

**La génération de la valeur dans les opérations de capital
investissement : proposition d'une revue de la littérature adaptée
aux pays émergents.**

**Value generation in Private Equity transactions: proposal of a
literature review adapted to emerging countries.**

TAOUFIK AMINE TALEB

Doctorant en Sciences de Gestion
Groupe ISCAE : Casablanca ; Maroc
Centre de recherche du Groupe ISCAE, laboratoire Finance
taoufikamine10@gmail.com

Date de soumission : 11/04/2019

Date d'acceptation : 07/06/2019

Pour citer cet article :

Taleb. T.A. (2019) « La génération de la valeur dans les opérations de CI : proposition d'une revue de littérature adaptée aux pays émergents », Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Numéro 9 : Juin 2019 / Volume 4 : numéro 1 » p : 80 - 105

Résumé

Le capital investissement (dorénavant CI) est devenu aujourd'hui une classe d'actif omniprésente dans chaque économie, qui va au-delà de la simple intermédiation financière vers une forme hybride d'entrepreneuriat active. Au Maroc comme dans d'autres pays de l'Afrique du Nord, il devient de plus en plus important de comprendre le fonctionnement et le processus de création de la valeur qui motive la raison d'être de ce type de fonds d'investissement sur le continent. Élément centrale dans la réflexion des capital investisseurs, la réalisation de la création de la valeur est sujette à une assimilation de ses leviers et méthodes, selon la contingente, notamment dans un contexte de marchés émergents.

L'objectif de ce papier est de pouvoir proposer une synthèse de la revue de la littérature traitant de la question de la création de la valeur dans les opérations de CI en général et au niveau des pays émergents en particulier.

Mots clés : Capital investissement, Valeur, Value Based Management, Société de Gestion (SDG), marchés émergents.

Abstract

Today, Private Equity (from now on PE) has become an ubiquitous asset class in every economy, going beyond mere financial intermediation to a hybrid form of active entrepreneurship. In Morocco, as in other North African countries, it is becoming increasingly important to understand their operational model and the process of value generation that motivates the rationale for this type of investment fund on the continent. As a focal idea among private equity investors considerations, value creation achievement is subject to an in-depth assimilation of its levers and methods, depending on the contingent, especially in a context of emerging markets.

The purpose of this paper is to provide a summary of the literature review dealing with the issue of value creation in PE transactions in general and at the level of emerging countries in particular.

Key words: Private Equity, Value, Value Based Management, Private Equity firm, emerging markets.

Introduction : contexte et objectifs de l'article

Lors de la dernière décennie, le Maroc ainsi que d'autres pays africains, ont connu un chamboulement important sur la scène de leurs économies financières. L'un des principaux sculpteurs de ce changement est indéniablement le capital investissement. Le poids et le développement de cette activité dans le panorama marocain et régional restent parmi les plus rapide (i.e. à 0,08%¹ du PIB marocain). Cette effervescence n'est qu'à son début, les praticiens et experts estiment que le rôle à jouer des sociétés de gestion (dorénavant SDG), ne fera que se renforcer suite à la dynamique des grands chantiers d'infrastructures lancés au niveau du continent (Irrmann, G. 2008). Ceci amènera les fonds d'investissement (au sens large) à jouer un rôle d'investisseur accompagnateurs, afin d'aider à la réussite de ces chantiers.

Aujourd'hui, il serait trivial de penser que la valeur résultante des opérations CI et son processus, sont des fruits du pur hasard. C'est plutôt une résultante d'un long processus de réflexion et de décisions, qui conduit les fonds de CI à créer et gérer la valeur (Hannus, 2015). Partant de cela, il convient de se poser les questions suivantes : **(i) quelle est la définition de la valeur ? (ii) par quel processus cette valeur est générée, notamment dans le contexte de marchés émergents ? Et quelles sont les leviers permettant de créer de la valeur ?**

A la lumière de ces questions, ce travail se veut complémentaire à la littérature existante. Il permettra dans un premier temps (i) de faire le topo sur le fonctionnement du CI et sa réalité dans les marchés émergents, notamment au Maroc² et (ii) de proposer une synthèse des principaux trends de la littérature existante traitant de la question de la génération de la valeur dans les transactions de CI. De surcroît, nous souhaitons proposer une réflexion sur une grille d'analyse ad hoc au contexte des marchés émergents, permettant une compréhension du fonctionnement de cette classe d'actif et son processus de la génération de la valeur.

Le présent papier se présente comme suit : (i) une revue de littérature portant sur le mode de fonctionnement des fonds de CI, (ii) un cadrage de la définition de la valeur et (iii) un focus sur le processus de la génération de la valeur dans le cadre des transactions de CI en général, contextualisé aux pays émergents.

¹ Rapport annuel de l'AMIC 2018

² Dans sa publication : "The Case for Emerging Market Private Equity", l'IFC (banque mondiale) intègre le Maroc dans la circonscription des pays considérés comme émergent, dans le cadre des investissements de l'industrie du capital investissement.

1. Dans la tête des fonds de capital investissement : création de la valeur, de quelle valeur parle-t-on ?

1.1 Proposition de définition :

Encore mal connue par les différents acteurs des économies émergentes, l'activité contemporaine du PE trouve sa genèse aux Etats Unis, à partir des années 70. Elle s'est développée avec une vitesse fulgurante, la ramenant aujourd'hui à adopter un nom sous le schéma de financement le plus adoptée par les praticiens à l'international : « Buyouts » ou « Leverage BuyOut » (dorénavant LBO) (Stromberg & Kaplan, 2009). Dans une transaction Buyout typique, la SDG acquiert la majorité de contrôle de la société cible, ce qui lui confère les droits de propriété et la majorité des droits de vote. Cet investissement est majoritairement financé par dette. Cette dernière est garantie par les actifs de la société cible. Cependant, la littérature existante trouve sa source ancrée essentiellement dans les marchés développés (ex. Etats Unis, Grande Bretagne, Europe Continentale, etc.). Malgré l'importance de ces définitions et des travaux qui ont été effectués, les définitions présentées (dont celle abordée ci-haut) dans les études, soulèvent un besoin de contextualisation par rapport aux marchés émergents en général et plus particulièrement par rapport au cas du Maroc. Selon la littérature, par définition, **une opération Private Equity** est considérée comme étant une opération « Leveraged BuyOut » ou « Buyout ». A date d'aujourd'hui, dans les économies avancées, les opérations PE sont toutes financées par une large portion de levée de dette (i.e. \approx 80%) (Rikato, 2014) et une minorité de fonds propres. Contrairement, dans le contexte marocain, les opérations PE ne signifient pas systématiquement des opérations LBO. En effet, plusieurs opérations au Maroc dites PE, sont financées uniquement par fonds propres ou quasi-fonds propres³.

A cet effet, l'AMIC définit le capital investissement comme étant *«une activité financière consistant à effectuer une prise de participation (sous forme de capital, de titres de créances convertibles ou non ainsi qu'en avances en comptes courants d'associés) pour une durée déterminée dans des entreprises non cotées ayant besoin de fonds propres ou de quasi-fonds propres, On utilise parfois indifféremment les termes « Capital Risque » (traduction de l'anglais « venture capital») et « Capital Investissement ». Cependant, il semble plus*

³ Site officiel de l'AMIC : <http://www.amic.org.ma/>

judicieux de distinguer ces deux notions. Ici, l'expression « Capital Investissement » sera utilisée comme terme générique alors que le terme « Capital Risque » sera réservé au financement des entreprises en création ».

