

Capital-investissement sur les marchés africains : existe-t-il des différences entre les critères d'investissement en Afrique et en Occident ?

Théophile Serge Nomo, Mohamed Sridi, Laila Hima

DANS **MANAGEMENT & PROSPECTIVE** 2019/6 (VOLUME 36), PAGES 73 À 99

ÉDITIONS **ASSOCIATION DE RECHERCHES ET PUBLICATIONS EN MANAGEMENT**

ISSN 2265-3937

DOI 10.3917/g2000.366.0073

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://www.cairn.info/revue-gestion-2000-2019-6-page-73.htm>



CAIRN.INFO
MATIÈRES À RÉFLEXION

Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...

Flashez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



Distribution électronique Cairn.info pour Association de Recherches et Publications en Management.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.



Théophile Serge NOMO
Professeur, Université du
Québec à Trois-Rivières

Mohamed SRIDI
Université du Québec à Trois-
Rivières

Laila HIMA
Doctorante, Université du
Québec à Trois-Rivières

Capital-investissement sur les marchés africains: existe-t-il des différences entre les critères d'investissement en Afrique et en Occident ?

Introduction

Le capital-risque a pour objectif « d'offrir du financement contre une prise de participation dans le capital de jeunes entreprises hautement risquées ayant un fort potentiel de croissance avec la perspective de les revendre quelques années plus tard avec de fortes plus-values » (Cumming, 2010 ; Gompers et Lerner, 2006).

C'est donc un investissement qui exige l'intervention directe du capital-investisseur (CI) dans la gestion des entreprises financées pour assurer leur développement et du même coup, pour fructifier la valeur de son investissement (Gorman et Sahlman, 1989 ; Gompers et Lerner, 2006). C'est ce

qui explique le haut niveau de risque associé à ce genre d'investissement et l'importance pour le CI de déployer des stratégies de création de valeur et de réduction du risque et ce, dès la phase d'investissement jusqu'au désinvestissement (Cumming, 2010 ; Gorman et Sahlman, 1989).

Plusieurs recherches et études ont été réalisées afin d'évaluer les critères que les CI utilisent pour décider d'investir ou pas dans une entreprise. Les premières études ont été conduites aux États-Unis. Elles ont été suivies par celles faites en Europe, en Australie, en Asie et récemment par celles réalisées en Afrique.

L'objectif de notre étude est d'étudier empiriquement les critères d'investisse-

ment des CI en contexte africain. Les résultats offrent un nouvel éclairage sur les critères de décision d'investissement des CI dans certains pays africains.

La première partie de cet article consiste en une revue de la littérature sur l'industrie du capital-investissement¹ en Afrique ainsi qu'une présentation des principales études réalisées sur les critères d'investissement des CI américaines, australiennes, européennes, asiatiques, voire africains pour sélectionner les projets d'investissement. La deuxième partie est consacrée au cadre méthodologique proposé pour réaliser cette recherche. Finalement dans la troisième, nous présentons les résultats de la recherche suivis d'une discussion et d'une conclusion.

I. Revue de la littérature

I.1. L'industrie du capital-investissement en Afrique

L'industrie du capital investissement est considérée comme un catalyseur de la transformation socio-économique par son rôle prouvé dans le renforcement de la capacité entrepreneuriale du pays et le développement d'une économie axée sur le savoir et l'innova-

tion (Gompers et Lerner, 2006). Pourquoi donc l'étudier en Afrique ?

Tout d'abord, pour explorer un continent largement sous-exploité en termes de recherches scientifiques en capital de risque (Adongo, 2011) et en termes d'investissements étrangers (AVCA², 2013). En effet, la rareté des investissements directs étrangers en Afrique suscite beaucoup de débats et a souvent été attribuée à la grande appréhension du risque par les investisseurs (AVCA, 2013).

L'industrie du capital-investissement a enregistré une certaine stabilité en 2018 (AVCA, 2018). Le montant total des fonds levés par les CI entre 2013 – 2018 est estimé à 17 milliards de dollars US (AVCA, 2018). Le montant médian des fonds levés par les CI en Afrique entre 2013-2018 est de 123 millions de \$ US (AVCA, 2018). Une analyse des deux dernières années montre que la valeur totale de levées de fonds en Afrique par les CI a augmenté pour atteindre 2,7 milliards USD en 2018, contre 2,4 milliards USD en 2017, ce qui témoigne de la confiance des investisseurs dans le secteur du financement privé en Afrique (AVCA, 2018). Dans le cadre de cette étude, nous avons voulu interroger la plupart des CI institutionnels exerçant en Afrique. Malheureuse-

¹ Industrie du capital-investissement inclut les structures qui offrent le capital de risque pur et le capital de croissance ou de développement ainsi que celles qui se spécialisent dans le financement des transmissions d'entreprises ou par Leverage Buy Out (LBO).

² African Private Equity & Venture Capital Association (AVCA)

ment, seuls les CI des pays suivants ont bien voulu répondre à cette étude : Algérie, Angola, Kenya, Maroc, Nigéria et Tunisie.

Algérie. L'économie algérienne repose principalement sur les revenus des hydrocarbures et sur les investissements publics avec une croissance soutenue du PIB depuis 2010 et 2013 passant de 3,3% en 2013 à 3,9% en 2015 (BAD³, 2016). Il existe très peu d'information sur l'industrie du capital-investissement en Algérie qui reste embryonnaire voire quasi-absente (Alsinna, 2013). L'Algérie représente 4% du volume des transactions des CI en Afrique du Nord et moins de 7% de la valeur des transactions de CI entre 2013-2018 (AVCA, 2018). La première société en capital-risque a été créée en 1991 et les fonds investis entre 2011-2014 s'élèvent à \$80 millions pour un total de seulement trois (3) transactions (EMPEA⁴, 2015). La faiblesse des investissements en capital en Algérie peut être expliquée par l'absence de mécanismes de sortie ou de garantie offerts aux investisseurs, un cadre réglementaire restrictif et non favorable aux investissements étrangers, une culture financière et entrepreneuriale réticente à l'ouverture du capital à des partenaires externes (Alsinna, 2013).

Angola. L'économie de l'Angola dé-

pend de façon excessive des revenus du pétrole et le rend vulnérable aux fluctuations des prix du pétrole sur les marchés mondiaux. Le gouvernement fournit beaucoup d'efforts pour diversifier son économie et investir au niveau d'industries à croissance rapide telles que les mines (diamants), l'agriculture, les infrastructures, la pêche, la restauration, les technologies, le bois et le secteur des infrastructures qui ont été les principaux moteurs de croissance en 2015 (BAD, 2016). Ces efforts de diversification ont contribué à mieux positionner le pays pour le placer parmi les premières destinations ayant bénéficié des investissements directs étrangers en Afrique. L'Angola représente moins de 1% du volume des transactions des CI en Afrique australe et moins de 1% de la valeur des transactions de CI entre 2013-2018 (AVCA, 2018).

Kenya. En ce qui concerne le capital-investissement, durant la période 2007-2014, le Kenya a été le pays le plus actif en Afrique de l'Est totalisant 76% du capital investi et 55% des transactions réalisées (AVCA, 2015). Dans le dernier rapport de AVCA (2018), le Kenya représente à lui seul 58% du volume des transactions de CI en Afrique de l'Est et 59% de la valeur des transactions de CI entre 2013-2018.

³ Banque Africaine de Développement (BAD).

⁴ Association for Private Capital in Emerging Markets (EMPEA)

Maroc. L'industrie du capital-investissement marocaine est relativement jeune puisque le premier Fonds, Moussahama, n'a été créé qu'en 1993 (AMIC, 2015). Durant les quinze dernières années, le montant des fonds levés cumulés est passé de 55 millions à 1,5 milliards de dollars dont 58% proviennent de l'étranger (AMIC⁵, 2015). Les CI ont obtenu un rendement brut moyen de 15% entre 2000 et 2014 avec un multiple global de 2,1 fois et une durée moyenne d'investissement de 5,6 années (AMIC, 2015). De plus, selon une étude publiée par l'EMPEA (2015), le Maroc se positionne comme première destination des CI en Afrique du Nord attirant 51% des transactions réalisées (64) et 43% du capital investi (\$711 millions entre 2010 et 2014). Dans le dernier rapport de AVCA (2018), le Maroc représente à lui seul 37% du volume des transactions de CI en Afrique du Nord et 28% de la valeur des transactions de capital-investissement entre 2013-2018.

