure 12 : Evolution moyenne du Cash flow des entreprises net trois ans après leurs LBOs	117
Figure 13 : Chaîne globale de distribution des supermarchés Auchan France	139
Figure 14 : Impact du capital investissement sur l'emploi à moyen terme.....	148
Figure 15 : Canal de transmission du risque systémique du capital investissement à l'économie réelle par le système bancaire.....	164
Figure 16 : Les enchainements à l'origine de la crise des subprimes	179
Figure 17 : Transmission de la crise des subprimes à la sphère réelle.....	185
Figure 18 : Acteurs clés et frictions dans le processus de titrisation des crédits hypothécaires subprimes	188
Figure 19 : Architecture d'un SBO avec financement structuré	200
Figure 20 : Structure des Collateralized Loan Obligation (CLO).....	202
Figure 21 : Réformes réglementaires de Bâle 2,5 et Bâle 3	229
Figure 22 : Théorie du taux de change d'équilibre	282

Table des tableaux:

Tableau 1 : Répartition des flux mondiaux de capital investissement	12
Tableau 2 : Libéralisation financière en Europe	43
Tableau 3 : Classement des vingt principaux marchés du capital investissement en 2007	47
Tableau 4 : Estimation de la relation de cointégration.....	93
Tableau 5 : Performance des entreprises sous LBO et des sociétés non LBO.....	121
Tableau 6 : Déterminants du niveau d'emploi	134
Tableau 7 : Impact des MBO et des MBI sur l'emploi	141
Tableau 8 : Croissance du niveau d'emploi des entreprises sous LBO par rapport à la moyenne de leur industrie en Europe sur la période 2000 à 2006	142
Tableau 9 : Risques internes à l'activité de capital investissement.....	150
Tableau 10 : Evolution du rendement et du risque systémique en fonction de la durée de vie des fonds de capital investissement.....	158
Tableau 11 : Mutations du système de gestion des risques financiers aux États-Unis.....	187
Tableau 13 : Composition de l'échantillon	196
Tableau 14 : Intérêt du SBO pour les parties prenantes du rachat	200
Tableau 15 : Nombre de défauts d'entreprises en Europe de 2003 à 2012 pour les crédits privés et pour la catégorie « spéculative grade »	209
Tableau 16 : Taux de défaut des crédits en Europe, par pays, de 2008 à 2012.....	210
Tableau 17 : Quinze plus grands LBO de l'histoire du secteur	219
Tableau 18 : Notes des trois principales agences de notations mondiales	220
Tableau 19 : Scénarios prédisant les possibilités d'évolution futures du capital investissement selon la Théorie de Lerner.....	222
Tableau 20 : Piliers de la réforme réglementaire Solvency II.....	231
Tableau 21 : Réformes réglementaires applicables en fonction des régions.....	239
Tableau 22 : Répartition des investissements de private equity dans les pays émergents	245
Tableau 23 : Point de vue des investisseurs sur les freins à l'investissement dans les pays émergents pour les années 2012 et 2013	250
Tableau 24 : Dix plus grands investissements chinois réalisés en France (en millions de dollars USD).....	258
Tableau 25 : Test de racine unitaire en panel.....	283
Tableau 26 : Tests de cointégration en panel de Pedroni.....	285
Tableau 27 : Vecteur de cointégration	286
Tableau 28 : Structure des marchés de capital investissement, États-Unis.....	293
Tableau 29 : Structure des marchés de capital investissement, Royaume-Uni.....	294
Tableau 30 : Structure des marchés de capital investissement, France.....	295
Tableau 31 : Structure des marchés de capital investissement, Allemagne	296
Tableau 32 : Structure des marchés de capital investissement, Chine	297
Tableau 33 : Synthèse des études empiriques analysant le lien entre IDE et le taux de change	302
Tableau 34 : Test de racines unitaires	308
Tableau 35 : Tests de cointégration.....	310
Tableau 36 : Vecteurs de cointégration de la relation de long terme des flux entrants de capital investissement et de ses déterminants (échantillon complet).....	311
Tableau 37 : Test de robustesse de l'échantillon (États-Unis exclu)	312
Tableau 38 : Test de robustesse temporelle (Modèle 3).....	312