Nous retrouvons dans cette définition deux points importants : (i) la distinction entre le capital investissement stricto-sensu et le capital-risque. Ce dernier, est destiné à financer les entreprises en création et (ii) la possibilité de financement de l'opération avec de la dette, quasi-fonds propres ou fonds propres. Il convient de préciser que le présent papier exclut de son périmètre les fonds de capital-risque

Une autre définition qui paraît intéressante et qui complète celle de l'AMIC est celle de l'ASCRI⁴ et qui définit le PE comme étant la résultante de la sommation suivante :

$$\textit{Private Equity} = \textit{Capital} + \textit{Management Support} + \textit{Experience} + \textit{Contacts}$$

Cette définition complémentaire, met le doigt sur la caractéristique entrepreneuriale de cette activité, qui se cristallise à travers (i) un support managérial, fruit d'années d'expériences des GPs, visant l'amélioration du processus de gouvernance de l'entreprise cible et (ii) un réseau de contact assez large, permettant d'accélérer le processus de croissance du projet financé.

1.2 Comprendre le fonctionnement des fonds de capital investissement

Dans la pratique, la structure d'un fonds de capital investissement est toujours organisée sous la forme d'un partenariat limitée, plus communément appelé « Limited Partnership - LP ». D'une manière similaire à la SARL, la structure a le bénéfice de porter juridiquement les fonds levés et de permettre un alignement entre les intérêts des investisseurs et les gérants du fonds ou « General Partners » (dorénavant GPs). La version primaire du capital investissement moderne a commencé en 1946 avec l'Inception de l'ARD : « American Research and Development » par George Doriot, professeur à Harvard Business School. Cette institution constitue le premier fonds de capital-risque (forme initiale du CI au sens large) s'intéressant aux entreprises innovantes qui produisaient de nouvelles technologies. A l'opposé des véhicules d'investissement dédiés à la gestion de fortune familiale de l'époque, le fonds créé était le premier de son genre à sourcer ses levés de fonds à partir de l'argent des institutionnels. Cependant, le point faible rencontré par ces fonds est la gestion interne qui

⁴ The Spanish Association of Capital Risk Entities – Rapport 2012: “Social and Economic Impact of Private Equity”

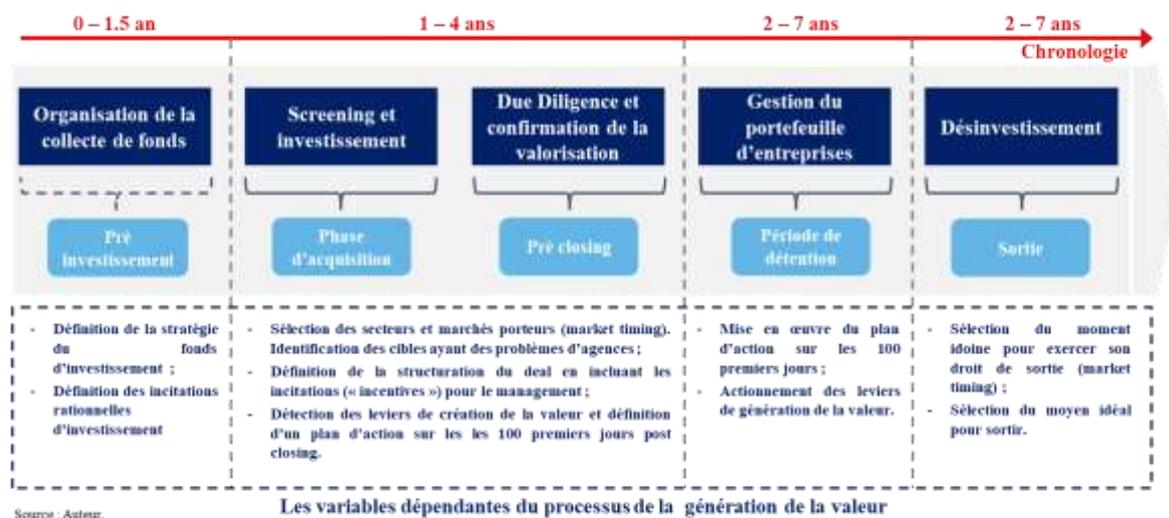
était similaire à un fonds mutuel, où le manager qui faisait tout le travail fastidieux de screening, due diligence, négociation et closing de la transaction, n'était que faiblement rémunéré avec un fixe et une prime plafonnée à (~2 000 USD), tandis que les investisseurs institutionnels bénéficiaient de retour importants (Kaiser & Westarp, 2010). Cette situation révélait une problématique d'agence au sein même de la société de gestion et incitait à l'instauration d'une nouvelle forme de gestion des investissements des institutionnels. La « Limited Partnership » était à l'époque la solution la plus appropriée puisqu'elle permettait aux managers des investissements de toucher à une part des rendements générés via le portefeuille d'entreprises investies, alignant ainsi les intérêts. Aujourd'hui, les managers des investissements s'associent sous une forme de société de gestion (SDG) appelée communément « Private Equity firm », qui agissent en tant que « General Partners ». Leurs principaux objectifs sont :

- (i) Lever des fonds auprès des investisseurs institutionnels « Limited Partners », propriétaires juridiques des fonds d'investissement (« Private Equity Fund) et responsables uniquement à hauteur de leurs apports. ;
- (ii) La sélection et l'investissement dans des entreprises cibles sur la base des critères favorisant la création de la valeur ; et
- (iii) Le désinvestissement du fonds après une durée de détention prédéterminée et remontée des rendements aux investisseurs.

Le rôle des GPs accapare donc une place pivot dans le processus d'investissement et de fonctionnement des fonds de capital investissement. Ils visent tout d'abord à obtenir des performances de rendements adéquats avec le profil d'investissement initialement promis aux LP (Harris et al., 2014). Cette performance est mesurée à l'aune de la génération de la valeur que les GP parviennent à générer au niveau de leurs portefeuilles. Le modèle opérationnel des fonds CI est basé sur la création de la valeur à travers différents leviers. En effet, le processus de création de la valeur est un processus transversal qui accompagne les différentes phases d'une transaction de capital investissement.

Le schéma ci-dessous, permet d'avoir un aperçu du cycle de vie d'une transaction de CI, en mettant en avant les phases de création de la valeur concomitante. Le processus de génération de la valeur, est un processus continu dans le temps qui dépend de plusieurs variables.

Figure 1 - Etapes d'une transaction de CI



Par ailleurs, de par le modèle opératoire des fonds CI et leur fonctionnement dans un contexte de pays émergents, cette industrie a démontré un intérêt particulier à une certaine catégorie d'entreprises plutôt qu'à une autre. Les études montrent que par excellence, le capital investissement s'intéresse particulièrement aux PME / PMI à fort potentiel. En effet, (Caselli, 2010), confirme que la majorité des opérations PE (ou buyout) européennes, portent sur le segment des small et mid caps. Le même constat est partagé par (O. Younès, 2012) et (Makhrout & Herradi, 2019), pour les marchés émergents. Cet engouement et cet intérêt pour cette catégorie d'entreprises sont en ligne avec le modèle opératoire des fonds de CI. Ces entreprises (i) disposent d'un potentiel de croissance plus important à plusieurs niveaux, (ii) offrent un profil rendement / risque adéquat avec la stratégie d'investissement et (iii) disposent d'une espérance de rendement plus attrayante. Ces résultats montrent qu'il existe un réel amalgame entre le capital investissement et la PME / PMI à fort potentiel.