Nigéria. C'est la plus importante économie en Afrique en termes de PIB et en terme d'activité reliée au capital de risque (AVCA, 2015). Le Nigéria représente à lui seul 54% des transactions des CI en Afrique de l'Ouest et 73% des transactions de capital investissement en valeur entre 2013-2018 (AVCA, 2018). Le Nigeria connaît la croissance la plus robuste sur la côte

ouest du continent avec un taux de croissance moyen de 8,9% entre 2000 et 2010 (BAD, 2015). Les fonds sous gestion des CI s'élèvent à moins de \$2 milliards comparativement à \$11,6 milliards pour un pays émergent comme l'Afrique du Sud (James, 2014 dans Afanu, 2015).

Tunisie. L'activité du capital-investissement tunisien est relativement jeune et n'a vu le jour que durant les années 90 (ATIC⁶, 2014). En 2013, les fonds investis ont connu une hausse de 45% en terme de nombre d'entreprises investies tandis que le volume des transactions a plus que doublé, passant de 50 millions à 130 millions dollars. Le montant des fonds investis s'élevait à \$180 millions pour un total de 26 transactions réalisées (EMPEA, 2015). Selon le rapport de l'EMPEA (2015), le Fonds MITC Capital a été le gestionnaire le plus actif en Afrique du Nord avec 12 investissements pour la période de 2010 à 2014. Dans le dernier rapport de AVCA (2018), la Tunisie représente 19% du volume des transactions de CI en Afrique du Nord et 25% de la valeur des transactions de CI entre 2013-2018 (AVCA, 2018).

De ce qui précède, il est clair que les pays ci-étudiés offrent des perspectives économiques et d'investissement intéressantes de façon à renforcer l'acti-

⁵ Association Marocaine des Investisseurs en Capital (AMIC)

⁶ Association Tunisienne des Investisseurs en Capital (ATIC)

té déjà dynamique des CI. Comme indiqué dans les précédentes lignes, ils représentent un pourcentage important en volume et en valeur des transactions des CI en Afrique. Ces pays disposent actuellement aussi des écosystèmes entrepreneuriaux et des affaires assez bien élaborés. C'est pourquoi nous sommes d'avis que la présente recherche permettra de recueillir les informations pertinentes sur les critères d'investissement des CI dans ces pays et les facteurs de risque associés ainsi que les moyens mis en œuvre par les CI pour y remédier ou pour mieux les mitiger. Avant de découvrir les résultats de cette étude, il est nécessaire de présenter la revue de la littérature qui encadre cette recherche.

I.2. Capital-investissement : Définitions et caractéristiques

Avant de poursuivre cette étude, il importe de préciser le terme générique de capital-investissement qui renvoie à deux concepts : « capital-risque » et « capital de croissance ou développement ». Le capital-risque renvoie généralement à des investissements dans les entreprises innovantes technologiques ou biotechnologiques ou même les entreprises en démarrage qui ont en général des flux négatifs et qui ont besoin d'être soutenus dans leur effort de recherche ou de commercialisation (Lerner et Tag, 2013 ; Avnimelech et Schwartz, 2009 ; Hellmann et Puri,

2000, Nomo, 2008). Par contre, le capital de croissance ou développement est utilisé lorsque les investissements sont faits dans les entreprises déjà établies et qui sont en phase de croissance, généralement rapide. Plus précisément, la distinction est plus en fonction du stade d'évolution ou de développement de l'entreprise. Zacharakis et Meyer (1998) montrent que les critères d'investissements pratiqués par les CI changent en fonction du stade d'investissement. Portmann et Mlambo (2013) le confirment en réalisant une étude en Afrique du sud portant sur les critères d'investissement en faisant une distinction entre le financement en capital privé et le capital-risque. Dans le cadre de la présente étude, nous n'en faisons aucune. Nous utilisons le terme capital-investissement pour regrouper toutes les variantes du financement privé : capital-risque, capital de croissance, capital de transmission.

Une fois cette précision apportée sur les définitions des termes ou des concepts, comment les CI en Afrique sélectionnent les entreprises dans lesquelles ils souhaitent investir sans faire la distinction entre toutes ces variantes du capital-investissement.

I.3. Critères d'investissement des CI

Les études interculturelles sur les pratiques de prise de décision montrent

que les choix de critères sont influencés par l'appartenance géographique et qu'il y a des différences entre les pratiques des CI américaines, européennes et celles de l'Asie du Sud-Est et du Pacifique (Knghit, 1994). De même, Musyka *et al.*, (1996 dans Kollmann et Kuckertz, 2010) soulignent que les recherches ont identifié plusieurs critères qui, dans la pratique, vont dépendre du contexte propre à chaque CI. En outre, Hege, Palomino et Schwienbacher (2003) constatent que le taux de retour sur investissement (IRR) est plus élevé aux États-Unis qu'en Europe du fait de la compétence des CI aux États-Unis dans la sélection des investissements. Le processus de sélection d'investissement ou d'entreprises exige donc le recours à des critères souvent subjectifs et des arbitrages dépendamment du contexte de chaque CI (Cumming, 2010). Tout ceci vient corroborer l'importance accordée à la phase investissement et des critères y afférents dans la performance des CI.

À cet effet, les critères de décision d'investissement des CI ont fait l'objet de plusieurs études. Les méthodes d'analyse utilisées par les différents auteurs ont évolué entre 1984 et 2010 et chacune d'entre elles présente des avantages et des limites.

À ce titre, Tyebjee et Bruno (1984) sont les pionniers en matière d'étude des critères d'investissement des CI. Ils ont analysé 90 transactions réalisées

par 41 CI et ont identifié cinq critères d'investissement : l'attractivité du marché, la différenciation du produit, les compétences managériales, l'environnement (résistance aux menaces) et le potentiel de sortie (Tyebjee et Bruno, 1984). En utilisant la méthode d'analyse factorielle, ces deux auteurs ont déterminé un facteur qu'ils ont nommé « attractivité du marché ». Ce facteur est composé des sous-critères, classés en ordre d'importance, qui sont : la taille du marché, le niveau de demande d'un produit sur le marché, l'accès au marché et la croissance potentielle du marché.

Une seconde étude (MacMillan *et al.*, 1985) a fait ressortir 27 critères d'évaluation d'investissement, dont cinq des dix plus importants sont reliés à la personnalité et l'expérience de l'entrepreneur.

De même, les CI européens vont s'attarder sur l'équipe de gestion plutôt que sur la personnalité de l'entrepreneur (Pintado *et al.*, 2007 ; Farag, Hommel, Witt & Wright, 2004, dans Portmann et Mlambo, 2013). À ce sujet, Shepherd (1999), Kaplan et Strömberg (2000) et Franke *et al.* (2006) constatent que l'équipe de gestion est le critère dominant. Comme ces auteurs précédemment cités, Franke *et al.* (2006) soutiennent que la qualité du capital humain est un critère déterminant qui influence la décision de financement. Finalement, Sander et Koomagi (2007) ont aussi réalisé une

étude en Estonie sur le sujet. Ils sont aussi arrivés pratiquement à la même conclusion que les critères d'investissement non financiers et la force de l'équipe de management jouent un rôle très important dans le processus d'évaluation d'une entreprise par les CI. En somme, les CI européens préfèrent une équipe équilibrée à un seul entrepreneur talentueux. Une équipe équilibrée et hétérogène en termes de *background*, de compétence et d'expérience est mieux appréciée. Une bonne équipe est donc celle dirigée par un entrepreneur avec un potentiel de leadership et ayant l'habileté de recruter des membres clés.

En revanche, certains auteurs en Amérique du Nord tels que Kaplan *et al.* (2009) pensent que les critères devraient plutôt s'intéresser au projet et/ou marché, qualifié de « cheval », et non à l'équipe de projet, nommée « jockey ». Ils ajoutent que c'est l'originalité et la spécificité de l'idée portée par l'entreprise qui va garantir son succès dans un environnement hautement compétitif. Dans la même sens, Tyebjee et Bruno (1984), Zacharikas et Meyer (1998) et Mason et Stark (2004) ont classé le critère « marché » comme étant le critère dominant et le plus important utilisé par les CI dans leur processus décisionnel. Par contre, Vesper (1990 dans Bamford et Douthett, 2013 p. 222) explique qu'il ne suffit pas d'avoir une idée innovante pour que l'investissement soit rentable, mais il faut que cette idée

comporte une marge de profit suffisante avec un carnet de commandes et des injections de capitaux futures suffisants.