Tables des matières

REMERCIEMENTS.....	3
SOMMAIRE.....	7
INTRODUCTION GENERALE	9
PARTIE I - FONDEMENTS DU CAPITAL INVESTISSEMENT	27
INTRODUCTION DE LA PARTIE 1.....	27
Chapitre 1 - Structure organisationnelle du secteur.....	29
INTRODUCTION DU CHAPITRE 1	29
Section 1 : Analyse de l'activité de sa naissance à nos jours.....	30
Sous-section 1 : Émergence du capital risque aux États-Unis de 1946 à 1969.....	30
Sous-section 2 : Essor et diversification de l'activité pendant les années soixante-dix...	33
Sous-section 3 : Expansion en Europe de 1980 à 1994.....	36
Sous-section 3.1 : Évolution des opérations de venture capital de 1980 à 1994.....	37
Sous-section 3.2 : Croissance des opérations de « non venture private equity » de 1980 à 1994	38
Sous-section 4 : Fin de la décennie quatre-vingt-dix à 2007 : le marché du capital investissement à l'aune de la crise	40
Sous-section 4.1 : Au niveau mondial.....	44
Sous-section 4.2 : En Amérique du Nord.....	48
Sous-section 4.3 : En Europe	51
Sous-section 4.4 : En Asie pacifique.....	54
Section 2 : Composition des investissements.....	58
Sous-section 1 : Le capital risque au sens strict	61
Sous-section 1.1 : Le seed capital ou capital d'amorçage.....	61
Sous-section 1.2 : Le capital risque.....	65
Sous-section 2 : Le capital développement	66
Sous-section 3 : Le capital transmission/LBO	67
Sous-section 4 : Le capital retournement	71
Section 3 : Les intervenants du marché.....	72
Sous-section 1 : Les entreprises	72
Sous-section 2 : Les intermédiaires.....	73
Sous-section 3 : Les investisseurs	74
Sous-section 4 : Les agents et conseillers	74
CONCLUSION DU CHAPITRE 1	76
Chapitre 2 - Déterminants de l'activité	81
INTRODUCTION DU CHAPITRE 2.....	81
Section 1 : Facteurs culturels	82
Sous-section 1 : Acceptation du capital investissement par la société.....	82

Sous-section 2 : Niveau de dépenses en Recherche et Développement.....	83
Section 2 : Facteurs législatifs.....	86
Sous-section 1 : Degré de rigidité du marché du travail et coûts unitaires de la main- d'œuvre	86
Sous-section 2 : Transparence comptable et incitations fiscales.....	88
Section 3 : Facteurs économiques	89
Sous-section 1 : Développement des marchés financiers.....	90
Sous-section 1.1 : Les rendements des marchés financiers.....	90
Sous-section 1.2 : Liquidité des marchés financiers	91
Sous-section 2 : Taux de croissance du produit national brut.....	92
Sous-section 3 : Taux d'intérêt réel.....	94
 CONCLUSION DU CHAPITRE 2.....	 96
 CONCLUSION DE LA PARTIE 1.....	 98
 PARTIE II - LES ENJEUX ECONOMIQUES DE L'INTEGRATION DU CAPITAL INVESTISSEMENT	 99
 INTRODUCTION DE LA PARTIE 2.....	 99
 Chapitre 3 - Effets du capital investissement sur la compétitivité des entreprises	 103
 INTRODUCTION DU CHAPITRE 3	 103
Section 1 : Le débat théorique.....	104
Sous-section 1 : Théories du niveau d'efficience.....	105
Sous-section 1.1 : Théories de la convergence des intérêts	105
Sous-section 1.2 : Théories de la croissance interne	109
Sous-section 2 : Théories relatives au poids de la dette.....	112
Section 2 : Analyses empiriques de l'impact du capital investissement sur la performance des entreprises	115
Sous-section 1 : Sur le moyen terme	115
Sous-section 2 : Sur le long terme.....	119
 CONCLUSION DU CHAPITRE 3	 125
 Chapitre 4 - Impact du capital investissement sur emploi	 127
 INTRODUCTION DU CHAPITRE 4.....	 127
Section 1 : La controverse théorique.....	128
Sous-section 1 : Les théories de transfert de richesse	130
Sous-section 2 : Les théories de la création de valeur.....	131
Section 2 : Analyses empiriques de l'impact du capital investissement sur l'emploi.....	132
Sous-section 1 : Sur le court terme.....	132
Sous-section 2 : Sur le moyen terme et sur long terme	140
 CONCLUSION DU CHAPITRE 4.....	 146

