

LE FINANCEMENT PAR CAPITAL RISQUE AU MAROC

THE FINANCING BY VENTURE CAPITAL IN MOROCCO

EL KIHAL AMAL

Doctorante en sciences économiques, Laboratoire de modélisation mathématique et calcul
économique

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales

Université Hassan 1^{er} Settat

Maroc.

HATTAB SAMIA

Professeure de l'enseignement supérieur à la Faculté des sciences juridiques, économiques et
sociales

Laboratoire de modélisation mathématique et calcul économique

Université Hassan 1^{er} Settat

Maroc.

Date de soumission : 16/08/2019

Date d'acceptation : 13/10/2019

Pour citer cet article :

EL KIHAL A. & HATTAB S. (2019) « LE FINANCEMENT PAR CAPITAL RISQUE AU MAROC » Revue
Internationale des Sciences de Gestion « Numéro 5 : Octobre 2019 / Volume 2 : numéro 4 » p : 291 - 305

Digital Object Identifier : <https://doi.org/10.5281/zenodo.3520067>

Résumé :

Cet article étudie le développement du capital investissement en général et le capital risque en particulier au Maroc. Il s'agit d'un financement particulièrement bien adapté à l'émergence et au développement des jeunes entreprises innovantes. Autrement dit, une alternative à l'endettement bancaire pour les entreprises en création ou en croissance.

L'industrie du capital investissement n'est pas récente au Maroc. C'est au début des années 1990 que ce dernier a franchi le pas vers une intermédiation financière du genre pour soutenir la croissance de l'économie nationale. Pourtant, le pays enregistre un retard par rapport à ses capacités financières et à la maturité du secteur.

Nous cherchons à travers ce papier, à comprendre pourquoi le Maroc, pays qui remplit les conditions nécessaires pour le développement de l'industrie du capital investissement est encore en retard. Il s'agit de relever les facteurs explicatifs de cette situation de retard dans le développement du capital investissement.

Mots Clés : Capital investissement ; Capital-risque ; financement ; Innovation ; Entreprise.

Classification JEL : E22 ; G24 ; G32 ; O31 ; H32.

Abstract :

This article aims to study the development of private equity in general and venture capital in particular in Morocco. It is a financing particularly well suited to the emergence and development of young innovative companies. In other words, it's an alternative to bank debt for companies in creation or growth which cannot apply for traditional financing.

The private equity industry is not recent in Morocco. It was the early 1990s that the latter took the step towards financial intermediation of its kind to support the growth of the national economy. However, the country is lagging a late development even its financial capabilities and the maturity of the sector.

In this context, we are going through this paper to highlight the explanatory factors or principal reasons why private equity in Morocco is not making the right development.

Key Words: Private equity ; Venture Capital ; Financing ; Innovation ; Entreprise.

JEL Classification : E22 ; G24 ; G32 ; O31 ; H32.

Introduction :

Les jeunes entreprises innovantes (JEI) sont caractérisées par un fort potentiel de croissance et un risque de défaillance élevé. En effet, durant les premières phases de leur développement (amorçage, démarrage), ces jeunes entreprises ne sont ni en mesure de fournir des garanties ni de dégager un chiffre d'affaires. En conséquence, elles n'ont donc pas accès aux modes de financement traditionnels, à savoir l'autofinancement et/ou le crédit bancaire. Le capital-risque se présente comme un procédé de financement en fonds propres le plus approprié pour soutenir ces jeunes entreprises dites innovantes.

Les sociétés de capital-risque (SCR) acceptent de supporter un risque financier élevé en l'absence de garanties personnelles proposées par le promoteur du projet. Les gestionnaires de capital de risque ne sont pas pour autant de simples apporteurs de capitaux, ce sont aussi des experts qui apportent un soutien managérial et technique aux entreprises de leur portefeuille dans le but de leur ajouter de la valeur. Ils conseillent, utilisent leurs relations professionnelles et leur réputation pour soutenir l'entreprise émergente.

Bien que l'apparition de ce mode de financement remonte à 1946 à travers la création de la première société de capital-risque aux États-Unis, par le général Georges Doriot, président de l'American Research and Development Corporation (ARD). En France, cette activité financière a débuté dans les années 1970. Le Capital Investissement est une industrie relativement récente au Maroc. Elle apparaît au début des années 90 mais ne sera réellement opérationnelle qu'en 1993 avec la création de la société de gestion Moussahama, filiale de la Banque Centrale Populaire, pionnière de l'industrie marocaine.¹

Nous cherchons à travers ce papier, à comprendre pourquoi le Maroc, pays qui remplit les conditions nécessaires pour le développement de l'industrie du capital investissement est encore en retard. Pour se faire, la problématique à laquelle nous proposons de répondre est : Quels sont les facteurs explicatifs du sous-investissement du capital-risque Au Maroc ? Quelles sont les raisons derrière le retard de développement enregistré par l'industrie du capital investissement?

