بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول:

منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية

بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية

يومي 5 و 6 ماي 2014م الموافق لـ: 5 و 6 رجب 1435هـ

بعنوان:

إستقرار الصناعة المالية في إطار الإستحواذ بالإقتراض والمساهمات الخاصة - رؤية مستقبلية - دراسة التجربة الفرنسية

الأستاذ: عباسي صابر

أستاذ مساعد بجامعة بسكرة

الأستاذة: شنافة جوهرة

أستاذ مساعد بجامعة سطيف

الملخص:

نهدف من هذه الدراسة إلى معرفة مدى الاستقرار المالي لعمليتي التمويل، في إطار الاستحواذ بالاقتراض والمساهمات الخاصة. فالمتتبع لواقع هذه الصناعة يرى انها تأثرت بدرجة كبيرة بالأزمات المالية، مما إنعكس ذلك سلبا على مدى كونها آليات تمويل حديثة من أجل تحقيق النمو الاقتصادي. وبالتالي سنحاول تحليل ميكانيزم عمل طريقتي التمويل، والتعرف على مدى تأثرها بالأزمة المالية ونجاحها في دول الإتحاد الأوربي بالتركيز على التجربة الفرنسية واستخلاص الدروس من أجل تطوير مثل هذه الصناعة

الكلمات المفتاحية: استحواذ باقتراض، مساهمات خاصة، صناعة مالية، تجربة فرنسية.

Abstract : The study aims at knowing the financial stability of financing operation under the leverage buy out and the private equity. follow the fact of this industry shows the big negative impact of the financial crisis on it, since it's considered as new financing modes for realising the economic growth. So we have tried through this paper analysing the mechanism of these two financing tools, and the impact of financial crisis on them, as well as we have tried to focus on the France experience as an example in the Europian union, for finding out the obtained lessons in order to develope this industry.

Key words: leverage buy out, private equity, financial industry, French experience

تمهيد: تعتبر الصناعة المالية بمكوناتها المختلفة: أسواق، قوانين، أدوات، مؤسسات، هدفها تعظيم القيمة المضافة وإيجاد حلول مالية من أجل البقاء والنمو، وذلك إستجابة للتطورات الحاصلة في بيئة النشاط الإقتصادي الذي تمارس عملها فيه، وهي بيئة ديناميكية متغيرة، مما أدى إلى إبتكار صيغ تمويل حديثة من بينها: الإستحواذ بالإقتراض(***LBO***) والمساهمات الخاصة(***PE***). يعتبر دخول المؤسسات في نشاط المساهمات الخاصة ليس بالظاهرة الحديثة، حيث العديد منها إعتمدت على هذا النوع من التمويل مثل: ***Amazone***، ***Amora***، ***Apple***، ***Microsoft***، ***Laboratoire-Boiron*** ، ***Oracle***، ***Séphora***...إلخ.[1,2] وبالتالي اصبح هذا النوع من التمويل محركا رئيسيا للتنمية الإقتصادية والنمو من خلال خلق فرص عمل وتشجيعا للإستثمار في المستقبل...إلخ. يعتبر التمويل في إطار المساهمات الخاصة ***Capital investisement- private equity)*** تمويل في مراحل دورة حياة المؤسسة من: البدأ والتطوير، ونقل أو حيازة مؤسسة غير مدرجة في البورصة، وتعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ***(PME)***

المستفيد الأكبر من هذه الأموال و يتجسد العائد الرئيسي لها في تحقيق المكاسب الرأسمالية عند بيع الأسهم.

كذلك التقنية المالية، الإستحواذ بالإقتراض ***LBO***، تعتبر من أهم الإبتكارات المالية وفق شروط معينة، يستطيع من خلالها المستثمرون الحصول على أغلبية رأس المال وذلك بتقديم جزء صغير من النقد والباقي عن طريق الإقتراض. وبالتالي إشكالية هذا البحث يمكن صياغتها على النحو التالي:" ما مدى إستقرار الصناعة المالية في إطار الإستحواذ بالإقتراض والمساهمات الخاصة في ظل الأزمات المالية من خلال دراسة التجربة الأوربية والفرنسية بصفة خاصة؟". وبالتالي محاور الدراسة هي:

المحور الأول: الإطار النظري للإستحواذ بالإقتراض والمساهمات الخاصة.

المحور الثاني: دراسة تجربة الإتحاد الأوربي – بالتركيز على فرنسا.

1.الإطار النظري للإستحواذ بالإقتراض:

شهدت هذه الظاهرة نموا ملحوظا في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1970 وفي أوروبا سنة 1980، حيث تعتبر أول عملية سنة 1979 في الولايات المتحدة الأمريكية للشركة ***Kohlberg, Kravis & Roberts -(KKR)*** التي قامت بالإستحواذ على شركة ***Houdaille Industries***بقيمة أكبر من 100 مليون دولار، وهي مصطلح بريطاني تم إبتكارها من طرف ***Dougles Brueder*** تستخدم عند الشراء بأثر الرافعة، وهي تعني الإستحواذ على الشركات من خلال الديون، من أجل الحصول على مردودية للأموال الخاصة.[2]

1.1.مفهوم الإستحواذ بالإقتراض:

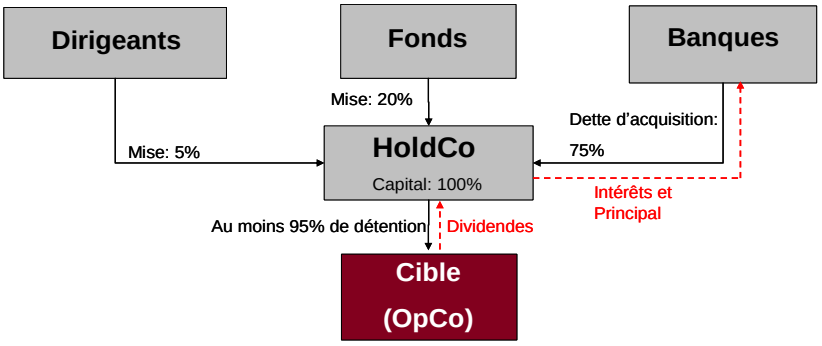
هي إختصار للكلمة الإنجليزية ***(leverage buy out)*** ، التي معناها باللغة الفرنسية ***(Aquisition par effet levier)***، بمعنى الإستحواذ أو الشراء بالإستدانة، وهي تقنية مالية كثيرة الإستعمال في ميدان شراء الشركات ونقل ملكيتها وكذا المشاركة في نمط تسييرها .