À la suite des autres auteurs précédemment cités, on peut ajouter le modèle de Fried et Hisrich (1994) qui propose les trois (3) critères d'investissement suivants :

- ♦ Concept : viabilité et innovation du projet, potentiel de croissance, *time to market within 2-3 years*, avantage concurrentiel significatif, besoins en financement raisonnables.
- ♦ Management : Intégrité et leadership du dirigeant, Excellentes références, réaliste, habileté d'identifier le risque, flexibilité, expérience en gestion.
- ♦ Rendement : Potentiel de sortie, Potentiel de rendement élevé.

En outre, Gupta *et al.* (2003 ; dans Kollmann et Kuckertz, 2010) ajoutent que concrètement, pour qu'une entreprise soit sélectionnée, elle doit satisfaire aux conditions minimales déterminées par le CI : le score total obtenu, le profil de risque, le rendement souhaité et l'évaluation des facteurs liés d'environnement.

Kollmann et Kuckertz (2010) proposent aussi un autre modèle à cinq (5) critères qui se présente comme suit :

- ♦ Personnalité de l'entrepreneur : Personnalité, compétences en leadership et son engagement.
- ♦ Expérience de l'entrepreneur : Performance passée, qualifications techniques, qualifications professionnelles
- ♦ Produit ou service : Capacité d'innovation, potentiel de brevetage, proposition de vente exceptionnelle
- ♦ Caractéristiques du marché : Volume, croissance, acceptation
- ♦ Caractéristiques financières : Compatibilité de la stratégie d'investissement de l'entreprise avec celle du fonds, retour sur investissement (ROI), potentiel de sortie

Par ailleurs, en Australie, les CI évaluent les entreprises sur la base de quatre critères d'investissement, soit, l'équipe entrepreneuriale, le marché, le produit et finalement les considérations financières (Proimos, 2005).

À la lumière de ces différents apports, nous pouvons constater une certaine convergence vers l'utilisation et l'importance des critères d'investissement non financiers. Toutefois, le processus décisionnel des CI reste un peu complexe en ce sens que d'autres facteurs tels que le stade d'investissement, la motivation du CI et son aversion au risque vont l'influencer (Kollmann et Kuckertz, 2010). Qu'en est-il alors dans les autres pays émergents ou autres régions du monde ? Comment

les CI sélectionnent leurs investissements dans ces régions autre que l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Australie où la plupart des études ont été réalisées ? Existe-t-il des différences ?

Par exemple, en Malaisie, l'équipe entrepreneuriale et le potentiel de sortie sont considérés plus importants que le projet dans la décision d'investissement (Narayansamy *et al.*, 2012) tandis qu'une étude réalisée sur les CI du Taiwan, la Thaïlande et le Sri Lanka, a révélé cinq critères décisionnels : l'équipe entrepreneuriale, le produit, le marché, les considérations financières et l'équipe de gestion (Choti-geat *et al.*, 1997).

S'agissant de l'Afrique, de plus en plus d'études portant sur le CI sont réalisées particulièrement en Afrique du Sud, en Afrique du Nord, de l'Est et Australe. Une des études plus récentes ayant traité du même sujet que la nôtre est celle de Portmann et Mlambo, (2013). Ces derniers se sont inspirés des études de Shepherd (1999), de Farag *et al.* (2004, dans Portmann et Mlambo, 2013) et Pintado *et al.* (2007) dans lesquelles sont mentionnées ou relevées des différences significatives sur les critères d'investissement selon les stades de développement de l'entreprise ou stade d'investissement. Ils ont mené une étude en Afrique du Sud portant sur les critères d'investissement utilisées par les différents types de CI. Ils ont trouvé que les critères d'investissement portant sur la

qualité de l'équipe de gestion et sur l'entrepreneur sont aussi les plus importants indépendamment du type de CI (financement privé ou capital-risque). La seule différence significative entre les types de CI réside sur l'importance qu'ils accordent aux critères d'investissement liés aux considérations financières.

En somme, la revue de littérature a per-

mis d'identifier le classement en terme d'importance des principaux critères utilisés par les CI dans plusieurs régions du monde. Le tableau 1 résume ce classement des onze critères selon leur importance dans les études que nous avons recensées. Il nous revient maintenant de poursuivre l'analyse des critères d'investissement des CI en Afrique en mettant l'accent sur les facteurs de risques associés à ces critères.

Tableau 1 : Classement des critères d'investissement par les CI

Étude/Critères	Entrepreneur	Équipe de gestion	Marché	Produit	Rendement espéré	Potentiel de sortie	Compétition	Considérations financières
Tyebjee et Bruno (1984)	3		1	2		5	4	
MacMillan, Siegel et Narasimha (1985)	1	2	4	5	6	7	3	
MacMillan, Zemann et Subba Narasimha (1987)	1		3				2	
Knight (1994)	1		3	2	4			
Fried et Hisrich (1994)	2			1	3			
Muzyka et Leleux (1996)	1	2	3			5		6
Hatton et Moorehead (1996)	1		2	4				3
Chotigeat <i>et al.</i> , 1997	1	5	3	2				4
Zacharakis et Meyer (1998)	2		1	3				
Shepherd (1999)		1	3				2	
Kaplan et Strömberg (2000)		1	3	4			2	
Kumar et Kaura (2003)	1	2	3		4			
Mason et Stark (2004)	3		1	4				2
Silva (2004)	1		2				4	3
Proimos (2005)	1		2	3				4
Franke, Gruber, Harhoff et Henkel (2006)		1						
Sander et Koomagi (2007)	1	2	3	4				
Pintado <i>et al.</i> (2007)	1	2	3	4				
van Deventer & Mlambo, (2009)	1	2						
Mason, Smith et Harrison (2010)	4		3	1				2
Kollmann et Kuckertz (2010)	1		3	2	4	5		
Narayansamy <i>et al.</i> (2012)	1	5	3	2				4
Portmann et Mlambo,(2013)	2	1						3

En résumé, la revue de littérature a permis d’identifier les principaux critères utilisés par les CI dans plusieurs régions du monde. Le tableau 2 ci-des-

sous reprend tous les critères recensés dans la littérature consultée en fonction de leur importance.

Tableau 2 : Critères d’investissement recensés dans la littérature

Description des critères	Importance relative (Revue de littérature)
Entrepreneur	1
Équipe de gestion	2
Marché	3
Produit	4
Rendement espéré	5
Compétition	6
Considérations financières	7
Potentiel de sortie	8

Qu’en est-il des critères d’investissement des CI exerçant en Afrique participant à cette étude et des facteurs de risque associés ? Avant de répondre à cette question, il est important de présenter le cadre méthodologique qui nous mènera aux résultats.

2. Cadre méthodologique de la recherche

La revue de la littérature a permis aussi de regrouper les méthodes de recherche recensées pour étudier les critères de décision d’investissement en cinq groupes : l’analyse factorielle (Tyebjee et Bruno, 1984 ; MacMillan *et al.*, 1985 et 1987) ; l’analyse conjointe (Muzyka, Birley et Leleux, 1996 ; Shepherd, 1999) ; les modèles économétriques (Hatton et Moore-

head, 1996), Zacharakis et Meyer, 1998 ; Kaplan et Strömberg, 2000, Franke *et al.*, 2006) ; l’analyse conjointe (Muzyka *et al.* (1996) ; l’association des variables (Kumar et Kaura, 2003) et finalement l’analyse du protocole verbal (Mason et Stark, 2004 ; Mason *et al.*, 2010). Dans le cadre de cette recherche, nous avons retenu l’analyse descriptive et une analyse factorielle comme techniques d’analyse des données collectées.