La démarche méthodologique de notre article est fondée sur une analyse documentaire (Rapports d'activité et études institutionnelles, réglementation, articles,...) ayant traité le capital investissement au Maroc sur la période 2012-2017.

¹ Source : AMIC Association Marocaine des Investisseurs en Capital.



Notre travail de recherche sera organisé comme suit : Dans un premier temps, nous allons présenter les généralités sur le capital investissement et le capital risque à travers une revue de littérature. Dans un deuxième temps, il est opportun de dresser un état des lieux de l'évolution du capital-risque au Maroc. Enfin, il est judicieux d'évoquer les facteurs explicatifs du sous-investissement de ce mode de financement dans l'économie marocaine.

1 Le capital risque : Revue de littérature

Le financement d'une entreprise innovante en création ou en croissance comporte des risques spécifiques que les institutions financières traditionnelles n'évaluent et ne gèrent pas bien, faute de méthodes adaptées. Le recours au financement par capitaux externes est aujourd'hui indispensable. C'est dans ce sens, qu'il est judicieux, dans un premier temps, de présenter des généralités sur le capital-risque à travers une définition du concept, typologie et principaux acteurs. Une synthèse de la littérature sera évoquée pour restituer le rôle de ce mode de financement dans le processus d'innovation.

1.1 Définition :

Le capital-risque (CR)² ou plus généralement le capital-investissement (CI) constitue un mode de financement particulièrement bien adapté à l'émergence et au développement des jeunes entreprises innovantes appelées aussi les start-up³. Selon la définition de l'AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital), le Capital Investissement est une activité financière qui consiste 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.

Selon BATTINI, P. (1985), Le capital-risque est un type particulier de financement destiné pour l'essentiel aux entreprises jeunes et innovantes qui ont besoin de capital pour financer le développement de leur produit et leur croissance et qui doivent, par la nature de leur activité, obtenir ce capital largement sous forme de fonds propres.

² Le terme générique de capital risque (CR) est utilisé pour faire référence au venture capital anglo-saxon.

³ La start-up (en anglais) ou jeune pousse (en français) est une jeune entreprise innovante à fort potentiel de croissance.



Les réflexions internationales proposées par l'Organisation de Coopération et de Développement Économique « OCDE »⁴ définissent le capital-risque comme étant le capital fourni par des sociétés qui investissent et accompagnent les dirigeants des jeunes entreprises qui ne sont pas cotées en bourse. L'objectif poursuivi est un rendement élevé de l'investissement. La valeur est créée par la jeune entreprise en partenariat avec l'argent apporté par la société de capital-risque et son expertise personnelle.

Le métier du capital-investissement consiste à prendre des participations majoritaires ou minoritaires dans le capital de petites et moyennes entreprises généralement non cotées.

1.2 Typologie du capital risque :

Le métier du capital-investissement s'exerce sur quatre segments qui peuvent être découpés en deux étapes séquentielles : tout d'abord le *venture capital* qui désigne le capital-amorçage, le capital-risque, le capital-développement et par ailleurs, le capital-transmission (le *Leverage Buy-out* (LBO)) qui désigne les opérations de reprise d'entreprises ou encore le capital retournement (le *Turnaround*) qui désigne la recapitalisation d'entreprises en cas de difficultés.

L'Association Marocaine des Investisseurs en Capital (AMIC) distingue (Figure 1) :

➤ Le Capital Amorçage – Seed Capital :

Les investisseurs en Capital Amorçage apportent du capital ainsi que leurs réseaux et expériences à des projets entrepreneuriaux qui n'en sont encore qu'au stade de Recherche & Développement.

➤ Capital Risque – Venture Capital :

Les investisseurs apportent un financement en fonds propres ou quasi fonds propres dans des entreprises en création ou en phase de démarrage de l'activité. Selon la maturité du projet à financer, le Capital Risque se subdivise ainsi :

- la Création finance le démarrage de l'activité entrepreneuriale ;
- la Post-Création intervient lorsque l'entreprise a besoin de capitaux pour démarrer la production et la commercialisation d'un produit dont le développement est achevé.

⁴ OCDE (1996), «Le capital-risque dans les pays de l'OCDE», Tendances des marchés des capitaux, n° 63, Paris, février.

➤ **Capital Développement – Growth ou Expansion Capital :**

Les investisseurs apportent un financement en fonds propres ou quasi-fonds propres, en général minoritaire, destiné à financer le développement d'une entreprise ou le rachat de positions d'actionnaires. À ce stade, l'entreprise partenaire a généralement atteint son seuil de rentabilité et présente des perspectives de croissance importantes.