وهنالك العديد من التعاريف أهمها:

تعني شراء شركة بتمويل جزئي من خلال القروض في إطار خطة مالية وقانونية وجبائية خاصة، مع تحقيق مكاسب على الأموال التي أستخدمت في هذه العملية. كما تعرف على أنها أحد العمليات من أجل شراء شركات ناجحة أو فاشلة بواسطة التمويل بالإقتراض، بما

يساهم لها في السيطرة (الرقابة) على شركات قائمة وذلك بتقديم جزء من المبلغ المتفق عليه وإقتراض غالبية الباقي بضمان أصول الشركة المشتراة. كما تعرف على أنها الإستحواذ على شركة مستهدفة من خلال شركة قابضة التي تستعمل الديون(القروض) من أجل تمويل عملية الإستحواذ، بعد ذلك يتم سداد الدين من التدفقات النقدية للشركة المشتراة، كما تعرفها الجمعية الفرنسية للمستثمرين في رأس المال *AFIC* على أنها "الإستحواذ على شركة والممولة جزئيا من خلال الإقتراض ضمن إطار قانوني وضريبي مثالي والتي ترتبط بشراكة مع مستثمرين متخصصين ومحترفين".[3] وبالتالي يمكن القول أن هذه التقنية تسمح بالإستحواذ على شركة بأقل نقدية. والشكل التالي يوضح ذلك.

شكل رقم (1): ميكانيزم عملية الإستحواذ بالإقتراض



Source : Guillaume appéré & François rosenfeld, les LBO, et après ?, mémoire de 3ème année du corps des mines, france, octobre 2007, p11.

2.1.شروط نجاح التقنية المالية وفوائدها:

يعتمد نجاح هذه التقنية المالية على ضرورة توفر شروط هي: قدرة الشركة المستهدفة على توليد تدفقات نقدية متاحة من أجل سداد الديون، وأن يكون فريق تسيير الإستثمار مشجع وذو كفاءة وإمكانيات، مع وجود إمكانية لرفع قيمة المؤسسة المستهدفة (***ciblé***)، في الداخل مثل: إعادة الهيكلة، تخفيض التكاليف، خلق منتجات جديدة في السوق...إلخ، أو على المستوى الخارجي مثل: نمو خارجي، نقل الأصول أو الفروع...إلخ.

كما أن هذه التقنية المالية تفيد الشركة التي تقوم بالإستحواذ على الشركة المستهدفة بتحقيق الآثار التالية:

- **أثر رافعة مالية: وذلك عندما تكون المردودية الإقتصادية للمؤسسة المستهدفة تفوق معدل الفوائد للقرض؛**
- **أثر رفع جبائي: وذلك من خلال الإستفادة من الإمتيازات الجبائية وتحقيق الوفورات الضريبية (نظام الدمج الجبائي*régime d'intégration fiscale*)، وخصم فوائد القروض إذا كانت عالية في الشركة المستهدفة؛**
- **أثر رفع قانوني: وذلك بالحصول (الإستحواذ) على النسبة التي تجعل المؤسسة تصبح تتخذ القرارات في مجلس إدارة الشركة المستهدفة(لا تقل النسبة عن 50٪ من حقوق التصويت).**

وبالتالي إيجابيات وسلبيات تمويل عمليات الإستحواذ *LBO* تتمثل فيما يلي:

جدول رقم (1): إيجابيات وسلبيات تمويل عمليات الإستحواذ بالإقتراض

الايجابيات	السلبيات
1- تأمين جزء مهم من قيمة الأوراق المالية بالنسبة للمساهمين من أجل التملك، في حين تبقى المشاركة في التسيير؛	1- تحمل مخاطر الدين التي تستخدمه الشركة القابضة *NewCom* من أجل الإستحواذ؛
2- القدرة على توحيد فريق العمل والمسيرين ذات الكفاءة العالية؛	2- الرقابة من أطراف أخرى مثل: الشركات المالية، البنوك..إلخ، يجعلها تكون مسؤولة أمامها بإنتظام(إتفاقية التمويل)؛
3- تعتبر فرصة للشركاء من أجل إعطاء ممارسة جيدة من الرقابة التسييرية؛	3- القيود الإدارية المرتبطة بضرورة إعطاء الأولوية لخدمة الدين في الشركة القابضة يجعلها في خطر يهدد مستقبلها؛
4- سهولة الحصول على الأموال للقيام بعمليات الإستحواذ؛	4- يمكن أن ينظر إليه أنه عملية مضاربة في حالة البيع السريع لتحقيق مكاسب رأسمالية كبيرة؛
5- الإستفادة من الوفورات الضريبية بالإضافة إلى الرفع المالي والقانوني والجبائي	يعتبر إستثمار ثقيل في البداية من ناحية الوقت.

Source : la lettre de la société génirale réserve de dirigeant votre opération de LBO, patrimoine entreprise, février 2009, N°5, paris, p2.

كذلك تعتبر من أهم المخاطر التي تواجه إستخدام تقنية الإستحواذ بالإقتراض *LBO* هي: مخاطر السيولة التي تنتج عن عدم قدرة البيع بسبب إنخفاض المشترين والبائعين في

السوق، وخطر سعر الفائدة الذي يتناسب عكسيا مع أسعار السندات، بالإضافة إلى مخاطر التغيرات في الإقتصاد والتضخم...إلخ.

2.الإطار النظري للمساهمات الخاصة: ***capital-investissement-private equity***

1.2.مفهوم المساهمات الخاصة: نشاط المساهمات الخاصة اليوم يعتبر قلب تمويل المؤسسات الإقتصادية، وهو عبارة عن تمويل متوسط وطويل الأجل مقابل حصة عالية للنمو في الشركات غير المدرجة في البورصة. وبالتالي أصحاب المصلحة يعملون على الإستثمار في المساهمات الخاصة بالإعتماد على متغيرين هما الربحية والنمو. مستثمري المساهمات الخاصة يهتمون فقط بالإستثمار في الشركات التي لديها أفاق نمو عالية، وهي صناعة مالية تهتم بالتمويل من البداية (***start-up***) إلى غاية الخروج من الإستثمار (***buy-out***).

كما أن الإستثمار في المساهمات الخاصة يعني أخذ الأقلية أو الأغلبية في رأس مال الشركات الصغيرة والمتوسطة ***PME*** غالبا، غير المدرجة في البورصة، هذه المساهمات تسمح بتمويل الإنطلاق في المشروع النمو، تحويل الملكية، وكذلك من أجل إبقاء المؤسسة على قيد الحياة.