2. Le concept valeur : jonction entre une vision économique et une vision managériale

La littérature révèle qu'il n'est pas un hasard que les fonds de capital investissement accordent un grand intérêt à la phase préinvestissement (Makhrout & Herradi, 2019). Cet intérêt s'inscrit dans une approche holistique intégrée de la génération de la valeur. Toutefois, il nous est important de se demander qu'est-ce que la valeur ? et plus précisément : qu'est-ce que la valeur dans le cadre d'une transaction de capital investissement ?

Le concept de la valeur est un concept large qui trouve son origine dans les sciences économiques. On ne peut parler de la valeur sans évoquer les sources de la valeur. En effet, la valeur est un concept intangible qui peut trouver toute son essence dans une ressource. Nous parlerons plutôt de « valuable resources » ou ressources précieuses / stratégiques. La théorie du management par les ressources (ou le « Resource Based Theory ») définit l'organisation comme étant un nœud de ressources. Dès lors, l'attention du management se focalise tout particulièrement sur les ressources stratégiques et leur management. Les différentes définitions, tendent à définir une ressource précieuse / stratégique, comme étant une ressource qui prévient des menaces de l'environnement concurrentiel et permet de saisir les opportunités du marché. D'autre part, elles sont précieuses, si tous simplement elles permettent de satisfaire le client final au coût le plus compétitif sur le marché (Aaker, D.A. 1989). Elles ont comme principales caractéristiques (i) la création de la valeur, (ii) la rareté, (iii) l'unicité, dans le sens où elles sont non imitables et non substituables. A travers ce qui précède, nous constatons que les ressources stratégiques constituent le sous-jacent de la valeur. Ceci dit, celles-ci ne génèrent pas de la valeur par elles-mêmes. Elles ne constituent pas un artefact indépendant. Elles sont un moyen palpable dans le processus de la génération de la valeur lors d'un acte économique.

(Bowman & Ambrosini, 2000), s'accordent à dire que le processus de génération de la valeur (au sens organisationnel et financier) et partant le profit, est la combinaison du facteur travail et des ressources précieuses. Adam Smith, a distingué entre deux types de valeur : la valeur d'usage et la valeur d'échange. La valeur d'usage d'un bien ou un service, se base principalement sur la notion de relativité. Elle fait référence à l'utilité de ce bien ou service par rapport à une personne. Parallèlement, la valeur d'échange est relative au prix du bien ou service et se base essentiellement sur la « quantité de travail commandé » (i.e. le facteur production). C'est cette dernière notion qui explique la différence entre les deux types de valeurs.

Pour rapprocher l'image à la finance et à notre thématique, nous pouvons dire que la création de valeur désigne le processus par lequel les dirigeants d'une société investissant un capital dans un projet dont le taux de rentabilité est supérieur au taux exigé des actionnaires et – toute chose égale par ailleurs (*Ceteris paribus sic stantibus*) - par rapport aux risques supportés. Au-delà du capital financier engagé, il y a le facteur travail qui sera mis en œuvre afin

d'atteindre l'objectif qui est de créer de la richesse aux actionnaires. Toutefois, dans les conditions théoriques de l'intervention du CI cette nouvelle création de valeur peut ne pas bénéficier uniquement aux actionnaires, mais aussi à l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise (Charreaux, 1998).

Sur un plan pratique, l'enjeu majeur des SDG est de maximiser la génération de la valeur actionnariale, pour qu'ils puissent atteindre des rendements intéressants. Cette perspective ne peut être atteinte sans un modèle de management basée sur la valeur (ou « Value Based Management » dorénavant VBM). (Munteanu, et al., 2012) définissent le VBM comme étant une approche moderne de gouvernance, concentrée sur la création de la valeur. Elle permet la mesure de la performance et l'alignement des intérêts à travers l'implémentation de mesures de motivations et de rémunérations adaptées. C'est un changement dans la durée qui permet une concentration sur trois piliers : (i) la création de la valeur, (ii) le management de la valeur et (iii) la mesure de la valeur. Le point de départ de l'implémentation de l'approche du VBM, qu'est la stratégie, doit être orienté vers la mise en œuvre de l'ensemble des moyens et ressources (notamment stratégiques) pour garantir l'aboutissement de l'organisation à un avantage concurrentiel, qui permettra de générer une croissance et un profit économique aux actionnaires.

Bien que de nombreuses critiques ont été adressées avec acuité à ce modèle de gestion de la valeur, notamment après la crise financière de 2008, ce modèle reste d'actualité et le plus facilement implémentable. Conscient de l'importance de trouver un modèle palliatif, praticiens et théoriciens s'accordent sur l'importance d'intégrer la dimension des critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) pour pallier aux déficiences de ce modèle capitalistique pure.

3. Synthèse des principaux modèles conceptuels de l'étude de la génération de la valeur dans les opérations de CI

Le système de management de la valeur dans les opérations CI s'est basé sur plusieurs cadres d'analyses. Nous citerons (Hannus, 2015, Schwetzler, 2007), qui tirent leur modèle de celui de (Berg & Gottschalg, 2003). Ces derniers ont identifié 3 principales dimensions indépendantes sur lesquelles on peut répartir par levier la génération de la valeur. Ce socle théorique a permis aux auteurs de développer un cadre tridimensionnel pour capturer par

phase et par effet le processus génération de la valeur et son mécanisme. L'idée est aussi de comprendre que l'origine de la génération de la valeur émane initialement de l'entreprise cible.

Les auteurs ont choisi – non sans raison – de parler de génération de la valeur au lieu de création de la valeur. La génération de la valeur est un concept beaucoup plus large qui permet l'unisson de leviers à la fois intrinsèques et extrinsèques. (Berg & Gottschalg, 2003) le définissent comme étant :

Génération de la valeur

$$= \textit{Leviers capturant la valeur} + \textit{Leviers de création de la valeur}$$

La littérature existante ressort que les auteurs et chercheurs se sont focalisés sur l'analyse de la génération de la valeur à travers la perspective des investisseurs (ou actionnaires). Bien que cette perception puisse paraître étroite, l'analyse la génération de la valeur à travers l'unique entonnoir de l'actionnaire est la représentation d'un vase communiquant qui reflète la performance opérationnelle et financière d'une entreprise à un instant donné. D'un point de vue financier, la création de la valeur (actionnariale) est mesurée à travers la variation de la valeur des fonds propres⁵ investis entre l'entrée et la sortie d'une transaction de capital investissement. Par conséquent la variation de la valeur des fonds propres et partant la génération de la valeur, est liée au moins à la variation de trois éléments :

- (i) Au multiple d'évaluation, et / ou
- (ii) À la variation de l'EBITDA⁶ et / ou
- (iii) À la variation de la dette nette financière.