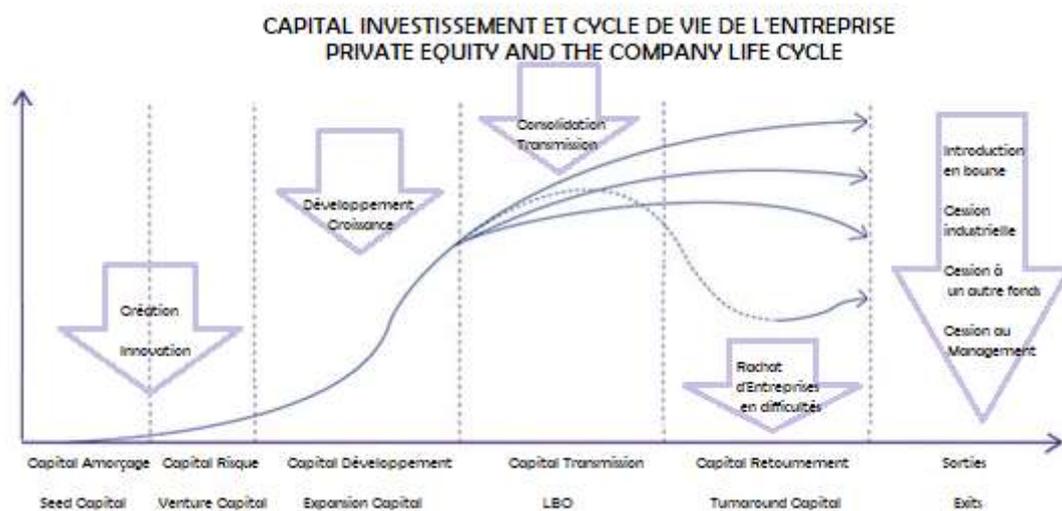
➤ **Capital Transmission – Buy Out :**

Les opérations de Capital Transmission consistent à acquérir la majorité du capital d'une entreprise à maturité grâce à une combinaison de capitaux et de financements bancaires (dette structurée). Les opérations les plus connues sont celles avec effet de levier ou LBO (Leveraged Buy-Out). Un dirigeant associé à un fonds transmet son entreprise ou prépare sa succession en cédant son entreprise en plusieurs étapes.

➤ **Capital Retournement – Turnaround :**

Les investisseurs apportent un financement en fonds propres à des entreprises en difficulté. Les dirigeants ont l'opportunité et les moyens de mettre en place des mesures de redressement de l'activité permettant le retour aux bénéfices.

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



Source : AMIC (schéma adapté)

Selon la nature du fonds, l'AMIC distingue quatre acteurs principaux (Tableau 1) :

Tableau 1 : Principaux acteurs en capital Investissement

<u>Investisseurs</u>	<u>Sociétés de Gestion</u>	<u>Entrepreneurs</u>	<u>Acheteurs</u>
Compagnies d'assurance ; Caisses de retraite ; banques ; Grands groupes industriels ; Organismes de développement internationaux qui détiennent et gèrent des ressources à long terme dans le but de les faire fructifier.	Intermédiaires entre les investisseurs et les entrepreneurs. Elles prospectent les sociétés cibles, étudient leurs projets et y investissent les capitaux confiés par les investisseurs en capital.	Chefs d'entreprises en quête de financement afin d'assurer le démarrage, la croissance ou la recapitalisation de leur activité.	Nouveaux entrants après la sortie des investisseurs en capital.

Source : AMIC (Schéma adapté)

1.3 Rôle du capital risque dans le processus de l'innovation :

L'analyse Schumpetérienne de la croissance économique est fondée sur le couple entrepreneur-crédit. Sans l'entrepreneur-innovateur et sans financement, il n'y a pas d'innovation. L'innovation est la mise en œuvre d'un produit (bien ou service) ou d'un procédé nouveau ou sensiblement amélioré, d'une nouvelle méthode de commercialisation ou d'une nouvelle méthode organisationnelle dans les pratiques de l'entreprise, l'organisation du lieu de travail ou les relations extérieures⁵.

Si l'on remplace la banque par le capital-risqueur, l'analyse schumpetérienne s'accorde a priori parfaitement avec la croissance économique que connaissent les Etats-Unis d'Amérique depuis plusieurs décennies. Cette croissance est en effet, soutenue en partie par le capital-

⁵ La définition de l'innovation proposée par l'OCDE dans son manuel d'Oslo, 3^{ème} édition 2005.



risque (venture capital). Cet intermédiaire financier permet d'assurer l'émergence des jeunes entreprises innovantes, son originalité tient surtout à ce qu'il est étroitement associé à un objectif de croissance et de valorisation de l'entreprise financée. En effet, les sociétés de capital-risque mobilisent leur expertise (financière, managériale, technique,...) dans le but d'ajouter de la valeur aux entreprises de leur portefeuille.