و يهدف هذا النوع من التمويل إلى:

- توفير الأموال اللازمة من أجل تطوير المؤسسة؛
- مرافقة تسيير المؤسسة في القرارات الإستراتيجية؛
- تسمح للمؤسسة بتحسين قدرتها في خلق القيمة لعملائها، مساهميها، موظفيها، وكل المشاركين .

كما تعرف على أنها نشاطات في قطاع البنوك، التأمين، صناديق التقاعد، صناديق المعاشات، تتعلق بتمويل المؤسسة في أربع مراحل هي:رأس المال المخاطر، رأس مال التطوير، رأس مال نقل الملكية والتقويم.[4]

وتعرف بأنها مجموعة الأدوات والإجراءات التي تهدف إلى زيادة رأس مال المؤسسات غير المسعرة في البورصة، حيث تقسم هذه الظاهرة إلى خطوات متتابعة هي: " رأس المال المخاطر" (رأس المال المبدأي ***capital-amorçage***، رأس المال المخاطر ***capital-risque*** ، رأس مال التطوير***capital-développement)***، ورأس مال نقل الملكية مثل: ***LBO.***[5] كما

يعرفها *Mike Wright* على أنها تعني" الإستثمار طويل الأجل المنجز من طرف مستثمر محترف في رأس مال المؤسسات غير المسعرة في البورصة، من أجل تحقيق ربح رأس مالي"، كما تعرف على انها الإستثمار في رأس مال المؤسسات غير المسعرة في البورصة من خلال عمليات التفاوض. حيث النجاح الكبير للمساهمات الخاصة يكمن في قدرة فريق التسيير على الحصول على عوائد مهمة تفوق الإستثمار التقليدي في السوق المالي، ومن جهة أخرى هذا النوع من الإستثمار يعتبر عالي المخاطر وأقل سيولة، وهناك من يرى ان التمويل من خلال رأس المال المخاطر يجب ان يتميز بالنمو والكفاءات المتخصصة من أجل تعويض الخطر وانه ليس فكرة أو مشروع وإنما هو قطاع النشاط (*Secteur d'activité*)

والشكل التالي يوضح المقارنة بين التمويل التقليدي والتمويل من خلال المساهمات الخاصة:

جدول رقم(2): مقارنة بين التمويل التقليدي والتمويل من خلال المساهمات الخاصة

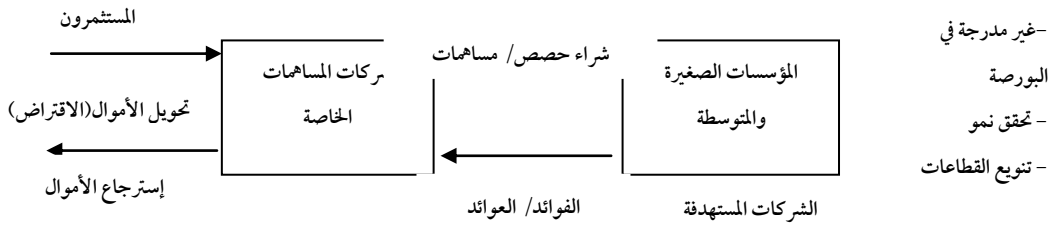
البيان (الخصائص)	التمويل التقليدي للمؤسسة	التمويل من خلال المساهمات الخاصة
أهمية توافر المعلومات	نشر المعلومات الخاضعة للتنظيم المعلومات الخاصة محدودة	المعلومات غير منشورة وغالبا ما يكون من الصعب الحصول عليها
درجة كفاءة السوق	نصف – قوية قوية	ضعيف جدا
السوق الأولي للأسهم	الوصول الفوري *Accès immédiat* تكاليف المعاملات منخفضة السوق كفؤة (لا يوجد مهارات خاصة مطلوبة من المستثمرين)	إرتفاع تكاليف المعاملات الأنشطة في مجال الإنطلاق: وصول محدود جدا للمساهمات الخاصة والمتخصصة في المراحل المتقدمة يكون في المتناول لكن الخبرة مطلوبة من أجل التحكم في الأنشطة
السوق الثانوي للأسهم	منظم وسَائل	خارج البورصة (تقوم على التفاوض) وغير سائلة
دور المراقب والمعاقب في السوق	ضروري	غير موجود تقريبا
مراقبة المدراء من طرف المساهمين	دور مهم لمجلس الإدارة والمدراء الداخليين *Passif et indirect*	تكون بصورة مكثفة وتعتمد على هيكل الملكية ودرجة تنويع المحفظة الإستثمارية للمساهمات الخاصة نشطة ومباشرة *Actif et direct*
خصوصية الأصول للشركة الممولة	ضعيف أو متوسط	الأصول لا يتم إعادة توزيعها ومتخصصة

الفصل بين قرار التمويل والإستثمار	عموما قوي	ضعيف جدا مقارنة بالنظر لخصوصية العلاقة بين المساهمات الخاصة والمؤسسة
قرار الإستثمار في الأموال الخاصة	نظرية المحفظة	عدة مراحل متتالية للإستثمار والتمويل يقيدها هيكل تمويل المساهمات الخاصة ***PE***
تقييم المشروع	إستخدام مجموعة متنوعة من التقنيات	إرتفاع علاوة المخاطر تطبيق ضعيف لمعيار القيمة الحالية الصافية تطبيقات أقل وذات صلة

Source : Philippe desbrières, 2000, p9.