Afin de raccorder les wagons, (Berg & Gottschalg, 2003) et (Hannus, 2015) proposent de distinguer ces leviers dans deux principales catégories : (i) les leviers capturant la valeur qui englobent le multiple d'évaluation de l'entreprise à l'entrée et à la sortie, élément extrinsèque de l'équation et (ii) les leviers de la création de la valeur qui sont principalement l'EBITDA et la variation de la dette. La première catégorie est considérée selon ce modèle comme étant une source extrinsèque, puise qu'elle capture la croissance (ou la décroissance) du marché dans lequel évolue l'entreprise cible. C'est un levier qui permet aussi d'exposer l'entreprise

⁵ Valeur des fonds propres = Multiple * EBITDA - Dette nette

⁶ Earnings Before Interests Taxes Depreciations and Amortizations.

cible aux opportunités et menaces du marché, mais aussi, il capture un effet de pouvoir de négociation (i.e. situation d'arbitrage) entre le vendeur et l'acheteur qui démontrent lors de la phase d'acquisition et de sortie, leur capacité de négociation et leur expertise.

La deuxième catégorie, est fondamentalement intrinsèque puisqu'elle émane d'une combinaison interne entre les ressources (humaines et monétaires) allouées à l'entreprise cible et de son mode de gouvernance. La variation de l'EBITDA, agrégat financier de référence des praticiens, est considéré comme un agrégat reflétant l'ensemble de ses interactions. Dans leur thèse, (Molander, et al., 2011), les auteurs affirment que l'utilisation de l'EBITDA est la plus saine d'un point de vue méthodologique vu que l'EBIT (i.e. le résultat opérationnel) et le résultat net sont facilement « polluable » avec des écritures comptables reflétant la politique de l'entreprise en termes d'investissement et de financement. Ces résultats confirment des études antérieures (Kaplan, 1989).

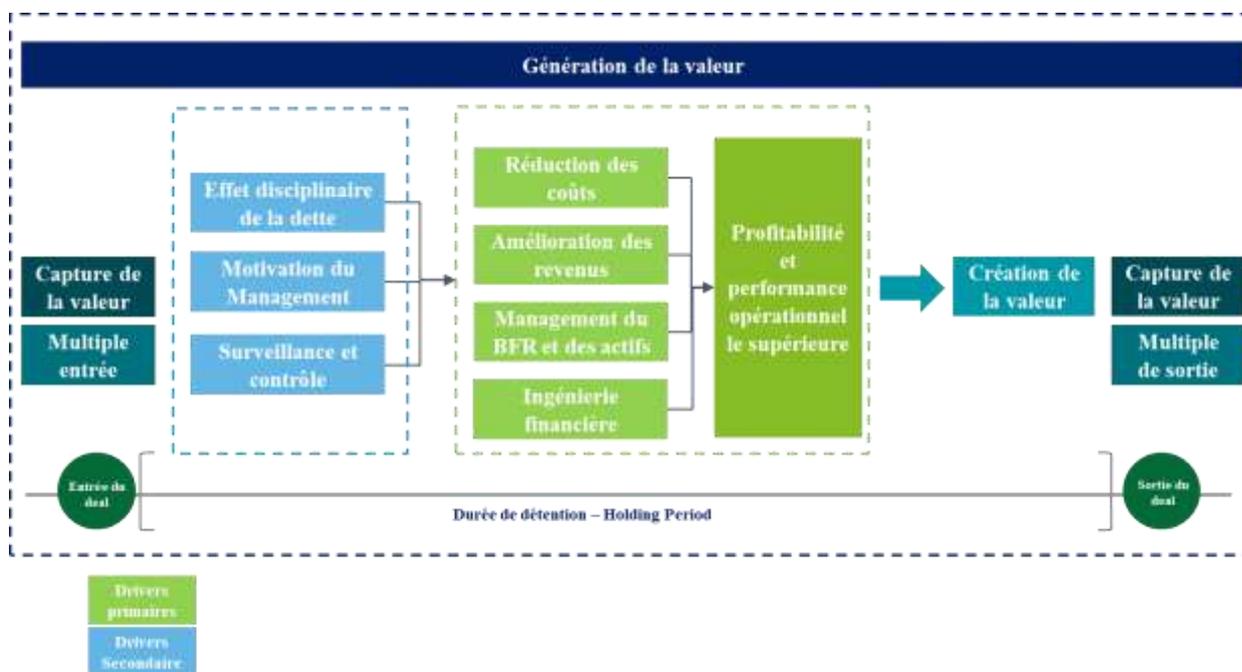
Les leviers de la création de la valeur, sont des leviers qui se rapportent fondamentalement au changement de la performance financière et opérationnelle du business lui-même, et ceci à travers l'amélioration des revenus, la diminution du BFR, etc. La création de la valeur qui découle du changement de ces agrégats est lié à la performance opérationnelle de l'entreprise cible (Kaplan, 1989 ; B. Schwetzler, 2007, Alpervoych et al., 2013, Puche et al., 2015).

(Berg & Gottschalg, 2003), proposent une analyse encore plus fine qui consiste à décomposer à un deuxième niveau, les leviers de la création de la valeur en : (i) leviers primaires et (ii) leviers secondaires. Inspiré du modèle de Michael Porter (1985), les auteurs affirment que *les leviers primaires* ; sont des leviers qui ont un impact direct sur les agrégats comptables et financiers de la société et amènent à une création de la valeur facilement mesurable à travers l'amélioration de la performance financière et opérationnelle. D'un autre côté, *les leviers secondaires* ; sont des leviers qui n'ont pas un impact direct (ou chiffrable) sur la performance financière et opérationnelle de l'entreprise cible, mais plutôt favorisent et soutiennent l'amélioration des leviers primaires.

(Castellaneta & Gottschalg, 2016), proposent de catégoriser la décomposition de la génération de la valeur sous-forme de stratégie adoptée par la SDG. Les GPs peuvent adopter une stratégie dite « de création de la valeur » qui nécessite un investissement important de la part de la SDG post transaction pour la réaliser, et / ou une stratégie dite « de sélection » qui

présume l'acquisition de la part de la SDG, d'une cible disposant d'un très fort potentiel en amont. Les auteurs affirment que cette dernière stratégie suppose que les SDG puissent bénéficier d'opportunités d'arbitrages lors de la phase de préinvestissement. Toutefois dans un contexte de marché émergents, les opportunités d'arbitrages ne sont que difficilement décelables et rendent plus difficile l'application de cette stratégie dans un contexte de pays émergents. Ces résultats confirment ceux de (Fontaine, 2014), et vont au-delà pour affirmer que cette stratégie peut être adaptée dans le cas où la thèse d'investissement de la SDG en question encourage une intervention minimale dans les opérations journalières des sociétés cibles.

Figure 2 Décomposition de la génération de la valeur



Source : Adaptation du modèle de l'article Bregand-Gottschlag (2003)

3.1 Leviers qualitatifs de la création de la valeur

Les leviers qualitatifs sont par nature difficilement quantifiables et mesurables, mais reflètent le noyau entrepreneurial de l'activité du capital investissement sous toutes ses formes. C'est l'exemple type de la subtilité des sciences de gestion dans l'analyse des phénomènes économiques, où l'interaction humaine a des conséquences sur les chiffres que peut produire cet artefact qu'est l'Entreprise. Nous proposons de faire un bref aperçu des différents types de drivers évoqués par la littérature.