Les travaux de (Hege & al, 2009) montrent l'efficacité du financement par le capital-risque tout en relativisant l'importance de son intervention en Europe. Il est par ailleurs prouvé que l'implication de ces partenaires financiers dans des activités génératrices de valeur a pour effet d'améliorer en retour la performance des entreprises qu'elles financent (Sapienza, 1992 ; Bottazzi, et al., 2008). Par ailleurs, la littérature sur le capital-risque montre que les sociétés de capital-risque peuvent avoir un impact différencié sur la performance des firmes en fonction de leur structure de propriété (Bottazzi & al, 2008) notamment parce que ces différents types de sociétés adoptent des stratégies variées (Hege, 2009).

La revue de littérature nous réserve également un enseignement relatif à la capacité innovatrice des entreprises où les capital-risqueurs interviennent comme actionnaires (Gompers & Lerner, 2001). Ces entreprises déposent plus de brevets que celles où l'actionnariat ne comporte pas de capital-risqueurs, ce qui illustre une plus grande capacité innovatrice. Ainsi, les entreprises soutenues par le capital-risque adoptent davantage de stratégies d'innovation que d'imitation Kettani, G. & Villemeur, A., (2012).

2 L'évolution du Capital-risque au Maroc : Etat des lieux

Le capital-risque ou venture capital est une terminologie financière d'origine américaine, qui est née à la fin de la seconde guerre mondiale aux Etats-Unis au début des années 40, favorisée par une épargne longue disponible, celle des fonds de pension et des compagnies d'assurance (Pratt, 1984). Après avoir présenté les généralités sur le capital risque. Dans un deuxième temps, il est opportun de dresser un état des lieux du développement de ce mode de financement au Maroc à travers l'analyse documentaire des rapports d'activités et d'études institutionnelles traitant le capital investissement de façon générale.

2.1 Historique:

Le capital-risque prend son envol avec le développement de l'industrie électronique. Le premier VC (ARD pour American Research & Development) est fondé en 1946 par un

Georges Doriot Professeur à la Harvard Business School. Il se développe principalement par le biais d'investisseurs privés qui accompagnent des projets innovants comme ceux localisés dans la Silicon Valley.

Les choses se sont passées bien différemment dans l'Hexagone. En France, le capital-risque a émergé grâce à l'action des pouvoirs publics à partir des années 1970. Tandis qu'au Maroc, objet de notre étude, c'est au début des années 1990 que ce dernier a franchi le pas vers une intermédiation financière du genre pour soutenir la croissance de l'économie nationale.

Le métier du capital investissement ne sera réellement opérationnel qu'en 1993 avec la création de la société de gestion Moussahama, filiale de la Banque Centrale Populaire, pionnière de l'industrie marocaine⁶.

2.2 Cadre réglementaire :

Les économies développées ont mis en place un ensemble de lois et de règlements gouvernant le développement de la petite et moyenne entreprise et de l'industrie du capital investissement. Ces réglementations contribuent à la stabilité du marché, en réduisant l'incertitude et le risque, et en permettant d'augmenter la chance de succès des jeunes entreprises (Ahlstrom & Bruton, 2006).

A l'instar de ces économies, Le Maroc a fait preuve de conscience de l'importance de l'activité de capital-risque. D'où le cadre légal qui a été mis en place en 2006.

Ceci dit, la réglementation de 2006 n'a pas permis de mettre en œuvre des avantages dans le but de développer l'industrie de capital investissement (Alsina, 2013). De même, les résultats du Benchmarking réalisé sur la base de l'étude du cadre juridique et fiscal du CI dans quatre pays différents (France, Afrique du Sud, Tunisie et Turquie) menés par l'AMIC en 2010 affirment que le Maroc avec la loi de 2006 n'assure pas un environnement assez favorable au développement de cette profession.

Le législateur marocain a promulgué en 2015, la loi n° 18-14 modifiant et complétant la loi n° 41-05 relative aux organismes de placement en capital-risque⁷ en s'appuyant sur les bonnes pratiques de cette industrie à l'international.

Cette loi a été mise en place dans le but de créer un cadre juridique, de remédier aux manquements que stipulaient celle de 2006. Ces efforts ont été déployés afin de compléter

⁶ AMIC, Association Marocaine des Investisseurs en Capital.

⁷ Dahir n° 1-15-07 du 29 rabii II 1436 (19 février 2015) portant promulgation de la loi n° 18-14 modifiant et complétant la loi n° 41-05 relative aux organismes de placement en capital-risque.