وبالتالي يمكن القول أن المساهمات الخاصة تمثل مساهمات المستثمرين في المؤسسات غير المسعرة في البورصة (*Private*)، في الأموال الخاصة أو شبه الأموال الخاصة من أجل تمويل التطور أو الإستحواذ على مؤسسة. تتكون هذه المساهمات من الحصص المحققة من طرف شركات المساهمات الخاصة أو صناديق التقاعد والبنوك وشركات التأمين والشركات الكبيرة...إلخ. كما يمكن ان تكون نتيجة قيام أفراد طبيعيين قاموا بالدخول في رأس المال المخاطر والتجار الملائكة (*Business Angels*). والشكل التالي يوضح التدفق المالي للمساهمات الخاصة:

شكل رقم (2): التدفق المالي للمساهمات الخاصة

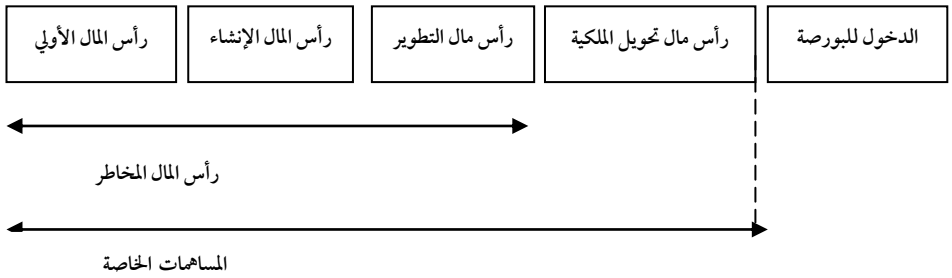


Source : Source : Pierre Robin, Innovation et capital risque, paris, 7mai 2008, p8

2.2.مراحل التمويل في إطار المساهمات الخاصة:

تمر عملية التمويل في إطار المساهمات الخاصة بمراحل، حيث ان تقديم الأموال للمؤسسة لا يتم دفعة واحدة، بل بشكل جزئي حسب المراحل التي وصل إليها المشروع ، ومدى نجاعة ونجاح الفكرة التي يطورها، والشكل التالي يوضح المراحل التمويلية للمساهمات الخاصة.

شكل رقم(3): مراحل التمويل في إطار المساهمات الخاصة



Source : YAHIAOUI Ammar, le capital investissement en algerie, mémoire de magister en science économique, université de Tizi-Ouzou, 2011, p20.

وتعتبر الخيارات الإستثمارية في المساهمات الخاصة متمثلة فيما يلي:

- **رأس المال المخاطر *Venture capital***: المؤسسات الحديثة النشأة تكون بحاجة إلى التمويل من أجل تطوير التقنيات التجارية وبالتالي تلجأ إلى التمويل الخاص من طرف صناديق رأس المال المخاطر، هذه المؤسسات الجديدة تعمل بشكل أساسي في مجال تكنولوجيا المعلومات والإتصال ***(NTIC)***، وفي قطاع الإلكترونيات.
- **رأس مال التطوير *capital developement***:حيث يقوم المستثمرون بشراء حصص ذات الأقلية في الشركات التي تم تأسيسها، والمحققة لمردودية مالية

عالية، حيث تكون هذه الشركات تتميز بدرجة نمو عالية مما يتطلب توحيد هيكلها التمويلي من أجل تطوير منتجات مالية جديدة أو إنشاء شركة تابعة في الخارج، أو دعم عملية إستحواذ أو زيادة الطاقة الإنتاجية.

- **رأس مال نقل الملكية *Capital-Transmission***: يتمثل في الإستثمار في فرص الإستحواذ على الشركات سواء بالتعاون مع مسيريها" ***Management Buy Out ou MBO*** "، أو مشترين خارجيين" ***Management Buy In ou MBI*** "، أو بإستخدام تقنيات مالية من أجل خلق الرفع المالي " ***Leveraged Buy Out ou LBO*** ". وفي هذه الإطار مسيري صناديق المساهمات الخاصة يعرضون على المستثمرين من أجل عملية الإستحواذ بالإقتراض ***LBO*** إستعمال التمويل ***Mezzanine***: وهو إستعمال الديون ذات العائد المرتفع للأصول (***dette à haut rendement***)، مثل السندات القابلة للتحويل للاسهم. وبالتالي ***Mezzanine*** هو التوظيف ***placement*** في المخاطر المتوسطة التي تولد عائد جاري يزيد عن عائد التوظيف في أسهم أو سندات الشركات المدرجة(المقيدة) في البورصة. بالإضافة إلى إستخدام الصناديق الثانوية ***fonds secondaires***: وهي صناديق متخصصة في الإستحواذ (الإستراداد) على الحصص في الصناديق الأساسية –الأولية للمستثمرين ***fonds primaires*** ، الذين يرغبون في سحب أموالهم قبل نهاية الإستثمار، وذلك من خلال تحكيمهم ***arbitrage*** بين الحصول على السيولة السريعة والقيمة الحالية وقيمة الأصول المتوقعة في المحفظة.بالإضافة إلى إستخدام التنوع الجغرافي***Diversité géographique***: من منطلق أن نشاط

المساهمات الخاصة موجود في العديد من دول العالم: أوربا، أمريكا الشمالية، أسيا..إلخ، هذه الأسواق لها خصائص تتعلق بالتاريخ الإقتصادي وبالأخص درجة النمو، وبالتالي فإن فريق إدارة محفظة المساهمات الخاصة يقومون بالتنويع الجغرافي في العديد من الأسواق وهذا يتطلب المعرفة بخصائص تلك الأسواق.[7]

- **رأس مال التقويم**:***Capital de retournement*** يخصص لمشروعات قائمة فعلا لكنها تمر بصعوبات خاصة مثل: نقص النشاط، مشاكل إدارية، نقص إيرادات، مشاكل تتعلق بظروف الطلب...إلخ، في المقابل تتوفر هذه المشروعات على إمكانيات ذاتية لإستعادة عافيتها، لذا فهي تحتاج إلى إنهاض مالي، وبالتالي فهي بحاجة للتمويل من أجل إعادة ترتيب أوضاعها وإستقرارها في السوق لتصبح قلدة على تحقيق المكاسب.[8]

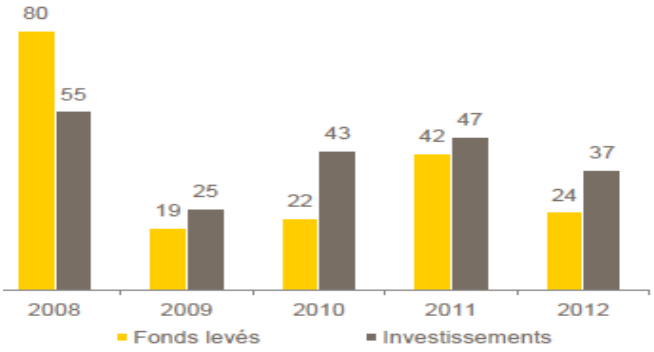
3.2 **الفاعلون في المساهمات الخاصة**: أهم الفاعلون في المساهمات الخاصة:

- **المستثمرون:** حيث يستثمرون في هذا النوع من المساهمات من أجل الحصول على عوائد عالية لقطاعات خاصة تحقق نمو، وفي الغالب التمويل يأتي من مدخرات المؤسسات والأفراد ذوي السيولة العالية، بنوك، صناديق إدخار، شركات تأمين...إلخ.
- **المسيرين:** وهم مسيري الإستثمار بحيث يكونون على دراية بالأعمال في صناعة المساهمات الخاصة، ويكونوا في الغالب تابعين لشركات المساهمة الخاصة كما قد يكونوا مستقلين مثل: ***Blackstone*،*Carlyle*،*KKR***...إلخ، حيث أتعاب التسيير هي عبارة عن نسبة من قيمة الإستثمار، وهي مصاريف ثابتة تتراوح بين ٪1و٪3.