Chapitre 5 - Capital investissement et risques économiques.....	149
INTRODUCTION DU CHAPITRE 5	149
Section 1 : Les risques intrinsèques du capital investissement	150
Sous-section 1 : Le risque de placement	151
Sous-section 2 : Le risque de liquidité	151
Sous-section 3 : Le risque de marché.....	152
Sous-section 4 : Le risque d'investissement	152
Sous-section 4.1 : Défaillance du niveau de contrôle des sociétés du portefeuille....	153
Sous-section 4.2 : Divergence de la valeur liquidative calculée des parts sociales par rapport à leur valeur réelle	154
Sous-section 5 : Dispositions contractuelles pour limiter l'exposition des investisseurs aux risques internes	154
Section 2 : L'activité de capital investissement peut-elle être à l'origine d'une crise systémique ?.....	156
Sous-section 1 : Risques spécifiques des LBO pour le système économique.....	159
Sous-section 1.1 : RLBO et risque d'érosion de la cote des marchés boursiers	159
Sous-section 1.2 : Innovations financières et transmission d'actions de sociétés sous LBO aux particuliers	160
Sous-section 2 : Identification du canal de propagation du risque systémique.....	160
Sous-section 2.1 : Affaiblissement de la qualité des portefeuilles de dette des banques de second rang.....	161
Sous-section 2.2 : Crise de liquidité sur les marchés interbancaires.....	161
Sous-section 2.3 : Contagion à la sphère réelle par le canal du crédit bancaire.....	162
CONCLUSION DU CHAPITRE 5	165
CONCLUSION DE LA PARTIE 2.....	167
PARTIE III - CAPITAL INVESTISSEMENT ET CRISE ECONOMIQUE : UNE ANALYSE DES MECANISMES DE CAUSES A EFFETS	171
INTRODUCTION DE LA PARTIE 3.....	171
Chapitre 6 - Évaluation de la responsabilité du capital investissement dans la crise économique initiée en 2008	175
INTRODUCTION DU CHAPITRE 6	175
Section 1 : Mécanismes de la crise.....	178
Section 2 : Analyse de la responsabilité du capital investissement dans la crise.....	186
Sous-section 1 : Le capital investissement a-t-il joué un rôle décisif dans la crise ?....	186
Sous-section 2 : Ou a-t-il été un bénéficiaire indirect de la crise ?.....	191
Sous-section 2.1 : Faible taux d'intérêt, titrisation et essor des LBO	191
Sous-section 2.2 : Un contexte économique favorable au marché des « distressed debt »	194
Section 3 : Les LBO peuvent-ils être à l'origine d'une nouvelle crise ?	197
Sous-section 3.1 : SBO avec financement structuré	199
Sous-section 3.2 : SBO avec obligations à hauts rendements.....	201
Sous-section 3.3 : SBO et risque systémique	203

CONCLUSION CHAPITRE 6.....	216
Chapitre 7 - Évolution du capital investissement suite aux réformes réglementaires adoptées consécutivement à la crise.....	221
INTRODUCTION DU CHAPITRE 7	221
Section 1 : Les quatre scénarios prédictifs de la théorie de Lerner.....	222
Section 2 : Réformes réglementaires relatives au capital investissement	225
Sous-section 1 : Des effets directs et indirects sur l'activité.....	225
Sous-section 2 : Quel impact sur le financement des entreprises ?.....	232
Sous-section 3 : Y a-t-il une confusion entre les Hedges Funds et le capital investissement ?.....	236
Sous-section 4 : Les pays émergents : des territoires à l'attractivité grandissante pour les opérations de capital investissement	241
Section 2 : Mais également des marchés où des obstacles au développement du capital investissement demeurent	249
CONCLUSION DU CHAPITRE 7	253
CONCLUSION DE LA PARTIE 3.....	254
PARTIE IV - ESTIMATION DES DETERMINANTS DES FLUX ENTRANTS ETRANGERS DE CAPITAL INVESTISSEMENT	259
INTRODUCTION DE LA PARTIE 4.....	259
Chapitre 8 - Détermination du taux de change réel d'équilibre par approche du BEER	261
INTRODUCTION DU CHAPITRE 8	261
Section 1 : Démarche empirique	264
Section 2 : Données.....	267
Section 3 : Test de racines unitaires et de cointégration	269
Section 4 : Résultats	271
Section 5 : Tests de robustesse	275
Sous-section 1 : Tests de robustesse de l'échantillon	275
Sous-section 2 : Tests de robustesse temporelle	276
CONCLUSION DU CHAPITRE 8.....	280
ANNEXE DU CHAPITRE 8	282
Chapitre 9 - Attractivité, taux de change et flux entrants de capital investissement.....	287
INTRODUCTION DU CHAPITRE 9	287
Section 1 : Méthodologie	290
Section 2 : Données.....	291
Section 3 : Test de racines unitaires et de cointégration	298

Section 4 : Résultats	299
Section 5 : Tests de robustesse	300
Sous-section 1 : Test de robustesse de l'échantillon	300
Sous-section 2 : Test de robustesse temporelle	300
CONCLUSION DU CHAPITRE 9	301
ANNEXE DU CHAPITRE 9	302
CONCLUSION DE LA PARTIE 4.....	313
CONCLUSION GÉNÉRALE	315
BIBLIOGRAPHIE	329
LISTE DES ACRONYMES	346
TABLES DES FIGURES.....	349
TABLES DES MATIERES	355