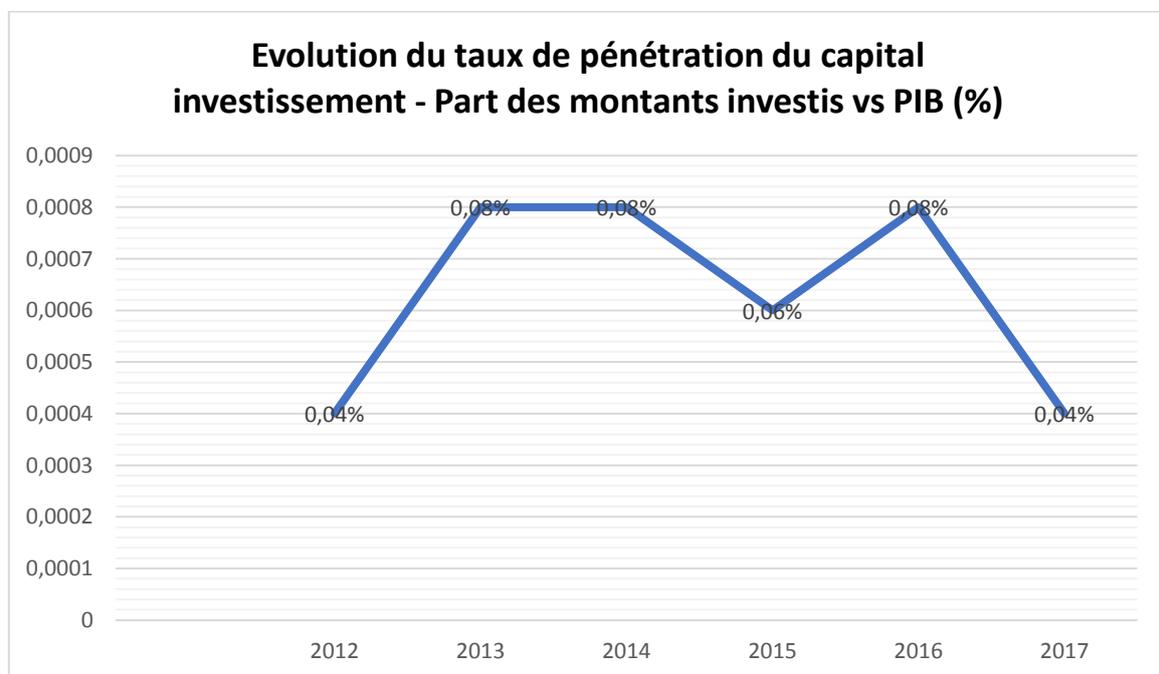
l'offre de financement au profit des entreprises non cotées tout en accompagnant l'évolution de l'industrie marocaine en matière de capital investissement.

2.3 Evolution du capital-risque au Maroc :

Nous avons procédé à l'analyse des rapports d'activités de l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital (AMIC, 2012-2017), nous avons tirés les constats suivants :

- Le Maroc enregistre un taux de pénétration du capital investissement qui reste significativement faible (figure 2) ;

Figure 2 : Pénétration du CI - Part des montants investis vs PIB (%)

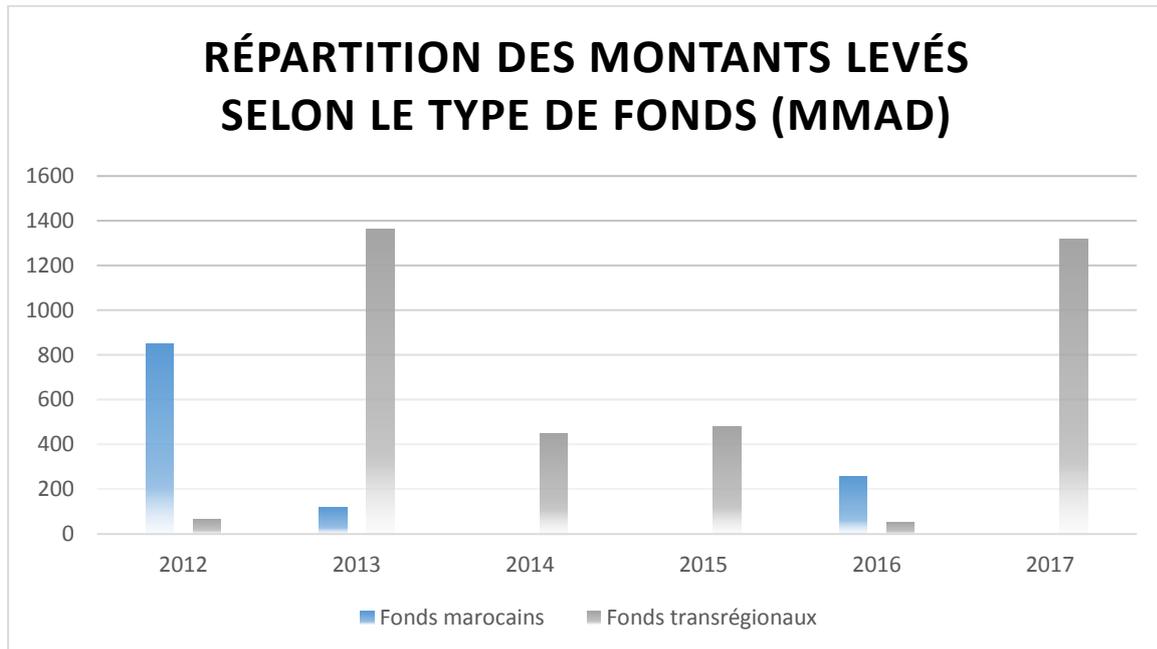


Source : Auteurs (Base, AMIC)