- Effet disciplinaire de la dette :

L'effet disciplinaire de la dette n'a aucun impact direct sur les métriques comptables et financiers mais, il influence directement les objectifs des dirigeants et leurs comportements pour améliorer l'utilisation des Free Cash-flow (i) en remboursant le service de la dette, et (ii) en investissant le surplus des Flux de Trésorerie Disponible (dorénavant FTD) dans des projets profitables aux actionnaires. Bien évidemment cette situation est approprié aux transactions financées sous schéma LBO. Prenant compte de la spécificité des opérations PE dans l'occident, la contribution de (Jensen, 1986) fut la pierre angulaire pour démontrer l'importance de la théorie de l'agence comme prisme d'analyse de la problématique de la création de valeur dans les opérations PE. En effet, l'hypothèse de Jensen stipule que les opérations LBO faites par les fonds PE ont toujours été perçues comme une forme de mécanisme de gouvernance supérieure qui procure les changements et les incitations nécessaires à travers : (i) un pourcentage de détention substantiel de l'entreprise cible, (ii) la surveillance du comportement du management et (iii) l'utilisation de l'effet de levier comme étant un outil de discipline pour éviter la déperdition des ressources dans des projets à valeur actuelle nette (VAN) négative.

(Kaplan, 1989), et (Harris et al., 2002) affirment que dans le cadre des opérations LBO, l'atteinte d'une performance opérationnelle peut être achevée à travers la réduction des coûts d'agence, suite à l'existence d'un risque de faillite corrélé au remboursement du service de la dette. Les résultats des différentes études précitées ont attesté que l'utilisation du levier de la dette dans le cadre d'une opération de CI permet une réduction des coûts d'agence en réduisant la divergence d'intérêts entre l'actionnaire et le manager. La réduction de la discrétion du Management est la composante souche qui conditionne la réussite de l'alignement des intérêts du Management avec ceux de l'actionnaire.

En ce qui concerne les pays émergents, les études démontrent que l'utilisation de ce levier est mitigée et dépend fortement de la contingente du pays étudié (Fontaine, 2014, Younes, 2012). En effet, les pays catégorisés émergents, disposent de caractéristiques disparates et hétérogènes, ne permettant pas une utilisation systématique et identique du levier de dette. L'environnement culturel et organisationnel de ces économies ne favorise pas l'utilisation et l'acceptation de la dette dans son acception occidentale. L'évaluation culturelle du risque qui

en découle est souvent surdimensionnée et ne permet pas de bénéficier du boost de la performance du management sous contrainte de la faillite. Dans ce sens, pour contourner ces obstacles, les SDG s'orientent vers des méthodes de motivation à travers l'octroi d'un package intéressant, pour permettre un meilleur alignement des intérêts. Nous développerons ci-dessous ce levier.

- Motivation / alignement des intérêts du Management, surveillance et contrôle :

A côté de l'effet disciplinaire de la dette qui peut être considéré comme étant l'image du « bâton » pour le réaligement des intérêts, la motivation du Management dans les opérations de CI passe aussi à travers différents autres mécanismes qui peuvent être très encourageants pour concilier les divergences. Fer de lance de l'activité de CI dans les pays émergents, la qualité du Management de la société cible, est en effet un élément fondamental et transversal (quelque soit le pays étudié). Il prend compte de la capacité du Management à épouser le plan d'affaires et les objectifs du fonds de CI. Une attention particulière est accordée à la réputation du Management. Trois options se présentent : (i) un changement radical du Management (généralement opéré en cas de majoritaire ou rachat total), (ii) un changement partiel du Management ou (iii) une influence notable sur le changement du Management. D'un côté, si le changement de Management est opéré dans un but de l'amélioration de l'efficacité opérationnelle, en évinçant les managers sous performants, ceci peut potentiellement résulter d'un climat socio-organisationnel perturbé et de la « destruction » de la culture organisationnelle de la société cible. Ces entraves peuvent obstruer la réalisation du plan d'affaires des GP, qui au-delà de la technicité, nécessite une cohésion et un travail d'équipe qui ne pourra être achevé qu'à travers un changement managérial positif.

Quelle que soit la décision des GPs sur le changement de l'équipe managériale, l'objectif qui guide ces décisions est la bonne gestion des ressources. En effet, partant du fait que l'entreprise est un nœud de ressources, la problématique de la mauvaise gestion des ressources est souvent la résultante du non alignement des intérêts entre l'agent et le principal (problématique de la théorie de l'agence). La problématique d'agence dépend fortement du degré de latitude des décisions managériales, ainsi que le niveau de motivation des managers. (Jensen, 1989a, Fama, 1980). Le niveau de latitude étant adressé par le levier de la dette, les SDG fournissent plus d'effort pour motiver le Management et donc aligner les intérêts des

deux parties. A titre d'exemple, la participation du Management de l'entreprise cible dans le capital de cette dernière, permet de mieux sensibiliser le Management aux objectifs actionnariaux, (i) en lui accordant le droit de contrôle et le droit aux dividendes (i.e. la carotte) et (ii) en exposant le Management à travers un arsenal juridique, au même degré que l'actionnaire, et par conséquent une exposition au risque plus élevée (i.e. le bâton). Cette situation, pousse le Management à faire preuve de plus de rigueur par rapport à la gestion des ressources pour maximiser la performance opérationnelle de l'entreprise. Toutefois, l'on peut considérer que cette situation peut conduire le Management de la société cible à devenir averse au risque et donc, à ne pas prendre les dispositions nécessaires lorsqu'il s'agit de prendre des décisions bénéfiques pour l'entreprise.

In fine, l'objectif des GPs à travers ces mécanismes, est de trouver un point d'équilibre pour permettre la motivation du Management et en délimiter intelligemment le pouvoir discrétionnaire.

3.2 Leviers quantitatifs de la création de la valeur

L'amélioration de la performance opérationnelle peut être considérée comme l'objectif privilégié des GPs une fois dans le tour de table des entreprises cibles. (Puche et al., 2015), ont démontré sur la base de leur étude menée sur un large spectre géographique (incluant les pays de l'Afrique du Nord) que la création de la valeur dans une opération de capital investissement est statistiquement attribuable à hauteur du 2/3 à l'amélioration de la performance et 1/3 à l'effet de levier, notamment au niveau des opérations dites « Small & Mid cap ». Cette tendance s'est d'autant plus renforcée post crise financière de 2008, où l'on remarque que les fonds de CI ont eu une tendance à préférer une création de la valeur à travers des « mécanismes managériaux durables » au lieu de la mécanique purement mathématique et financière.

- Amélioration de la structure des coûts et décisions de changement stratégique :

Méthode largement adoptée par les SDG opérant dans les pays émergents, elle permet de calibrer la performance opérationnelle de l'entreprise cible. C'est une approche centrée sur l'augmentation du cash / trésorerie qui peut souvent être qualifiée d'ad hoc ou conjoncturelle, car elle se base sur des leviers mécaniques pour augmenter le cash existant au niveau de la

cible. Ces leviers mécaniques, auront un impact direct sur la valeur de la société à l'instant t ". Smith, 1990a), cite que la réduction des coûts (i.e. le coût de la masse salariale et les coûts inefficients) est l'une des premières considérations dans les transactions de CI. Ce programme de rationalisation des coûts est la première action prise par les GP après l'acquisition (Muscarella & Vetsuypens, 1990 et Schwetzler, 2007). A travers l'actionnement de ce levier, les fonds PE, visent une allocation des coûts normative exclusivement nécessaire pour l'exploitation optimale de l'entreprise. La structure de coût normative est définie à priori du deal, lors de la phase de la Due Diligence. Ce levier permet à l'entreprise de gagner au niveau de ses marges et d'apporter plus d'efficacité sur le plan opérationnel, mais aussi une meilleure absorption des charges fixes.