- **الشركات المستهدفة**: تكون في الغالب مؤسسات صغيرة ومتوسطة، حيث تكون ضمن رأس المال المخاطر، وأغلب القطاعات هي: قطاع الرعاية الصحية، قطاع التقنية والإعلام والإتصال، قطاع الطاقة، قطاع الخدمات المالية، القطاع الإستهلاكي...إلخ.
- **الأعوان والملاحظين:** هم مختصون في الوساطة وإنتاج المعلومات بين شركات المساهمات الخاصة والمستثمرين من أجل تخفيض تكاليف المعلومة.[9]

3. **دراسة تجربة الإتحاد الأوربي بالتركيز على فرنسا:** بدأ نشاط المساهمات الخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية أولا سنة 1970 ثم في أوربا سنة 1980.[10] حيث أدركت أوربا خلال سنة 1983 أهمية الإستثمار في المساهمات الخاصة، لذلك اسست الجمعية الأوربية لرأس المال المخاطر" ***European Venture Capital Association"*** والتي يعتبر هدفها تطوير الإستثمارات الرأسمالية في أوربا[11] بإعتباره نشاط مهم في تمويل الشركات والإقتصاد. والشكل التالي يوضح تطور قيمة المساهمات الخاصة في الإتحاد الأوربي من 2008-2012: الوحدة (مليار يورو)

شكل(4): تطور قيمة الإستثمار في المساهمات الخاصة في الإتحاد الأوربي من 2008-2012



Source : Bpifrance, capital investissement, étude 2013, p 17. / www.bpifrance.fr

من خلال الشكل (4) نرى أن قيمة الأموال المجمعة للإستثمار في المساهمات الخاصة إنخفضت من سنة 2008 إلى سنة 2012 بمقدار 56 مليار يورو أي ما نسبته ٪70، كذالك إنخفضت الأموال المستثمرة إلى حوالي18 مليار يورو، أي بمعدل ٪7ً32.

حسب التقرير الذي قدمته EVCA عن أهم الدول المفضلة لإستثمارات المساهمات الخاصة في الإتحاد الأوربي للفترة من 2007-2012، تأتي في المرتبة الأولى بريطانيا بقيمة تتجاوز 70 مليار يورو، ثم فرنسا في المرتبة الثانية بحوالي 45 مليار يورو، ثم المانيا بحوالي 41 مليار يورو، ثم تتبعها إيطاليا والسويد و هولندا وإسبانيا وبلجيكا وسويسرا والترويج والدنمارك وفلندا بنسب لا تتجاوز 20 مليار يورو.

كذلك نجد أن أهم القطاعات التي ينشط فيها إستثمار المساهمات الخاصة في أوربا بين سنتي 2007 و2012 هي: اولا السلع الإستهلاكية والتجزئة بقيمة 35 مليار يورو، التجارة والإنتاج الصناعي بقيمة 30 مليار يورو، الاتصالات بحوالي 28 مليار يورو...إلخ. أما عن أهم القطاعات الأعلى براءات الاختراع، الممنوحة في استثمارات المساهمات الخاصة في أوربا من 2007-2011 هي: قطاع النقل بحوالي 59000 إبتكار، ثم قطاع الأجهزة الكهربائية والماكنات والطاقة بحوالي43000 إبتكار، ثم الصناعات الصيدلانية بحوالي 40000 إبتكار، ثم نشاط الكيمياء العضوية الدقيقة بحوالي40000 إبتكار كذلك، التكنولوجيا الطبية بحوالي: 38000 إبتكار، الهندسة المدنية بحوالي: 36000 إبتكار، تكنولوجيا الحاسوب بحوالي: 31000 إبتكار... إلخ .[12]

إحصائيات المساهمات الخاصة في فرنسا تتمثل في:77 مليار يورو إستثمار ما بين سنة 2001 و2010 في أكثر من 13000 شركة (متوسط 7 مليارات يورو في السنة) ؛5ً1مليون فرصة عمل في السنة؛1500 مؤسسة صغيرة ومتوسطة مدعمة في السنة؛أكثر من 5000 شركة مُرافقة، معظمها غير مدرجة في البورصة ما يقرب ٪80؛ حوالي 10000 مؤسسة مدعومة من سنة 2001 إلى سنة2010. وفي سنة 2011 فيما يتعلق بمسيري المساهمات الخاصة تملك فرنسا حوالي 300 مؤسسة تسير ما يزيد عن 60 مليار يورو ، بينما المؤسسات المدعمة يبلغ عددها

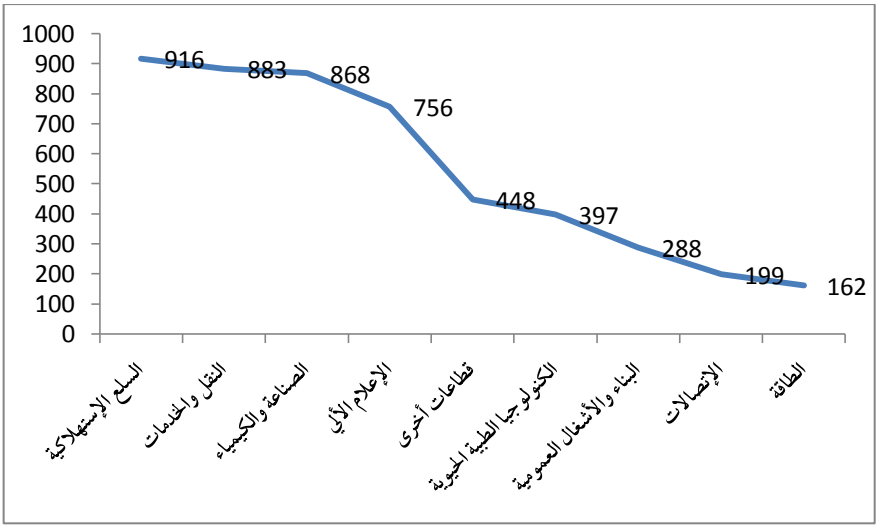
5405؛القطاعات الرئيسية: الإعلام الألي، الصناعات والكيمياء، السلع الإستهلاكية، الصناعة الطبية والتكنولوجيا الحيوية...إلخ.[13]