La part du Capital Investissement dans l'économie est encore marginale et s'établit autour de 0,06% en moyenne pour les années de 2012 jusqu'à 2017. Pourtant, le Maroc présente une terre promise pour le développement de cette industrie en termes de volatilité de la monnaie, stabilité politique et diversité économique.

- Les levés de fonds d'origine marocaine sont significativement marginalisés devant les montants levés d'origine internationale sur la période 2012-2017 (Figure 3) ;

Figure 3 : Répartition des montants levés selon le type de fonds (MMAD)

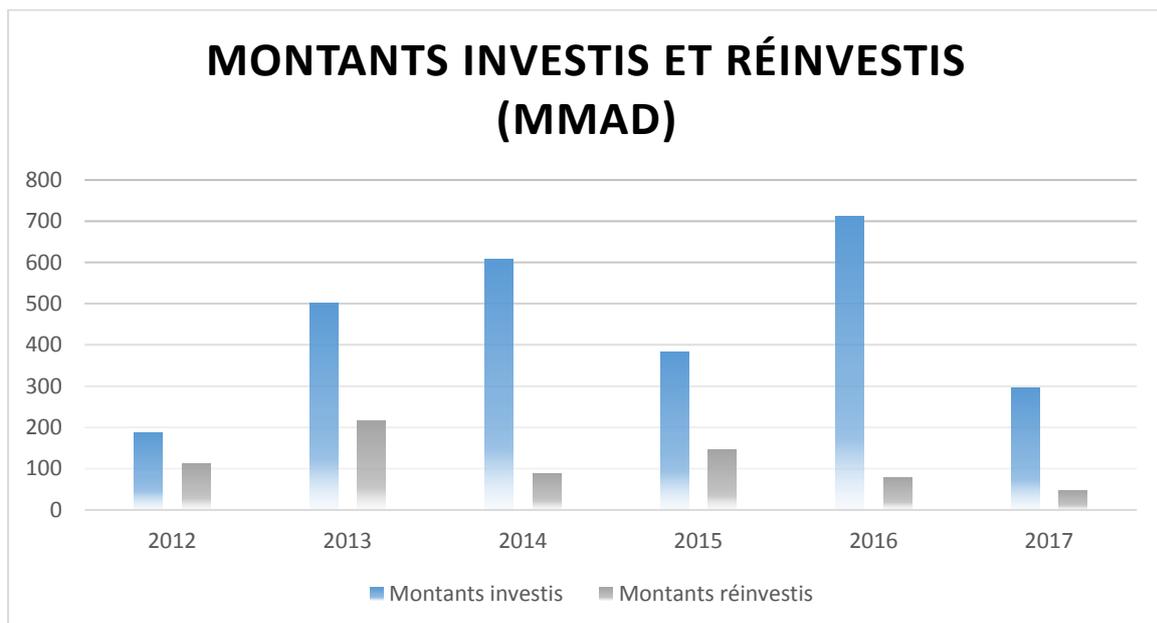


Source : AMIC, 2017 (Schéma adapté)

Les fonds transrégionaux s'accaparent 75% des levées pour le Maroc sur la période 2012-2017 avec une régression de l'entrée de nouveaux investisseurs sur la même période. Ces fonds concernent les organismes de développement international tels que SFI, BERD...

➤ Un investissement pas du tout stable en termes de montants investis et montants réinvestis dans l'industrie du capital investissement sur la période 2012-2017 (Figure 4) ;