La réduction des coûts peut se matérialiser aussi par (i) une suppression progressive des produits à faible valeur ajoutée, (ii) en relocalisant la production vers des zones géographiques à moindre coût et / ou (iii) en renégociant les contrats des fournisseurs pour bénéficier d'un prix moindre (Siegel & Wright, 2002, Lichtenberg & Siegel, 1990 et Schwetzler, 2007). La dimension stratégique, constitue un aspect sine qua none pour la réussite de l'application intelligente d'une réduction des coûts. Elle permet de structurer une approche rationnelle qui s'inscrit dans la logique opérationnelle et business de l'entreprise cible.

- Amélioration de la qualité des revenus :

L'amélioration de la qualité des revenus / profits (i.e. Quality Of Earnings) peut passer à travers différents leviers managériaux. La littérature montre 2 niveaux d'analyse : un niveau microéconomique et un niveau macroéconomique. Deux approches peuvent être recensées et qui s'inscrivent dans les niveaux cités :

- (i) Sur le plan macroéconomique, les SDG peuvent prôner une amélioration des avantages comparatifs tout en s'inscrivant dans une stratégie globale, qui favorise un changement révolutionnaire et partant la croissance externe.
- (ii) Sur le plan microéconomique, les SDG peuvent mobiliser leurs réseaux et connaissances en termes de gestion, pour agir directement sur le volume du chiffre d'affaires et / ou les marges. Ceci peut se traduire à travers la création d'une nouvelle

gamme de produit, le rebranding, la restructuration de l'offre existante en termes de prix etc.

Le premier prisme d'analyse, peut être qualifié d'inclusif. Il comprend le prisme microéconomique, qui présente les outils agissant sur le plan de l'entreprise d'un point de vue organique. Dans ce cadre, la stratégie d'amélioration des revenus, est intimement liée à une stratégie globale de la firme partagée entre le Management de la société cible et la SDG. Cette approche peut s'inscrire soit dans une optique de croissance organique ou une optique de croissance externe. La focalisation sur l'amélioration des revenus, dans une optique de croissance organique, se base sur les atouts et avantages comparatifs de la société. Il implique que les GP et le Management de l'entreprise cible, préparent un plan d'action stratégique en définissant les axes d'actions clés tels que (i) le pricing, (ii) l'approche du marché, (iii) qualité du produit, (iv) le service délivré et (v) le moyen de distribution (Gilbert & Strebel, 1987). Dans cette optique-là, la croissance des revenus est opérée d'une manière plus profonde et ne s'arrête pas aux simples actions des composants du chiffre d'affaires (i.e. prix et volume), mais elle s'accompagne d'une réflexion stratégique qui porte souvent sur des actions fondamentalement liées au modèle économique. Parmi ces réflexions, nous pouvons citer (i) la re-concentration de l'entreprise sur son "core business", (ii) la mise en œuvre d'un programme de R&D visant à renforcer l'avantage comparatif de l'entreprise et d'innover par rapport aux différents attributs de(s) service(s) ou produit(s) vendus (Berg & Gottschalg (2003)).

D'autre part, dans une optique de croissance externe, le levier de croissance des revenus peut être généralement mobilisé par des GP, et plus précisément ceux qui disposent d'un background financier (Achrya, et al., 2013). Ce type de croissance des revenus est potentiellement motivé par un manque de technologies ou produits complémentaires pour élargir sa part de marché ou percer dans d'autres marchés. Cette synergie est souvent achevée à travers des intégrations verticales qui peuvent être orchestré par les GP. Ces opérations dites « Buy & Build strategy », sont des schémas peu utilisables dans un contexte de pays émergents tel que le Maroc. La possibilité de consolider un marché nous amène à une réflexion autour du rôle déterminant que jouent les fonds PE au niveau méso-économique et le changement sectoriel qu'ils induisent. Comme alternative au « Buy & build strategy », les SDG peuvent se tourner vers l'optimisation de la chaîne de valeur et peuvent proposer de passer à une stratégie de

désinvestissement (spin off) ou d'externalisation au profit d'une re-concentration sur le cœur de métier (Easterwood et al., 1989).

- Réduction du BFR et gestion des actifs :

Nombreuses recherches post crise financière 2008 n'ont pas trouvé une corrélation entre la gestion du BFR et la création de la valeur dans les transactions de CI (Guo, et al., 2011, Alves, 2015), il n'en est pas des moindres que d'autres études ont trouvé des résultats positifs attestant de la force de ce levier (Wilson, et al. 2012).

L'importance controversée de ce levier est tributaire du contexte de l'opération de CI (i.e. la taille de l'opération, le type de l'opération, etc.). En effet, une meilleure gestion du BFR dans les opérations CI de petite et moyennes tailles, peut avoir un impact quantitatif important sur les FTD de l'entreprise cible. Cette gestion du cash, passe à travers différentes méthodes, notamment une renégociation des termes des différents contrats fournisseurs et clients, pour pouvoir bénéficier des délais les plus optimaux. En effet, la problématique de financement (à court terme ou à long terme) est au cœur des problématiques quotidiennes des PME / PMI. Dès lors les GPs y accordent une place de choix. (Boucly, et al. 2011) présentent dans leur étude que les opérations de CI françaises dites « Private to Private », i.e. où le vendeur est un individuel, présentent un potentiel de croissance et d'investissement plus important. Cette augmentation des investissements dans les firmes françaises, trouve son explication dans la capacité des fonds de CI à apporter un soulagement relatif quant à la gestion de la trésorerie à court terme et à une meilleure gestion des actifs immobilisés à long terme.

- Ingénierie financière :

En amont de l'effet disciplinaire de la dette, l'ingénierie financière constitue la partie mécanique et directe de l'utilisation de la dette dans les opérations de CI. Connu pour son utilisation extensive dans les transactions anglo-saxonnes, ce levier se matérialise à travers deux principaux modes : (i) l'optimisation de la structure de capital et (ii) la mise en place d'un bouclier fiscal (Anders, 1992).

Ce levier, procure à la société cible l'expertise des SDG dans la mobilisation des instruments financiers, afin d'optimiser la structure de capital actuel. En plus d'un montage financier ad hoc, la SDG assiste le Management lors de la négociation des « term sheet » de la dette avec

les banques. Leur réputation de fin financiers et leurs relations avec les banques, confèrent à la société cible la possibilité de diminuer substantiellement le coût de l'endettement et ainsi, de bénéficier des meilleurs prix pratiqués. Cette situation découle sur la création d'un équilibre optimal entre dette et capitaux propres, permettant mécaniquement de créer de la valeur entre l'entrée et la sortie. Mais encore, ce mécanisme génère un bouclier fiscal, résultant du montant important des intérêts financiers déductibles. Nonobstant, la génération d'un bouclier fiscal reste contestée, puisqu'il dépend de la fiscalité de chaque pays.