Concrètement, pour la réalisation de cette étude, nous avons utilisé un questionnaire comme outil de mesure. En s’inspirant des recherches antérieures recensées dans la revue de littérature, nous avons regroupé toutes les questions pertinentes. Au final, nous avons eu dix-huit volets dont les sept premiers comportent quarante-neuf critères. Chaque critère est évalué selon une échelle allant de un à quatre avec :

1 (N/A : Non Applicable), 2 (Souhaité), 3 (Important) et 4 (Essentiel). Vingt-cinq critères parmi les quarante-neuf sont tirés de l'étude de McMillan *et al.* (1987) tandis que six critères sont inspirés des travaux de Hatton *et al.* (1996). En ce qui concerne le troisième volet, deux critères sont tirés des travaux de Muzyka *et al.* (1996) tandis qu'un critère de Franke *et al.* (2006). Les quinze derniers critères ont été ajoutés sur la base de leur pertinence.

Les sept premiers volets sont :

- ♦ Volet 1 : La personnalité de l'entrepreneur.
- ♦ Volet 2 : L'expérience de l'entrepreneur.
- ♦ Volet 3 : L'équipe d'entrepreneurs.
- ♦ Volet 4 : Les caractéristiques des produits ou services.
- ♦ Volet 5 : Les caractéristiques du marché.
- ♦ Volet 6 : Les considérations financières.
- ♦ Volet 7 : Les menaces face à la compétition.
- ♦ Volet 8 : Choix d'un seul item pour évaluer l'équipe qui a présenté le projet.
- ♦ Volet 9 : Pourcentage de participation financière de la CI dans la firme financée.

Les neuf volets additionnels (10 à 18), sont les suivants :

- ♦ Volet 10 : Le montant d'investissement moyen par entreprise.

- ♦ Volet 11 : Exigence d'un conseil d'administration.
- ♦ Volet 12 : Temps moyen alloué à une première lecture du business plan.
- ♦ Volet 13 : Nombre d'entreprises suivies par chaque analyste.
- ♦ Volet 14 : Véhicule de financement appliqué.
- ♦ Volet 15 : Type de PME financée.
- ♦ Volet 16 : Interventions concrètes de la CI.
- ♦ Volet 17 : Niveau d'importance des contributions d'une CI.
- ♦ Volet 18 : Catégorie d'organismes d'investissement auquel appartient la CI.

La collecte des réponses à notre questionnaire s'est déroulée entre le 13 novembre 2015 et le 2 avril 2016 date à laquelle nous avons reçu la trente-troisième réponse. Au final, nous avons contacté cent soixante-onze CI, ce qui représente un taux de réponse de 19,29%. Ce taux est légèrement inférieur à ceux des études européennes ou américaines comparables. Toutefois, une des raisons de ce faible taux semble être la très grande confidentialité des CI quand il s'agit de fournir certaines informations. Ceci serait encore plus difficile en contexte africain où la culture de la diffusion de l'information reste à développer.

Au final, nous avons obtenu sept réponses sur les vingt-quatre CI marocaines que nous avons recensées (dont vingt sont membre de l'AMIC),

soit un ratio de 29%. En Tunisie, nous avons obtenu un taux de retour de 50% (20 répondants sur 40). S’agissant de l’Algérie où nous n’avions recensé que sept CI, nous n’avons obtenu que deux réponses, soit un ratio de 28,5%. En ce qui concerne les trois autres pays, nous avons contacté par

courriel une centaine de membres de l’AVCA. En final, nous avons obtenu quatre réponses : deux de l’Angola, une du Nigeria et une du Kenya. Le tableau 3 ci-dessous donne le nombre de répondant par CI contactées dans le cadre de cette étude.

Tableau 3 : Tableau récapitulatif des résultats de la collecte des données

	Nombre de répondants	Nombre de CI contactées
Maroc	7	24
Tunisie	20	40
Algérie	2	7
Angola	2	100
Nigéria	1	
Kenya	1	
Total :	33	171

3. Résultats et discussion

Cette section est structurée en deux points : l’analyse descriptive et l’analyse factorielle. L’analyse descriptive permet d’indiquer l’importance en pourcentage des critères d’investissement des CI africains. Par ailleurs, dans le but de condenser l’information contenue dans le questionnaire, nous réalisons une analyse factorielle.

3.1. Résultats de l’analyse descriptive

D’après les résultats de l’analyse descriptive, tous les CI africains accordent

de l’importance aux critères d’investissements reliés à la personnalité de l’entrepreneur. Nous avons trouvé que 100% des répondants trouvent important ou essentiel que l’entrepreneur soit honnête et enthousiaste et ait confiance en lui. Ce critère a été également rapporté par les auteurs tels que MacMillan *et al.* (1985), Fried & Hisrich (1994), Hatton et Moorehead (1996), et Pintado *et al.* (2007). 91% des CI s’intéressent à l’avantage compétitif du produit. Ce critère a aussi été relevé par Tyebjee et Bruno (1984), MacMillan, Zemann et Subba Narsimha (1987), Shepherd (1999), Kaplan et Strömberg (2000). Toutes les CI africains exigent un conseil d’administration ainsi qu’un siège au

sein de ce conseil et investissent en moyenne plus de 500 000 \$ par entreprise, évitant ainsi de s'éparpiller sur un grand nombre de très petites entreprises. La constitution d'un conseil d'administration et l'exigence d'un siège s'inscrivent dans la volonté des CI en Afrique de contrôler ou de mitiger le risque lié à l'entrepreneur. 97% de ces capitaux investisseurs prennent en compte le budget prévisionnel présenté dans le plan d'affaires et 91% trouvent important ou essentiel que le produit/service présente un avantage compétitif. Toutefois, 90,9% d'entre elles ne pensent pas qu'il soit important ou nécessaire que l'entrepreneur détienne un diplôme en rapport avec le projet. 12,1% seulement des répondants trouvent important (9,1%) ou essentiel (3%) le fait que l'entrepreneur appartienne à une famille issue du milieu des affaires. Ceci va dans le sens de l'école d'apprentissage social de Gibb et Ritchie (1981) selon lesquels l'individu construit son profil entrepreneurial à partir de l'éducation qu'il reçoit et de l'expérience qu'il acquiert tout au long de sa vie. Cependant, un grand point d'interrogation se pose en ce qui concerne les 12,1% des répon-

dants qui disent qu'il est important d'exiger des garanties, 21,2% trouvent que c'est souhaitable. Ce dernier point est contradictoire avec le fondement même du CI. Toutefois, cela peut parfois s'expliquer lorsque le CI octroie un prêt garanti à l'entreprise en portefeuille.

Parmi les réponses dont le pourcentage d'importance est supérieur à 90% nous citons les critères suivants : 94% des CI trouvent important ou essentiel le fait que l'entrepreneur présente et maîtrise bien son projet, 93,6% trouvent important ou essentiel que le marché cible présente une croissance significative, et 90,9% trouvent important ou essentiel que le produit ou service soit accepté sur le marché. En outre, 96,9% des CI financent des PME traditionnelles. Les véhicules de financement les plus utilisés par les capitaux investisseurs sont les actions ordinaires et les obligations.

Une analyse comparative entre les critères d'investissement des CI africains et ceux issus de la revue de la littérature est présentée au tableau 4 ci-dessous.

Tableau 4 : Critères d'investissements des CI africains

Description des critères	Importance selon les CI africaines	Importance (Revue de littérature)
Entrepreneur	1	1
Marché	2	3
Produit	3	4
Équipe de gestion	4	2
Rendement espéré	5	5

Tableau 4 : Critères d’investissements des CI africains (suite)

Description des critères	Importance selon les CI africaines	Importance (Revue de littérature)
Compétition	6	6
Considérations financières	7	7
Potentiel de sortie	8	8

3.2. Résultats de l’analyse factorielle

Avant notre étude, bien d’autres auteurs tels que Tyebjee et Bruno (1984) et MacMillan *et al.* (1985, 1987) ont procédé à des analyses factorielles dans leurs travaux. Ainsi, dans le but d’explorer et d’examiner les risques évalués à travers les critères d’investissement des CI africains, nous avons aussi eu recours à l’analyse factorielle. Cette analyse factorielle permettra de regrouper l’information contenue à l’intérieur d’un grand nombre d’items du questionnaire en un ensemble restreint de nouvelles dimensions composites tout en assurant une perte minimale d’informations (Hair *et al.*, 2006). À travers cette analyse, nous voulons faire émerger les construits ou les dimensions sous-jacentes à un ensemble d’éléments constitutifs aux risques évalués par les CI en phase de d’investissement. À cet effet, nous avons considéré uniquement les éléments jugés importants par plus de 15% des CI en taux cumulatif. La méthode de l’analyse de composante principale est appliquée avec rotation en optant pour la méthode d’Oblimin avec une normalisation Kaiser. Les ré-

sultats de l’analyse factorielle sont présentés aux annexes 1, 2, 3 et 4.