Figure 4 : Montants investis et réinvestis en capital investissement au Maroc

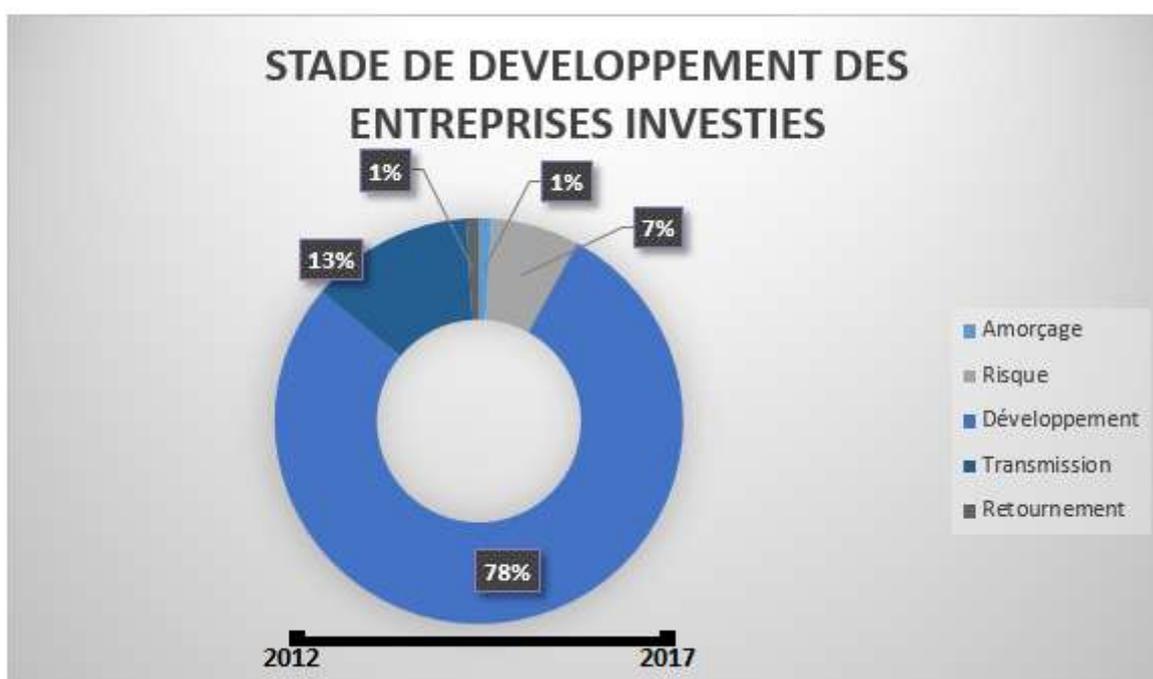


Source : AMIC, 2017 (Schéma adapté)

Le Maroc a enregistré un niveau d'investissement à la hausse sur la période de 2012-2014. Le niveau des investissements a connu une baisse significative en 2015 pour se remettre à niveau en 2016. 2017 est à son tour une année où les investissements ont diminué pour atteindre un chiffre de 343 MMAD.

➤ une dominance de l'activité du capital-développement, le segment du capital-risque reste significativement marginalisé (Figure 5).

Figure 5 : Stades de développement des entreprises investies en CI au Maroc



Source : AMIC, 2017 (Schéma adapté)

Les entreprises investies en capital amorçage et capital-risque enregistrent un taux très marginalisé. Ces deux segments sont moins représentés dans la population des entreprises financées par capital investissement. Le capital développement est en plein essor sur la période concernée. Le capital transmission et capital retournement sont également faibles pour les raisons que nous allons développer ci-dessous.

3 Etude des facteurs de sous-investissement du capital risque au Maroc :

Le Maroc a commencé dans l'industrie du capital investissement dans les années 90 et surperforme depuis 2012 la zone MENA⁸. Pourtant, le pays est toujours doté d'assez peu

⁸ MENA est l'acronyme de « Middle East and North Africa » / « Moyen-Orient et Afrique du Nord »



d'opérateurs, par rapport à ses capacités financières et à la maturité du secteur, Cependant, dans le Royaume, l'industrie ne représente en 2017 que « *0.04% du PIB contre 0.16% en moyenne pour le continent* ».

Loin d'être comparé aux Etats Unis d'Amérique ou l'Europe, ce dernier a été un pionnier dans l'industrie du capital investissement en Afrique. Ce papier, est rédigé dans l'objectif de comprendre les facteurs explicatifs du sous-investissement de cette intermédiation financière alternative à l'endettement bancaire dans le contexte marocain.

3.1 Manque de structure des entreprises marocaines :

Le premier facteur explicatif du sous-investissement du capital risque au Maroc tient à la structure des entreprises marocaines. Le capital-risqueur est un partenaire financier et managérial qui accepte de partager les gains et supporter les pertes avec le dirigeant de l'entreprise objet de ce partenariat. Cependant, Les entreprises au Maroc sont souvent familiales, qui expriment une réticence aux capitaux extérieurs. Ceci dit, elles optent pour l'autofinancement dans les premières phases de développement de l'entreprise ou faire appel à un établissement de crédit. Le financement par capitaux externes se fait avec un chef d'entreprise, conscient de l'importance du dit financement dans le processus d'innovation qu'il compte développer et mettre en place. Le capital-risque est aussi un moyen favorisant l'entreprenariat en mettant à disposition les fonds nécessaires entravant la réalisation des projets innovants. La fermeture à l'investissement extérieur représente un obstacle structurel devant l'arrivée de nouveaux leviers financiers.