3.3 Leviers capturant la valeur

La mesure de la génération de la valeur (d'un point de vue actionnarial) se base principalement sur une évaluation dynamique des capitaux propres :

$$\begin{aligned}
 \text{Valeur} &= \text{Equity}(t) - \text{Equity}(0). \\
 &= [\text{Valeur d'entreprise}(t) - \text{Dette Nette}(t)] - [\text{Valeur d'entreprise}(0) - \text{Dette Nette}(0)] \\
 &= [\text{EBITDA}(t) * M(t) - \text{Dette Nette}(t)] - [\text{EBITDA}(0) * M(0) - \text{Dette Nette}(0)]
 \end{aligned}$$

Avec :

$$M = \text{au multiple utilisé } \frac{EV^7}{EBITDA} \text{ pour le multiple d'EBITDA.}$$

Le multiple représente la clé de voute permettant de capter la croissance ou la décroissance du marché dans lequel mut l'entreprise cible.

- Multiple transactionnel et opportunités d'arbitrage :

(Schwetzler, 2007), argumente qu'il existe 5 différentes manières pour atteindre la génération de la valeur à travers le driver de l'expansion du multiple :

1/ La valeur peut être créée à travers un changement lié au marché. Partant du fait que les acquisitions et les désinvestissements se font sur la base de multiples de sociétés cotées, les sociétés peuvent bénéficier d'un changement du multiple, suite aux fluctuations de marché (Berg & Gottschalg, 2003) ;

⁷ Enterprise Value

2/ Un investisseur peut avoir une information initiée sur la société cible, ce qui réduit l'asymétrie de l'information et lui permettra de déterminer un prix d'acquisition à son avantage ;

3/ Les fonds PE à travers leur networking disposent d'un large réseau qui leur permet de bâtir un savoir-faire par industrie et accumuler des connaissances qui dépassent les simples informations du marché ;

4/ Les fonds de CI disposent d'une expertise et une expérience concernant le processus d'acquisition. Ceci inclut l'agilité d'identifier des cibles intéressantes mais aussi, engagé un processus de négociation fructifiant en leur avantage. (Baker & Smith, 1998)

5/ L'effet multiple peut être atteint à travers l'habilité des fonds CI à modeler le scope de la transaction (asset stripping). Ils ont l'habilité d'identifier et d'exploiter l'effet "conglomerate discount effect", c'est à dire qu'un tout décomposé peut valoir plus que la valeur de l'ensemble. Cette stratégie peut s'inscrire aussi dans le cadre d'un « buy & build strategy » permettant un élargissement du périmètre de l'arbitrage.

Sur la base des moyens décrits ci-haut, nous comprenant que la possibilité d'arbitrage est d'autant plus applicable lorsqu'il s'agit de transactions de taille large, dont l'information est disponible et dispose d'une possibilité de comparabilité vis-à-vis des entreprises cotées (Ilg, 2015). Les résultats de l'étude de (Ilg, 2015) démontrent que les grandes transactions de CI disposent de moins de moyens de croissance comparé aux transactions de taille moyenne ou petite et partant, se basent plus sur le levier de la dette ou le levier de l'expansion du multiple. Ces résultats sont confirmés par (Puche, et al., 2015), où l'effet multiple reste statistiquement limité sur les moyennes et petites transactions. Ce résultat est d'autant plus vrai pour les entreprises opérant sur des marchés émergents, où les opportunités d'arbitrage se font plus rares. Ceci est essentiellement la résultante d'un marché boursier peu actif et d'un nombre de transactions qui reste très limité.

Il est important de noter que l'ensemble de ces leviers, doivent s'inscrire dans une logique du programme des 100 premiers jours (Schwetzler, 2007). Ce plan permet une mise en œuvre séquentielle et organiser des leviers détecter à priori par la SDG, afin d'avoir un impact rapide sur les métriques. C'est la matérialisation même de la dimension « temps » et sa relation avec

la valeur. Conformément à la théorie financière, la valeur de l'entreprise, mesuré par le TRI, est maximisée lorsque les flux de trésorerie sont importants dès les premières années.

Afin de synthétiser la revue des leviers de génération de la valeur, nous avons procédé à la construction d'une matrice récapitulant les leviers de génération de la valeur les plus saillants ayant été mentionnés par la littérature (*cf. tableau n°1 ci-dessous*). Cette matrice représente le point d'ancrage pour une contextualisation pour les pays émergents.

Tableau 1 - Synthèse des leviers de génération de la valeur dans les opérations de capital investissement, à partir de la littérature

#	Levier de génération de la valeur	Type du levier de génération de la valeur			N° drivers	Drivers de la génération de la valeur	Impact de la création de la valeur dans le cadre des économies émergentes
		Leviers directs de création de la valeur	Leviers indirects de création de la valeur	Leviers capturant la valeur			
1	Ingénierie financière - Utilisation du levier de la dette	X	X		1	Expertise financière et Networking	
					2	Optimisation de la structure du capital / Valorisation	
2	Ingénierie de la gouvernance - Amélioration du management et la stratégie de l'entreprise cible		X		3	Motivation et réalignement des intérêts	
					4	Restructuration de l'équipe managériale	
					5	Effet disciplinaire de la dette	
3	Ingénierie opérationnelle - Impact sur la gestion opérationnelle de l'entreprise cible	X			5	Amélioration de la profitabilité et de la structure des coûts	

					6	Management du besoin en fonds de roulement et de l'utilisation de l'actif immobilisé	
4	Ingénierie commerciale - Pouvoir de négociation			X	7	Critères d'évaluation de l'entreprise cible	
					8	Multiple d'expansion	
					9	Modalités de sortie / désinvestissement	
5	Impact culturel et organisationnel - Effet de parrainage		X		10	Programme des 100 premiers jours	

Source : Auteur

Légende :

	Un impact important sur la création de la valeur		Un faible impact sur la création de la valeur
-------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------

Conclusion

Il apparaît de ce qui précède que l'activité de CI évolue à 2 vitesses (i.e. celles des pays développés et celles des pays émergents). Cette réalité nous laisse avancer que l'activité de CI n'utilise pas à plein effet l'ensemble des outils et le potentiel dont dispose l'industrie de CI à l'international (i.e. effet de levier et le multiple). Toutefois elle a pu adapter les drivers et forger une posture la distinguant. Posture qui peut évoluer différemment d'un contexte à un autre.

La littérature existante est unanime sur l'importance des leviers dits « opérationnels » ayant un impact direct sur la création de la valeur. Notamment, dans un contexte où la majorité des cibles des pays émergents disposent toujours d'un actionariat familial, le rôle de l'implication de la SDG est primordial. Ceci nous laisse déduire l'importance que l'on peut donner à la jonction des intérêts entre ceux des SDG et des actionnaires managers. Dès lors, nous pouvons penser que les SDG dans un contexte de pays émergents comme celui du Maroc par exemple, ont tendance à adopter un modèle de création de la valeur, à travers le management des ressources précieuses de l'entreprise. Ce modèle se base sur la capacité à distinguer l'avantage concurrentiel dans leurs participations et collaborer avec le promoteur pour maximiser la valeur.