وبالتالي يمكن القول ان السوق الفرنسية لها وزن ثقيل في السوق الأوربية، حيث في سنة 2012 رأس المال المستثمر تجاوز 6 مليار يورو، والذي يتعلق بحوالي 1548 مؤسسة صغيرة ومتوسطة. وبالتالي سوق المساهمات الخاصة الفرنسي من أهم الاسواق الاوروبية الثلاثة مع بريطانيا وألمانيا، وهي رقم واحد أوروبيا من حيث الأموال التي يتم جمعها فيما يتعلق برأس المال المخاطر ***capital risque***.[14]

في دراسة قامت بها الجمعية الفرنسية للمستثمرين من أجل النمو***AFIC*** سنة 2012 في إطار نشاط المساهمات الخاصة وجدت ما يلي:[15] المؤسسات الفرنسية المدعمة في إطار المساهات الخاصة- الإستثمار في الرأسمال تبلغ:5502 مؤسسة ،٪89 منها في المحيط الجغرافي لفرنسا أي:4917 مؤسسة، و٪8خارج فرنسا بمعدل 433 مؤسسة في المحيط الأوربي، و٪3 أي 152 مؤسسة في باقي أنحاء العالم. كما أن الــ: 4917 مؤسسة فرنسية مدعمة في مراحل دورة حياتها كما يلي: ٪54،1 رأس مال التطوير ، ٪27،1 راس مال تحويل الملكية، ٪17،2 رأس مال المخاطر، ٪1،6 رأس مال التقويم(أنظر الجدول رقم 3).

كما أن تقسيمها على حسب القطاعات، يعتبر أهمها قطاع السلع الإستهلاكية بنسبة٪18،63، وقطاع النقل والخدمات بنسبة ٪17،9، والصناعة والكيمياء بنسبة٪17،6و والإعلام الآلي بنسبة٪15،3(أنظر الجدول رقم 4). والشكل (5) التالي يوضح عدد المؤسسات الفرنسية المدعمة في إطار المساهمات الخاصة سنة 2012:

شكل(5):عدد المؤسسات الفرنسية المدعمة في إطار المساهمات الخاصة سنة 2012



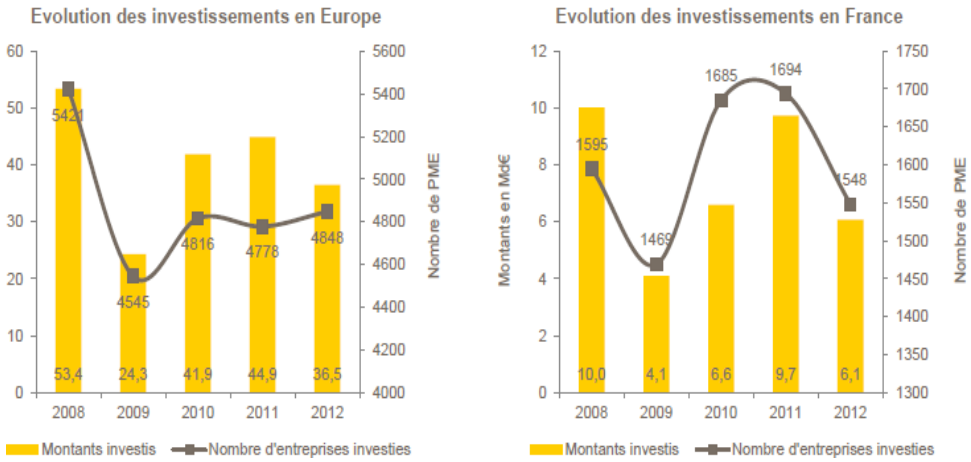
Source : AFIC, impact économique et social des acteurs français du capital-investissement, étude 11 Décembre 2013, p10

كما أن تقسيم المؤسسات الفرنسية المدعمة في إطار المساهمات الخاصة حسب الحجم كما يلي:

- 19٪ من المؤسسات صغيرة جدا؛
- 55٪ مؤسسة صغيرة ومتوسطة؛
- 24٪ حجم وسيط(*ETI*)؛
- و2٪ حجم كبير. أنظر الجدول رقم (5) .

والشكل التالي يبرز تطور الإستثمارات الفرنسية في الإتحاد الأوربي:

شكل(6): تطور إستثمارات المساهمات الخاصة في الإتحاد الأوربي وفرنسا



Source : Bpifrance, capital investissement, étude 2013, p 23. / www.bpifrance.fr

من خلال الشكل رقم (6) نلاحظ أن سنة 2008 حققت أكبر إرتفاع خلال الفترة من 2008 – 2012، سواء فيما يتعلق بعدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدعمة أو القيم المستثمرة، سواء في أوربا أو فرنسا. حيث في أوربا شهدت القيم المستثمرة إنخفاض من 53,4 مليار يورو سنة 2008 إلى 36,5 مليار يورو سنة 2012، كما إنخفض عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدعمة من 5420 سنة 2008 إلى 4848 مؤسسة. وفي فرنسا شهدت القيم المستثمرة إنخفاض كذلك من 10 مليار يورو سنة 2008 إلى 6,1 مليار يورو سنة 2012 ،كما إنخفض عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدعمة من 1595 سنة 2008 إلى 1548 مؤسسة.