Pour s’assurer de la validité de notre modèle, après plusieurs combinaisons nous avons retenu les combinaisons ayant un KMO de 71,6% avec un test de sphéricité de Bartlett significatif inférieur à 5% (4,4%) même si les corrélations entre les variables ne sont pas élevées (Annexe 1). Au moins deux conditions sont respectées, ce qui valide nos résultats.

L’analyse factorielle a fait ressortir premièrement treize facteurs ou encore risques pris en compte lors de l’évaluation d’un investissement par les CI en Afrique. L’annexe 2 présente les treize facteurs ou risques identifiés dans le cadre de notre étude. Voici ci-dessous le niveau de compatibilité de nos résultats avec les travaux des autres auteurs ayant traité du même sujet dans d’autres contextes.

Concrètement, le facteur 6 définit comme « le risque de management » réaffirme les résultats des travaux de Tyebjee et Bruno (1984), MacMillan *et al.* (1985, 1987), Fried et Hisrich (1994), Shepherd (1999), Franke *et al.*, (2006), Kaplan *et al.* (2009), Sander et Koomagi (2007), Pintado *et al.*

(2007), Kollmann, T. et Kuckertz, A., (2010).

Aussi, le facteur 7 définit comme « le risque de compétitivité » corrobore les travaux de Tyebjee et Bruno (1984), MacMillan *et al.* (1985, 1987), Fried et Hisrich (1994), Sander et Koomagi (2007), Pintado *et al.* (2007).

Le facteur 4 définit comme étant le « le risque de sortie » est compatible avec les travaux de Tyebjee et Bruno (1984) et MacMillan *et al.* (1987), Fried et Hisrich (1994), Narayansamy *et al.* (2012).

Les facteurs 5 et 10 définit respectivement « Risque de leadership » et « Risque d'exécution et de mise en œuvre » rejoignent les résultats des travaux de MacMillan *et al.* (1985).

Les facteurs 3 et 13 définis respectivement « le risque de viabilité du produit ou du projet » et « le risque d'inexpérience de l'entrepreneur » sont compatibles avec les travaux de MacMillan *et al.* (1987), Fried et Hisrich (1994), Hatton et Moorehead (1996), Franke *et al.* (2006), Kaplan *et al.* (2009), Kollmann et Kuckertz (2010), Muzyka et Leleux (1996).

Par ailleurs, l'analyse factorielle réalisée dans le cadre de notre étude a détaillé six facteurs ou risques additionnels très importants en contexte africain, notamment :

1. Risque d'adaptation au marché (facteur 1) : Les CI africains souti-

ennent les entreprises qui savent résister aux cycles économiques, qui ont la capacité de se protéger face à l'obsolescence technologique, qui sont capables de réagir rapidement face au risque et dont les plans d'affaires sont bien montés. Ce résultat rejoint celui des auteurs tels que Tyebjee et Bruno (1984). Ce risque avait déjà été un peu évoqué par Fried et Hisrich (1994), Wright et Robbie (1998) en parlant de l'acceptation du produit sur le marché. Sherpherd (1999) évoque aussi le critère de barrière à l'entrée du marché. Kaplan *et al.* (2009) notent aussi ce critère comme étant très important. Enfin, Narayansamy *et al.* (2012) parle de l'évaluation du marché parmi les critères.

2. Risque d'entrée sur le marché (facteur 2) : Les CI africains recherchent les entreprises qui présentent la capacité de passer les barrières à l'entrée, qui visent un nouveau marché dont elles sont familières et qui présentent peu de compétition au cours des deux premières années ;
3. Risque de fiabilité de l'entrepreneur et son projet (facteur 8) : Les CI africains préfèrent l'entrepreneur référé par une source fiable et qui sait bien présenter et défendre son projet. Ce risque avait déjà été souligné clairement par Fried et Hisrich (1994).

4. Risque d'évaluation du marché (facteur 9) : Les CI africains considèrent les entrepreneurs capables d'évaluer le risque de marché et d'évaluer que le produit dégage une marge de profit élevé ; Ce risque avait déjà été souligné clairement par Fried et Hisrich (1994).
5. Risque d'imitation du produit/service localement (facteur 11) : Les CI africains optent plus pour les entreprises dont le produit/service est difficilement imitable et préfèrent les projets se trouvant dans leur zone géographique. Tyebjee et Bruno (1984) retient aussi le critère d'évaluation du produit comme étant important. Fried et Hisrich (1994) affirment aussi que les CI s'intéressent à la qualité du produit. Chotigeat *et al.* (1997) et Proimos (2005) en ont aussi parlé dans leurs études. Toutefois, aucune étude n'a clairement évoqué ce risque. Il y a là une perception des CI que le risque d'imitation est très élevé en contexte africain et que le cadre réglementaire ou juridique ne saurait suffisamment les protéger
6. Risque d'expansion de l'activité (facteur 12) : Les CI africains préfèrent les entreprises qui visent ou opèrent dans un secteur d'activité connu, qui visent un marché existant avec un potentiel à l'exporta-

tion et dont toute l'équipe a montré une expertise sectorielle.

En poursuivant avec l'analyse factorielle confirmatoire, comme le montre l'annexe 2, on peut encore regrouper ces 13 facteurs ou risques en quatre et les renommer tout en spécifiant leur contenu ou les facteurs de risque associés de la façon suivante :

- ♦ Facteur 1 : Risques liés à l'entrepreneur et au management. Les variables ou items associés sont : l'entrepreneur référé par une source fiable, l'entrepreneur est capable d'évaluer le risque et réagir rapidement face au risque, l'entrepreneur ou l'équipe de gestion est capable de passer les barrières à l'entrée et le produit / service présente un avantage compétitif.
- ♦ Facteur 2 : « Risque de viabilité du projet ou du produit » : les variables associées à ce facteur sont : Le produit présente un potentiel à l'exportation, le produit présente une marge de profit élevé, et nous sommes familiarisés avec le secteur d'activité de l'entreprise.
- ♦ Facteur 3 : « Risque de résistance aux cycles économiques » : les variables associées à ce facteur sont : résistance aux cycles économiques et un prototype du produit est déjà développé. Ceci est un nouveau facteur que nous avons identifié.
- ♦ Facteur 4 : Facteur 4 « Risque de leadership » : les variables asso-

ciées à ce facteur sont : l'entrepreneur est honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi et il a montré des habilités de leadership dans le passé.

Avec ces quatre facteurs mis en commun, nous pouvons expliquer 60,42% de la variance totale (Voir annexe 4). Comme la plupart d'auteurs ayant abordé ce sujet, nos résultats montrent que les critères d'investissement en lien avec l'équipe, l'entrepreneur et le management ainsi que la viabilité du produit ou de l'activité ou encore du marché sont les plus importants lors de la phase d'investissement des CI en contexte africain.

3.3. Discussion

Les résultats de cette étude décrivent l'attitude des CI africains face aux différents risques de leur investissement ainsi que les facteurs de risque associés. D'une part, notre étude corrobore les résultats de la plupart des auteurs ayant traité du même sujet. Tout comme les autres études et pour les besoins de la discussion, nous nous permettons de regrouper les quatre facteurs en deux groupes. Ainsi, deux principaux critères d'investissement ou risques sont pris en compte par les CI à la phase d'investissement en contexte africain : Risques liés à l'équipe et à l'entrepreneur et au management, risques liés à la viabilité du produit ou de l'activité ou du marché.

Les critères d'investissement ou risques liés à l'entrepreneur ou à l'équipe de gestion ou encore à management occupent une importance cruciale dans la décision d'investissement des CI africains. Par exemple, le risque lié à l'entrepreneur se définit comme le risque que celui-ci refuse de partager l'information importante au partenaire financier et sa capacité à déléguer et à travailler en équipe. L'évaluation de ce critère peut passer par les entrevues des entrepreneurs, la demande d'évaluation du profil de l'entrepreneur par un expert en psychologie, l'évaluation la source ayant référée l'entreprise, etc.