Les résultats démontrent aussi que la concentration des leviers de création de la valeur dans une transaction de CI dans un contexte émergent, s'approche principalement de la tendance avérée par (Puche et al. 2015). Dans des transactions au niveau des ETI ou PME à fort potentiel, les capital-investisseurs ont tendance à mobiliser les leviers directs opérationnels ainsi que les leviers indirects au détriment du levier de la dette ou le multiple.

Sommaires toutes, la pratique naissante des fonds de CI au niveau des marchés émergents et notamment en Afrique du Nord, permettent de mettre le point sur l'importance du volet opérationnel dans la création de la valeur. Ceci passe inéluctablement à travers la mise en valeur du partenariat humain et l'alignement des intérêts des deux parties.

Références bibliographiques :

1. **Aaker, D.A. (1989).** Management Assets and Skills: The Key to Sustainable Competitive Advantage, California Management Review, Winter, pp. 91-106.
2. **Achrya, V., Gottschalg, O., Hahn, M. and Kehoe, C. (2013).** Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. ECGI Working paper n° 232/2009 Series in Finance.
3. **Anders, G. (1992).** The barbarians in the boardroom. Harvard Business Review, July-August, p. 79-87.
4. **Alpervoych, Y, Amess, K., Wright, M. (2013).** Private equity firm experience and buyout vendor source: What is their impact on efficiency? European Journal of Operational Research 228 (2013) 601-611.
5. **Alves, Pedro, Antonio Sousa. (2015).** Private Equity and Buyouts: A Study of Value Creation in Portfolio Companies. Dissertation Report, Master in Finance.
6. **Baker, George P. and Smith, George. D. (1998).** The New Financial Capitalists: KKR and the Creation of Corporate Value. Cambridge, UK.
7. **Berg, A. & Gottschalg, O. (2003).** Understanding Value Generation in Buyouts. INSEAD Faculty & Research, Working Papers Series, 2003/42/SM.
8. **Boucly, Q., Sraer D., Thesmar, D. (2011).** Growth LBOs. Journal of Financial Economics 102 (2011) 432-453.
9. **Bowman, C and Ambrosini, V. (2000).** Value Creation Versus Value Capture: Towards a Coherent Definition of Value in Strategy. British Journal of Management, Vol. 11, 1-15 (2000).
10. **Caselli, S. (2010).** Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques and Deals. Elsevier, Burlington, pg 33.
11. **Castellaneta, F. and Gottschalg, O. (2016).** Does Ownership Matter in Private Equity? The Sources of Variance in Buyouts Performance. Strategic Management Journal, Volume 35, issue 2, pp. 330-348.
12. **Charreaux, G. (1998).** Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre la valeur actionnariale. Finance Contrôle Stratégie – Volume 1, N°2, juin 1998, p. 57-88.
13. **Easterwood, John C.; Seth, A. and Singer, Ronald F. (1989).** The impact of leveraged buyouts on strategic direction. California Management Review, 32(1). pp. 30.
14. **Fama, Eugene F. (1980).** Agency Problems and the Theory of the Firm. Journal of Political Economy, vol. 88, no.2, p. 288-307.
15. **Gilbert, X. and Strebel, P. (1987).** Strategies to outpace the competition. Journal of Business Strategy, 8(1). pp. 28-36.
16. **Guo, S., Hotchkiss, E. S. and Song, W. (2011).** Do buyouts (still) create value? The Journal of Finance, 66, 479-517.
17. **Hannus, S. (2015).** The Price of Nothing – The Value of Everything: Towards an Understanding of Value Creation in Private Equity Buyouts. Department of Industrial Management, Tampere University of Technology, P.O. Box 541, FI – 33101 Tampere Finland.
18. **Harris, R.; Siegel, Donald S. and Wright, M. (2002).** Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: plant-level evidence from the United Kingdom. Working paper.
19. **Harris Robert S., Jenkinson, T. and Kaplan Steven N. (2014).** “Private Equity Performance: What Do We Know?”. Journal of Finance, Volume 69, Issue 5.
20. **Ilg, D. (2015).** Value Creation in Large Leveraged Buyouts. Catholic University Eichstatt-Ingolstadt, Chair of Public Finance, Auf der Schanz 49, 85049, Ingolstadt, Germany.

21. **Irrmann, G. (2008)**. Le capital- investissement : Source de développement économique ou nouvelle forme de colonialisme ? L'exemple du Maghreb. Observatoire du Management Alternatif – Cahier de recherche, HEC Paris.
22. **Jensen, Michael C. (1986)**. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
23. **Jensen, Michael C. (1989a)**. Active Investors, LBOs, and the privatization of bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance* 2, 35-44.
24. **Kaiser, K. and Westarp, C. (2010)**. Value creation in Private Equity and Venture Capital industry. Faculty & research, INSEAD The Business School for the World, working paper.
25. **Kaplan, Steven, N. (1989)**. The effect of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics* 24 (1989) 217-254. North-Holland.
26. **Kaplan, Steven, N. and Stromberg, P. (2009)**. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives – Volume 23, Number 1 – Winter 2009 – Pages 121-146*.
27. **Lichtenberg, F. and Siegel, D. (1990)**. The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior. *Journal of Financial Economics*, 26. pp. 165–194.
28. **Makhrouf M. & Herradi C (2019)**. Les Déterminants D'investissement et de désinvestissement des capital investisseurs : Cas des PME Marocaines. *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Numéro 8 : Mars 2019 / Volume 3 : numéro 4 » p : 190-205*.
29. **Molander, A., Nerme, E., and Nordblom, T., (2011)**. Operating Performance in Private Equity Buyouts – A study of buyouts in Sweden between 2001-2008. Bachelor Thesis, Department of Business Administration, May 2004.
30. **Munteanu, V., Danaita, D., Hurbean, L., & Bergler, A. (2012)**. The Value-Based Management Approach: From The Shareholder Value To The Stakeholder Value. *Proceedings of the INTERNATIONAL MANAGEMENT CONFERENCE*. 6(2012), pp. 39-44. Bucharest: Academy of Economic Studies.
31. **Muscarella, Chris J. and Vetsuypens, Michael R. (1990)**. Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs. *Journal of Finance*, 45(5). pp. 1389–1413.
32. **Puche, Benjamin, Braun, Reiner and Achleitner, Ann-Kristin. (2015)**. International Evidence on Value Creation in Private Equity Transactions. *Journal of Applied Corporate Finance*, volume 27, number 24, Fall 2015, 74-86.
33. **Rikato, M. (2014)**. Essays on Private Equity: Operating performance, Investment selection success and Costliness of Placement Agents. Doctoral Dissertation, University of Ljubljana, faculty of economics.
34. **Schwetzler, B. (2007)**. Value Generation in Private Equity Investments. Pilot Study on Value Drivers in 100-Day Programs. Leipzig Graduate School of Management – Working Paper.
35. **Younès, O. (2012)**. « Quel modèle de capital investissement pour les pays émergents ? : proposition d'un capital investissement entrepreneurial inspiré de l'univers des start-ups technologiques et fondé sur le modèle de Timmons : le cas de la création d'un fonds en Egypte ». Le CNAM, Ecole Doctorale Abbé Grégoire ED 546, équipe de recherche : LIRSA EA 4603.
36. **Wilson, N. Wright, M. Siegel, D. S., Scholes, L. (2012)**. Private Equity portfolio company performance during the global recession. *Journal of Corporate Finance*, 18, pp. 193-205.