وفيما يتعلق بسوق تمويل الإستحواذ بالإقتراض في أوربا، نلاحظ أنه قد كان مزدهرا خلال الفترات التي سبقت الأزمة المالية العالمية التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية قبل سنة 2008 ، حيث تمثلت قيمة التمويل من أجل الإستحواذ في أوربا سنة 2002 بقيمة 27,6 مليار

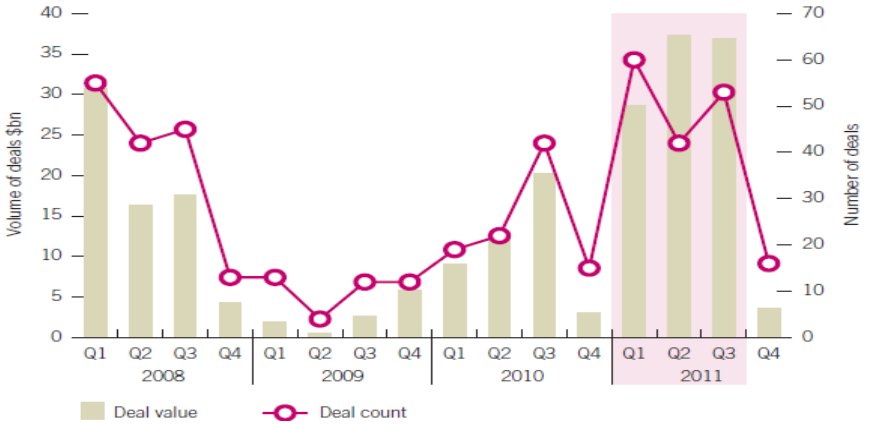
يرورو، سنة 2003 بقيمة 6ر29 مليار يورو، سنة 2004 بقيمة 1ر44 مليار يورو، سنة 2005 بقيمة 7ر103 مليار يورو، سنة 2006 بقيمة 9ر 115 مليار يورو.[16]

من خلال الشكل رقم (7) نلاحظ أن سوق القروض الأوروبية في سنة 2008 كان مزدهرا، حيث بلغ حجم القروض خلال الثلاث أرباع الأولى من السنة حوالي 65 مليار دولار، وفي سبتمبر 2008 إنخفض حجم القروض بشكل حاد في السوق الأوربية بسبب إنهيار بنك [17] ***Lehman Brothers*** – أحد أكبر بنوك الإستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية والذي تسبب بدوره في إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية المتعاملة معه عبر العالم، ومن ثم إنتشار حالة عدم الإستقرار المالي والتي إنعكست سلبا على معظم البورصات العالمية[18]– مسجلا أدنى إنخفاض له بمقدار 2 مليار دولار في الربع الأول من سنة 2009. ثم أظهرت السوق بعض علامات الإنتعاش في سنة 2010 ولكن ليس بمقدار الإنتعاش قبل إنهيار البنك. وبالتالي خلال هذه الفترة إنخفض حجم القروض من 69 مليار دولار سنة 2008 إلى غاية 11 مليار دولار سنة 2009. كذلك نلاحظ أنه في سنة 2011 إنخفض حجم القروض من أجل الإستحواذ إلى حوالي 4 مليار دولار وذلك نتيجة أزمة الديون التي تعرضت لها منطقة اليورو.

وكان نشاط إعادة تمويل شركات التمويل قد بدأ في سنة 2011، وذلك بعد ظهور هشة في عام 2010 من الفترة التي تلت على الفور انهيار بنك ***Lehman Brothers*** في سنة 2008. ومع ذلك تراجعت محاولات إعادة تمويل قروض ***LBO*** الأوروبية إلى مستويات عام 2009 وسط مخاوف بشأن أزمة الديون في منطقة اليورو وضعف الأوضاع الاقتصادية وضعف ثقة المستثمرين.[19]

والشكل التالي يوضح حجم القروض من أجل الإستحواذ في الإتحاد الأوربي: (الوحدة مليار دولار)

شكل رقم (7): حجم القروض من أجل الإستحواذ LBO في الإتحاد الأوربي لكل رباعي من سنة 2011-2008



Source : linklaters.com/wallofdebt, Negotiating Europe's LBO debt mountain, report Linklaters LLP, UK, 2012, p : 4.

حسب بيانات ***Dealogic*** التي ينتجها حصريا لـــ: ***Linklaters***، إعادة تمويل القروض الأوربية من أجل الإستحواذ يقترب إلى 550مليار دولار سنتي 2012 و2016، حيث ان الحجم السنوي يتطلب تمويل يتراوح بين 69 مليار دولار في سنة 2012، و98 مليار دولار سنة 2013 ،و140 مليار دولار سنة 2014، و135 مليار دولار سنة 2015 و103 مليار دولار سنة 2016 .

أهم القطاعات التي إرتفع فيها حجم التمويل بواسطة ***LBO*** في أوربا هي: سنة 2013 هي المواد الكيميائية بقيمة 12 مليار دولار، والنقل بقيمة 11 مليار دولار، وقطاع الرعاية الصحية بقيمة 11 مليار دولار كذلك، وفي سنة 2014 إحتل قطاع الإتصالات المرتبة الأولى بحوالي 24 مليار دولار. أما فرنسا سنة 2012 فقد إحتل قطاع التجزئة المرتبة

الأولى(***Retail***) و قطـــاع البنـــاء(***Construction/Building***) ســـنة 2013 و قطـــاع النشر(***Publishing***) سنة 2014.[20]

من خلال ما سبق وجدنا أن كل من عمليتي التمويـل سـواء المسـاهمات الخاصـة أو الإستحواذ بالإقتراض شهدت تراجعا في السنوات الأخيرة سـواء في أوربـا أو فرنسـا. حيـث في دراسة قامت بها AFIC عن تطور المبالغ المكتتبة في فرنسا من قبل الفاعلين في المساهات الخاصة منذ سنة 2008 إلى غاية 2012 كانت النتائج كما يلي:

- إنخفاض المكتتبين من الأفراد والأسر(***Family Office&Personnes physiques***) بنسبة ٪64؛
- إنخفاض المكتتبين من صناديق الأموال (***Fonds de fonds***) بنسبة ٪41؛
- إنخفـاض المكتتبـين مـن شركـات التـأمين التعـاوني (***Compagnies d'assurance Mutuelles***) بنسبة ٪75؛
- إنخفاض المكتتبين من البنوك (***Banques***) بنسبة٪79؛
- إنخفاض المكتتبين من صناديق التقاعد (***Caisses de retraite***) بنسبة٪79؛
- إرتفاع المكتتبين من كيانات القطاع العام (***Entités du secteur public***) بنسبة٪41؛
- إرتفاع المكتتبين من الصناعيين (***Industriels***) بنسبة٪22.

وبالتالي نلاحظ ان الأموال المستثمرة شهدت هبوط حاد في أوربا وفي فرنسا في سنة 2012.