Pour ce faire et pour atténuer ces risques liés à l'équipe, à l'entrepreneur et au management, les CI en contexte africain ont pris des mesures qui rejoignent ceux révélés par la plupart des recherches qui se sont penchées sur les imperfections du marché du capital de risque dues aux risques d'agence et d'asymétrie d'information, évoqués déjà par Akerlof (1970). L'asymétrie d'information survient lorsqu'un agent (entreprise) possède de l'information que le principal (CI) n'a pas, sachant que cette information est de meilleure qualité et en plus grande quantité (Baye, 2009). L'asymétrie de l'information peut conduire à des divergences profondes au niveau des objectifs (Baye, 2009) et peut engendrer des coûts qualifiés par Akerlof (1970) de coûts de la « malhonnêteté ». Dans ce contexte bien particulier,

plusieurs recherches, ayant fait appel à la théorie de l'agence pour étudier la relation principal-agent (entre les CI et les entreprises), révèlent qu'au moment de la conclusion de l'entente de financement, le CI ne connaît pas le potentiel réel du produit ni les compétences de l'entreprise (Lerner et Tag, 2013 ; Rosso, 2012 ; Cumming, 2006). Selon les mêmes auteurs, le risque d'asymétrie de l'information et des problèmes d'agence, tels que l'aléa moral, la sélection adverse, le « *window-dressing* » entre autres, sont alors imminents. Pour ce faire, le CI devrait avoir accès à des informations pertinentes sur le produit vendu ou à vendre de l'entreprise pour en évaluer le potentiel de commercialisation ainsi que sur les compétences techniques des fondateurs de l'entreprise. Or, l'acquisition de ces informations pertinentes peut s'avérer une tâche extrêmement ardue, voire, quasi-impossible sans la collaboration volontaire et honnête de l'entrepreneur, qui est le mieux placé pour connaître les vraies caractéristiques de son entreprise. Ainsi, les CI déploient tant en Afrique que dans les autres régions du monde différentes stratégies d'atténuation du risque tels que, l'échelonnement du financement ou « *staged funding* », la syndication des investissements, un processus d'évaluation et de surveillance « *due diligence* » extrêmement rigoureux et finalement le recours à des clauses restrictives visant à aligner les objectifs des deux parties (Mac-

Cahery et Vermeulen, 2014 ; Lerner et Tag, 2013 ; Gompers et Lerner, 2006).

De même, au sujet des clauses contractuelles, Rosso (2012) recommande le recours à des contrats qui encouragent l'entrepreneur à divulguer de façon proactive les informations privées d'importance capitale pour l'évaluation de l'entreprise tandis que d'autres auteurs (Cumming, 2006 ; Kaplan and Stromberg, 2000) mettent plus d'emphasis sur une structure de gouvernance favorisant le contrôle conjoint et l'allocation optimale du pouvoir entre le CI et l'entrepreneur. À ce sujet, presque toutes les CI africains contactés exigent au moins un siège au conseil d'administration des entreprises en portefeuille. Il serait donc plus judicieux pour les CI africains de faire appel à des contrats qui permettent l'alignement des objectifs des deux parties. Ainsi, lorsque les caractéristiques de l'entreprise sont difficilement observables, le CI devrait proposer une rémunération basée sur la performance. Par contre, lorsque ces caractéristiques sont observables mais difficilement vérifiables, le CI devrait exiger plus de pouvoir et de droits de contrôle au niveau des activités courantes de l'entreprise (Kaplan et Stromberg, 2000). Certes, ces mesures aident à réduire les risques d'asymétries d'informations en limitant la marge discrétionnaire de l'entreprise mais ils ont aussi un impact sur la structure de gouvernance, considé-

rée comme un facteur clé pour améliorer la perception du risque et favoriser les sorties d'investissements en Afrique (AVCA, 2013).

Par ailleurs, la présente étude montre aussi les critères d'investissement ou risques liés au marché qui doivent être évalués par les CI en Afrique à la phase d'investissement. Dans le cadre de notre étude, ils sont regroupés et requalifiés en risques liés à la viabilité du produit ou de l'activité ou du marché. La littérature en stratégie décrit le risque de marché comme étant « toutes incertitudes associées à l'attribution d'un avantage compétitif dues à des facteurs de l'environnement externe » (Barney *et al.*, 1989 ; Porter, 1980). Étant donné que le risque du marché n'est pas observable de façon directe, il est possible de l'analyser par le biais de différents indicateurs qui sont tout de même observables (Williamson, 1985 ; Porter, 1987 ; Tyebjee et Bruno, 1984). Les auteurs citent à titre d'exemples, l'obsolescence technologique, un nombre élevé de compétiteurs, un nombre élevé de produits substituts, une faible demande pour le produit ou service cible et finalement, le niveau d'attractivité du marché local. À ce titre, tel que discuté précédemment, un des obstacles à l'investissement en Afrique réside dans le fait que la plupart des marchés africains sont très peu développés parfois même inexistantes pour certains produits.

Conclusion

Cette étude a permis d'identifier les critères de décision d'investissement utilisés dans le processus de décisions des CI en Afrique. De plus, elle a pu regrouper en quatre facteurs et par ordre d'importance les différents types de risques auxquels sont confrontés les CI lors de l'évaluation d'un investissement : Risques liés à l'entrepreneur et au management ; Risque de viabilité, Risque de résistance aux cycles économiques, Risque de leadership. Ces quatre facteurs expliquent près 61% de la variance.

Ainsi, les résultats de la recherche n'ont pas démontré une spécificité particulière des CI évoluant en Afrique concernant les critères d'investissement dans leur processus de décision. Ils ont tout de même permis de mettre en exergue le facteur 3 (le risque de résistance aux cycles économiques) qui est beaucoup pris en compte en contexte africain. Au final, à l'exception de facteur 3, les critères trouvés dans cette étude restent similaires à ceux relevés par les autres auteurs dans leurs études. Tout ceci amène les CI à établir des critères de décision d'investissement plus strictes ou exigeants en contexte africain que dans le contexte occidental en menant une vérification diligente très exigeante et très poussée sur l'entrepreneur et le management.

Finalement, cette étude semble très bé-

néfrique pour les CI qui veulent opérer en Afrique en les aidant à appréhender les critères d'investissement utilisés par les CI actuellement présents en Afrique. Elle est aussi utile aux entrepreneurs africains en leur permettant de mieux connaître le fonctionnement du capital-investissement. À travers cette étude, ils auront alors une meilleure idée sur les critères de sélection utilisés par les CI et pourront ainsi adapter leurs plans d'affaires afin de mieux mitiger tous les facteurs de risque avant toute demande de financement, particulièrement ceux liés au management et à la viabilité du produit.

Pour terminer, il faut noter que cette étude présente plusieurs limites. La première limite repose sur la taille de l'échantillon. La seconde porte sur le fait que nous n'avons pas fait la différence entre les différents types d'acteurs du financement privé (les structures ou fonds qui offrent du capital-risque, capital de croissance ou de développement, du capital de transmission) dans l'étude. Pourtant ces derniers ne disposent pas des mêmes critères au niveau des considérations financières comme l'ont si bien démontré Portmann et Mlambo (2013). Tout de même, l'étude a permis de mieux cerner certains critères d'investissement utilisés par les CI en Afrique.

Enfin, dans une autre perspective de recherche, il serait intéressant de décliner ou d'étudier ces critères de sélection d'investissement selon le stade de

développement et le montant d'investissement de l'entreprise. Une seconde avenue de recherche serait de procéder à une comparaison de critères de décision d'investissement des CI, en prenant le soin de les différencier, selon la zone économique africaine (Afrique Centrale, Ouest, Est, Australe, Nord) puisque l'Afrique n'est pas homogène. L'environnement des affaires et le niveau de dynamisme économique entre les pays africains est différent.

Références bibliographiques

Adongo, J., (2011). Determinants of Venture Capital in Africa : Cross Section Evidence, African Economic Research Consortium (AERC) Research Paper 237.

Afanu, O., (2015). Nigeria as an Emerging Market : Investment Hub for Venture Capital and Private Equity Funds, Global Conference on Business and Finance Proceedings, 10(1).

Akerlof, G., (1970). The Market for Lemons. Quarterly Journal of Economics, 84, 488-500.