3.2 La solidité du secteur bancaire pour les entreprises en développement :

Le capital investissement au Maroc concerne plus les entreprises en phases de développement comme nous avons pu le constater dans le chapitre précédant. Par ailleurs, les entreprises qui ne manifestent pas un besoin en capitaux externes et qui disposent de garanties réelles ainsi qu'un historique comptable les permettant de formuler une demande de crédit préfèrent se diriger vers l'endettement bancaire vu que le cout de la dette est assez faible au Maroc. Il est de l'ordre de 5% contre 10% sur le reste du continent. Un cout qui encourage les entreprises à s'endetter au lieu de faire face à un partenaire financier tel que le capital-risqueur.



3.3 La rencontre difficile entre l'offre et la demande :

Le marché des capitaux doit permettre une rencontre optimale entre l'offre de projets innovants par les entrepreneurs et la demande des investisseurs pour l'actif du capital-risque. Ceci dit, au Maroc, il existe encore peu de fonds d'investissements sur le marché. La gestion des entreprises marocaines n'est pas encore en mesure de gagner la confiance des investisseurs institutionnels.

Il est judicieux d'ajouter que lors de la naissance des premiers fonds d'investissements au Maroc, les retours sur investissements étaient faibles. Ce résultat n'a pas encouragé les acteurs à réinvestir.

Les investisseurs institutionnels désirent placer leur argent avec un taux d'intérêt qui dépasse celui proposé par les placements classiques. Ces investisseurs se redirigent vers les jeunes entreprises innovantes spécialement celles qui innovent dans le monde de la technologie. Ces jeunes pousses pour lesquelles le financement par capitaux externes est indispensable. Or, la rencontre entre ces investisseurs et les start ups est difficile du fait de l'absence d'un cadre réglementaire, d'une définition précise de la start up, de statistiques officielles permettant de les identifier.

Conclusion :

L'industrie du capital investissement en général et du capital risque en particulier au Maroc s'est développé depuis les années 90. Elle connaît un certain retard en termes d'évolution et de rendement. Ceci dit, l'Etat marocain, conscient de l'importance de cette industrie, a mis en place des structures qui soutiennent des fonds gérant des montants importants destinés aux jeunes entreprises innovantes telles qu'Innov Invest géré par la caisse centrale de garantie.

La gouvernance des entreprises marocaines connaît une amélioration les dernières années est en sorte de faire régner un climat de confiance entre les dites entreprises et les investisseurs institutionnels.

Il conviendrait aussi de stimuler la demande de fonds de capital-risque par la valorisation de la R&D et l'accélération du transfert de technologies entre les universités et les entreprises.

Il est important également de renforcer les financements dédiés aux jeunes entreprises en augmentant le nombre des fonds d'amorçage et de capital-risque, puisque ces deux segments sont moins représentés dans la population des entreprises financées par capital investissement.

Il est aussi opportun de développer l'esprit entrepreneurial et l'amélioration du capital humain. Ces actions ont pour fin de compléter l'offre financière proposée aux entreprises et surtout aux jeunes entreprises innovantes en phase d'amorçage. Et aussi, améliorer l'attractivité de l'industrie nationale du capital investissement.

Bibliographie :

- Battini P., (1985), Capital-risque : les règles du jeu, Editions d'Organisation, Paris.
- Bottazzi L., Da Rin M. et Hellmann T. (2008), « Who Are the Active Investors ? Evidence From Venture Capital », *Journal of Financial Economics*, vol. 89, n° 3, p. 488-512.
- Gompers P. A., Kovner A. et Lerner J. (2009), « Specialization and Success: Evidence from Venture Capital », *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 18, no 3, pp. 817-844.
- Hege U., Palomino F. et Schwienbacher A. (2009), « Venture Capital Performance : The Disparity Between Europe and the United States », *Finance*, vol. 30, n° 1, p. 7-50.
- Kettani, G. & Villemeur, A. (2012). Le capital-risque : un financement efficace de l'innovation sur le long terme. *Revue d'économie financière*, 108, (4), 91-104. doi:10.3917/ecofi.108.0091.
- Lerner J. (1995), « Venture capitalist and the oversight of private firms », *Journal of Finance*, vol. 50, p. 301-318.
- OCDE (1996), « Le capital-risque dans les pays de l'OCDE », *Tendances des marchés des capitaux*, n° 63, Paris, février.
- OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) (2005), *Manuel d'Oslo, Principes directeurs pour le recueil et l'interprétation des données sur l'innovation*, 3^e édition.
- Sapienza H.J. (1992), « When Do Venture Capitalists Add Value ? », *Journal of Business Venturing*, vol. 7, n° 1, p. 9-27.
- Schumpeter, J. A. (1934), *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press (édition originale 1911) (traduction française : *Théorie de l'évolution économique*, Dalloz, 1999).

WEBOGRAPHIE :

<http://www.amic.org.ma/fr/publications/etudes-et-rapports> (2012-2017).