Alsina, A., (2013). Private Equity in the North African Region, Case Study of Morocco, Tunisia and Algeria, European Institute of the Mediterranean (EMed).

Association Marocaine des Investisseurs en Capital, (2015). Le Capital Investissement au Maroc : Activité, Croissance et Performance – Rapport 2015. Repéré à http://www.amic.org.ma/images/AMIC_Etude_2015.pdf.

Association for Private Capital in Emerging Markets (EMPEA), Private Equity in the Middle East and North Africa (Avril, 2015). Repéré à <https://www.empea.org/research/data-and-statistics/>

Association Tunisienne des Investisseurs en Capital (ATIC) (2014) Rapport d'activité 2013.

African Private Equity & Venture Capital Association, (2013) Broadening Horizons : How do Private Equity Investors Create Value ? Repéré à http://www.avca-africa.org/wp-content/uploads/2014/04/Broadening-horizons-Africa-value-creation-study_FR0124.pdf.

African Private Equity & Venture Capital Association, (2015) Annual African Private Equity Data Tracker. Repéré à <https://www.avca-africa.org/media/1376/avca-annual-african-private-equity-data-tracker-2016.pdf>.

African Private Equity & Venture Capital Association, (2018). African PE & VC Performance Benchmark (Q1 2018). Data as of March 2018. Repéré à <https://www.avca-africa.org/research-publications/data-reports/?year=2018>

African Private Equity & Venture Capital Association, (2015) African Private Equity Data Tracker.

Avnimelech, G. et Schwartz, D. (2009). Structural changes in mature Venture Capital industry : Evidence from Israel. *Innovation*, 11(1), 60-73.

Bamford et Douthett (2013). Venture Capital and Risk Management : Evidence from Initial Public Offerings. *Journal of managerial issues*, 25(3), 220-240.

Banque Africaine de Développement (2012) Libérer le potentiel de l'Afrique du nord grâce à l'intégration régionale – Défis et Opportunités. Édité par Emanuele Santi, Saoussen Ben Romdhane et William Shaw.

BAD/OCDE/PNUD (2016), Perspectives économiques en Afrique 2016 : Villes durables et transformation structurelle, Paris : Éditions OCDE. Repéré à <https://doi.org/10.1787/aeo-2016-fr>.

Barney, J.B., (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.

Barney, J.B., Busenitz, L., Fiet, J.O. et Moesel, D. (1989). The Structure of Venture Capital Governance : An Organizational Economic Analysis of Relations Between Venture Capital Firms and New Ventures. *Academy of Management Proceedings*, 1989(1).

Baye, M.R. (2009) Managerial Economics and Business Strategy ». 6th édition. McGraw Hill, 450-455.

Beck, T., (2007). Financing Constraints of SMEs in Developing Countries : Evidence, Determinants and Solutions. *Economic Policy*, 22, 731-779.

Chotigeat, T., Pandey, I.M. et Kim, D.J., (1997). Venture Capital Investment Evaluation in Emerging Markets, *Multinational Business Review*, 5(2).

Cumming, D. (2006). Adverse Selection and Capital Structure : Evidence from Venture Capital, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30, 155-184.

Cumming, D. (2010). Venture Capital Investment Strategies, Structure and Policies. John Wiley & Sons, Inc.

Cumming, D. et Johan, S. (2007). Advice and monitoring in Venture Capital, *Financial Markets and Portfolio Management*. 21(1), 3-43.

Cumming, D. et Knill, A., (2012). Disclosure, Venture Capital and Entrepreneurial Spawning. *Journal of International Business Studies*, 43(6), 563-590.

Fama, E. (1998). Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioural Finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283-306.

Farag, H., Hommel, U., Witt, P. et Wright, M. (2004). Contracting, monitoring, and exiting venture investments in transitioning economies : a comparative analysis of Eastern European and German markets. *Venture Capital*, 6(4), 257-282.

Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D. et Henkel, J. (2008). Venture Capitalists' Evaluations of Start-ups Teams : Trade-offs, Knock-out Criteria and the Impact of VC Experience. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 32(3), 459-483

Fried, V. H. et Hisrich, R. D., (1994). Toward a model of venture capital investment decision-making. *Financial Management*, 23(3), 28-37.

Gibb, A. et Ritchie, J. (1982). Understanding the Process of Starting Small Businesses. *International Small Business Journal : Researching Entrepreneurship*, 1 (1), 26-45.

Gompers, P., Lerner, J., (2006). The Venture Capital Cycle. 2th édition : The MIT Press

Gorman, M. et Sahlman, W.A., (1989). What do Venture Capitalists Do ? *Journal of Business Venturing*, 4 (4), 231-248.

Hair, J. F., Black, W., Babin, B., Anderson, R. et Tatham, R. L. (2006). *Multivariate Data Analysis*. 6th edition, New Jersey : Pearson Prentice-Hall.

Hassan, A. (2010). An Explanatory Study of Private Equity and Venture Capital in an Emerging Economy : Evidence from Egypt. *The Journal of Private Equity Spring* 13 (2) 55-66.

Hatton, L. et Moorehead, J. (1997). Determining venture capitalist criteria in evaluating new ventures. Unpublished working paper California State University Sacramento, California.

Hege, U., Palomino, F. et Schweinbacher (2003). Determinants of Venture Capital Performance : Europe and United States. Repéré à <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.194.6426&rep=rep1&type=pdf>

Hellmann, T. et Puri, M. (2000). The Interaction between Product Market and Financing Strategy : The Role of Venture Capital. *The Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984

O'Neill, J., Wilson, D. et Purushothaman, R. (2005). How solid are the BRICs ? Goldman Sachs Economics Research, Global Economics Paper, Paper No. 134. Repéré à http://www.faa.br/cea/pdf/bric_goldman.pdf.

Jover, Mlambo, C. (2014). A review of factors affecting the attractiveness of Angola to private equity (PE) investments. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 17(5), 609-623.

Kaplan, S.N., Sensoy, B.A. et Stromberg, P., (2009). Should Investors Bet on the Jockey or the Horse ? Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies. *The Journal of Finance*, 64(1), 75-115..

Kaplan, S.N., Stromberg, P. (2000). How Do Venture Capitalists Choose Investments ? Working Paper, University of Chicago.

Knight, R. M. (1994). Criteria used by venture capitalists : a cross-cultural analysis. *International Small Business Journal*, 13(1), 26 – 37.

Kollmann, T. et Kuckertz, A., (2010). Evaluation of Uncertainty of Venture Capitalists' Investment Criteria. *Journal of Business Research*, 63(7), 741-747.

Kumar, A. V. et Kaura, M. N. (2003). Venture Capitalists' Screening Criteria. *Vikalpa : The Journal for Decision Makers*. 28(2), 49-59.

Lerner, J., Tag, J., (2013). Institutions and Venture Capital. *Industrial and Corporate Change*, 22(1), 153-182.

MacMillan, I. C., Siegal, R. et Subba Narasimha, P. N. (1985). Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 119-128.

MacMillan, I. C., Zeman, L. et Subba Narasimha, P. N. (1987). Criteria Distinguishing Successful From Unsuccessful Ventures in the Venture Cleening Process. *Journal of Business Venturing*, 2(2), 123-137.

Mason, C., et Stark, M. (2004). What do Investors Look for in a Business Plan ? : A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels. *International Small Business Journal : Researching Entrepreneurship*. 22(3), 227-248

McCahery, J. A. et Vermeulen, E.-P.M. (2014). Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting. *European Business Organization Review*, 15(2), 234-266.

Muzyka, D., Birley, S., Leleux, B. (1996). Trade-offs in the Investment Decisions of European Venture Capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11(4), 273 – 287.

Narayansamy, C., Hashemoghli, A. et Rashid, R., (2012). Venture Capital Pre-Investment Decision Making Process : An Exploratory Study in Malaysia. *Global Journal of Business Research*, 6(5), 49-63.

Nomo T. S (2008). Étude exploratoire du suivi post-investissement réalisé dans le secteur traditionnel par les sociétés de capital de risque (Thèse de doctorat, Université de Sherbrooke).

Pintado, T.R., De Lema, D.G.P. et Van Aukun, H. (2007). Venture capital in Spain by stage of development. *Journal of Small Business Management*, 45(1), 68-88.

- Portmann, D. et Mlambo, C. (2013). Private Equity and Venture Capital in South Africa : a comparison of project financing decisions. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 16(3), 258-278.
- Porter, M.E., (1987). From Competitive Advantage to Corporate Strategy. *Harvard Business Review*, 65(3), 43-59.
- Proimos, A. (2005). A Pilot Study of Venture Capital Investment Appraisal in Australia. *Journal of Financial Services Marketing*, 9(3), 272-286.
- Rosso, J. (2012). The Investor-Entrepreneur Relationship on Venture Capital : An Agent-Principal Approach (November 30, 2012). Repéré à SSRN : <https://ssrn.com/abstract=2317567> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2317567>
- Sahlman, W.A. 1988. Aspects of financial contracting in venture capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(2), 23-36.
- Sander, P. et Koomagi, M. (2007). Valuation of private companies by Estonian private equity and venture capitalists. *Baltic Journal of Management*, 2(1), 6-19
- Shepherd, D. A. (1999). Venture capitalists' assessment of new venture survival. *Management Science*, 45(5), 621-632.
- Silva, J. (2004). Venture Capitalists' Decision-Making in Small Equity Markets : a Case Study Using Participant Observation. *Venture Capital : An International Journal of Entrepreneurial Finance* 6(2), 125-145.
- Smith, D. J., Mason, C. M. et Harrison, R. T., (2010) Angel investment decision making as learning process. Working Paper 10-05 Hunter centre for entrepreneurship, University of Strathclyde, Glasgow G1 1XH Scotland, UK.
- Smolarski, J. (2007). Investment analysis in the private equity industry : a study of La Porta's argument. *International Journal of Emerging Markets*, 2(4), 335-347.
- Tybout, J., (2000). Manufacturing Firms in Developing Countries : How Well Do They Do, and Why ? *Journal of Economic Literature*, 38(1), 11-44
- Tyebjee, T. T., Bruno A. V. (1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066.
- Van Deventer, B. et MLAMBO, C. (2009). Factors influencing venture capitalists' project financing decisions in South Africa. *South African Journal of Business Management*, 40(1), 33-41.
- Ving, T., et Haan, M. (2001). How do venture capitalists screen business plans : An art or science ? Evidence from the Netherlands and the USA. University of Amsterdam Working papers. Pays-Bas.
- Williamson, O.E., (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York, NY : The Free Press.
- Zider, B. (1998). How venture capital works. *Harvard Business Review*, November – December, 131-139.

Annexe I : Matrice de corrélation

	Capable d'évaluer le risque	Capable de réagir rapidement face au risque	Fait attention aux détails	Honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi	A montré une habilité de leadership dans le passé	L'entrepreneur est référencé par une source fiable	Le produit présente un potentiel à l'exportation	Le produit présente une marge de profit élevé	Nous sommes familiarisés avec le secteur d'activité de l'entreprise	Capacité de passer les barrières à l'entrée	Résistance aux cycles économiques	Le produit / service présente un avantage compétitif	Un prototype du produit est déjà développé
Capable d'évaluer le risque	1.000	.520	.194	-.067	.293	.229	.354	-.007	.211	.410	.254	.267	-.014
Capable de réagir rapidement face au risque	.520	1.000	.337	.021	.450	.449	.278	-.054	.238	.429	.586	.512	-.216
Fait attention aux détails	.194	.337	1.000	-.045	.419	.249	.254	-.120	.308	.254	.311	.388	-.177
Honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi	-.067	.021	-.045	1.000	.293	-.011	.128	-.028	.058	.138	.081	.073	.250
A montré une habilité de leadership dans le passé	.293	.450	.419	.293	1.000	.398	.281	-.317	.197	.526	.395	.248	-.097
L'entrepreneur est référencé par une source fiable	.229	.449	.249	-.011	.398	1.000	.362	-.052	.320	.344	.343	.243	-.025
Le produit présente un potentiel à l'exportation	.354	.278	.254	.128	.281	.362	1.000	-.138	.360	.419	.121	.195	.176
Le produit présente une marge de profit élevé	-.007	-.054	-.120	-.028	-.317	-.052	-.138	1.000	-.171	-.199	-.149	-.051	.087
Nous sommes familiarisés avec le secteur d'activité de l'entreprise	.211	.238	.308	.058	.197	.320	.360	-.171	1.000	.206	.334	.205	-.039
Capacité de passer les barrières à l'entrée	.410	.429	.254	.138	.526	.344	.419	-.199	.206	1.000	.439	.259	-.130
Résistance aux cycles économiques	.254	.586	.311	.081	.395	.343	.121	-.149	.334	.439	1.000	.223	-.379
Le produit / service présente un avantage compétitif	.267	.512	.388	.073	.248	.243	.195	-.051	.205	.259	.223	1.000	-.161
Un prototype du produit est déjà développé	-.014	-.216	-.177	.250	-.097	-.025	.176	.087	-.039	-.130	-.379	-.161	1.000

Table 0.1 KMO et Test de sphéricité de Bartlett

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.	.716
Approx. Chi-Square	100.454
Bartlett's Test of Sphericity	df
	78
	Sig.
	.044

Annexe 2 : Analyse factorielle des critères évalués

	Pattern Matrix ^a												
	Component												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Résistance aux cycles économiques	,922												
Capacité de se protéger de l'obsolescence technologique	,673												
Capable de réagir rapidement face au risque	,648												
Le budget prévisionnel au business plan est pris en considération	,507								,376				
Capacité de passer les barrières à l'entrée	,493	,403											
L'entreprise vise un nouveau marché		,804											
Présence d'une compétition au cours 2 premières années		,701						,325		,352			
Retour sur investissement minimum de 10 fois au cours des 10 ans		,506		,361							,383		
Familier avec le marché ciblé		,503						,413					
Un prototype du produit est déjà développé			,927										
Capacité de créer des barrières post-entrée			,750										
Le produit / service est un nouveau concept		,445	,617										
Investissement facilement liquide			,548	,345			,360					,346	
L'équipe a travaillé longtemps ensemble			,489		,361	,360							
Possède une personnalité compatible avec la nôtre			,407						,341				,325
Absence ou peu de régulations				,776		,387							
Sortie au cours des 10 ans				,773									
A montré une habilité de leadership dans le passé	,400			,472									
Capable de soutenir un effort intense					,880								
Le produit / service présente un avantage compétitif					,658								
Fait attention aux détails					,646					,327			
Le produit est protégé par une licence						,899							
Toute l'équipe a montré un potentiel de leadership						,615			,350				

Annexe 3 : Matrice de rotation des variables

	Variables			
	1	2	3	4
Capable d'évaluer le risque	.724			
Capable de réagir rapidement face au risque	.811			
Fait attention aux détails				
Honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi				.829
A montré une habilité de leadership dans le passé				.636
L'entrepreneur est référé par une source fiable	.529			
Le produit présente un potentiel à l'exportation		.549		
Le produit présente une marge de profit élevé		-.651		
Nous sommes familiarisés avec le secteur d'activité de l'entreprise		.696		
Capacité de passer les barrières à l'entrée	.517			
Résistance aux cycles économiques			-.538	
Le produit / service présente un avantage compétitif	.597			
Un prototype du produit est déjà développé			.840	
Variance expliquée	4.082	1.512	1.209	1.05
Variance expliquée en pourcentage	31.40	11.63	9.30	8.08
Méthode d'Extraction : Analyse en Composantes Principales.				
Méthode de Rotation : Varimax avec Kaiser Normalization.				
^a . Rotation converge à la 11 itération.				

Annexe 4 : Variance totale expliquée

Component	Initial Eigenvalues			Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	4.082	31.401	31.401	4.082	31.401	31.401	2.921	22.469	22.469
2	1.513	11.637	43.039	1.513	11.637	43.039	1.836	14.123	36.592
3	1.209	9.303	52.342	1.209	9.303	52.342	1.572	12.091	48.683
4	1.050	8.080	60.422	1.050	8.080	60.422	1.526	11.739	60.422
5	.946	7.277	67.698						
6	.865	6.653	74.351						
7	.735	5.657	80.008						
8	.660	5.075	85.084						
9	.584	4.492	89.576						
10	.435	3.344	92.920						
11	.417	3.207	96.127						
12	.287	2.210	98.337						
13	.216	1.663	100.000						