نلاحظ أن تطبيق إصلاحات بازل **II** وبازل **III** المتعلقين بقياس الملاءة المصرفية والحيطة ،كـان لها تأثير سلبي على المساهمات الخاصة بدرجة كبيرة: حيـث انخفـض جمـع الأمـوال مـن البنـوك بمقـدار -79 ٪ بـين سـنتي 2008 و2012 (9ر2 مليـار يـورو إلى 0.6 مليـار يـورو) و75٪ لشركات التأمين التعاوني (2ر2 مليار يورو في سنة 2008 و 0.6 مليار يورو في سنة 2012).[21]

وفق دراسة قامت بها (***Center for Management Buyout Research–CMBOR***) سـنة 2012، فرنسا لم تعد الأولى في الإستحواذ بالإقتراض، حيث هذه التقنية الممولة بواسطة الديون إنخفضت بأكثر من النصف ، حيث بلغت قيمة 2ر6 مليار يورو، ما يمثل حـوالي٪5ر12 السـوق

الأوربية، في المقابل بلغت ٪23,8 سنة 2011. ونتيجة لذلك إنتقلت فرنسا من المركز الأول إلى المركز الثالث وراء ألمانيا التي جاءت في المركز الثاني، في المقابل بريطانيا أخذت المركز الأول سنة 2012 بمعدل بمعدل ٪39 من السوق الأوربية.

وبالتالي نلاحظ أن من أهم العوامل التي اثرت على السوق الأوربية عامة وفرنسا خاصة هو مشكل ثقة المستثمرين في السوق، كما قال ***Christian Marriott*** المسؤول عن العلاقات مع البنوك في صندوق ***Equistone Partners Europe*** في جريدة ***latribune*** يجب أن "تجدد الثقة في سوق ***LBO*** الفرنسية في عام 2013."[22] كذلك نجد مشكل عدم اليقين الضريبي والذي عانت منه السوق الفرنسة ***LBO*** خلال سنة 2012 ، في إطار التمويل المجهول الهوية « ***la finance sans visage***».

وحسب ما نشره ***Dealogic*** أن ظروف تشديد الإقتراض وإرتفاع الاسعار والأفاق الإقتصادية السيئة أدى إلى إنخفاض أنشطة ***LBO*** بسنبة ٪98 إلى 200 مليون يورو ، وإلى ٪55 في عدد الصفقات في السداسي الأول من سنة 2012 ، مما أدى إلى إلغاء أو تأجيل العديد من الصفقات.[23] ووفق ***AFIC*** فإن ما يقرب ربع ***LBO*** في فرنسا تعاني من صعوبات بسبب أزمة السيولة، وبالتالي على صناديق الإستثمار إدارة الإفلاس المحتمل للشركات.[24] وفي هذا الإطار ما هو مطروح اليوم هو مسألة إعادة تمويل شركات ***LBO*** .[25]

كذلك بالنظر لتقرير *AFIC* سنة 2013 حيث ان أغلب المؤسسات الصغير والمتوسطة والمؤسسات الوسيطة (*ETI*) في فرنسا يتم تمويلها، بوساطة البنوك بنسبة٪92، و٪7بواسطة المساهمات الخاصة،و٪1من خلال السوق المالي. مما يدل على التمويل بالمساهمات الخاصة مازال ضعيفا نوعا ما مقارنة بصيغ التمويل الأخرى.[26] كما تشير التقديرات إلى أن فرنسا والمعايير الاحترازية الجديدة سيؤدي بحلول عام 2015 لخفض بنسبة 20٪ إلى 25٪ من قدرة البنوك على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والوسيطة (*ETI*). كما أن الأرقام الصادرة عن بنك فرنسا المتعلقة بالأموال المتاحة من قبل الشركات الفرنسية تظهر أن معدل نمو القروض

الطويلة والمتوسطة المستحقة على الشركات الفرنسية تراجع باطراد منذ النصف الثاني من سنة 2011.

كذلك وفق دراسة ***AFIC*** ومكتب المراجعة ***Ernst&Young*** سنة 2011 إنخفض معدل المردود الداخلي للمساهمات الخاصة الفرنسية بمقدار 100 وحدة أساس، من 31,9٪ إلى 31,8٪. كذلك أداء إستثمارات الإستحواذ بالإقتراض إنخفض بـــــ: 100 نقطة اساس إلى 14,5٪ سنة 2011. فبالمقارنة مع الولايات المتحدة حققت معدل عائد داخلي(***TRI***) بقيمة 11.9٪، وذلك بفضل أداء رأس المال المخاطر (14.6+٪ ، مقابل -1.5٪ لفرنسا و1.3٪ لأوروبا).[27]

في سنة 2013 حققت الولايات المتحدة الأمريكية إستثمار في رأس المال المخاطر فقط بتمويل يقدر بـــــ: 29,2 مليار دولار، لـــ: 3354 صفقة.[28] كما حققت إستثمارات في المساهمات الخاصة سنة 2010: قيمة 358 مليار دولار، وسنة 2011 قيمة 383 مليار دولار، وسنة 2012 قيمة 407 مليار دولار، وسنة 2013 قيمة 426 مليار دولار،[29] وهذا دليل على نجاح مثل هذه الصناعة المالية فيها.

وفي هذا الإطار المفوضية الأوربية ترى أن العوائق التي تحول دون تطور الإستثمار في المساهمات الخاصة في الإتحاد الأوربي هي:

- القيود المتعلقة بسوق رأس المال: ومنها تجزئة السوق الوطنية، فعلى الرغم من تحرير الاسواق الأوربية، لم يتم حتى الآن التغلب على تقسيم الاسواق الوطنية، حيث يوجد 33 سوق مالي نظامي، و18 هيئة مراقبة، الأمر الذي يجعل السيولة محدودة في كل سوق وطنية، بينما نجد في الولايات المتحدة الأمريكية هيئة رقابة واحدة لـــ:10 أسواق وطنية وإقليمية، علما أيضا أن الوصول إلى أسواق رأس المال في الدول الأعضاء

الأخرى يكاد يكون من المستحيل للشركات الصغيرة والمتوسطة بسبب انعدام الشفافية والإفصاح، والضرائب، والقواعد القانونية المختلفة؛

- العديد من العراقيل المؤسساتية والتنظيمية مثل: أن الإطار المؤسساتي والتنظيمي لا يفضي إلى الشفافية والإستقرار، بالإضافة إلى القيود الموجودة على المستثمرين، ، وقلة إستخدام نشرة الإكتتاب عبر الحدود...إلخ؛
- العديد من الحواجز الضريبية : حيث أن وضع الاتحاد الأوروبي معقد جدا لأنه يختلف من دولة عضو إلى أخرى كالضريبة النسبية على الديون (الفائدة) وعلى الأموال الخاصة (أرباح الأسهم والأرباح المحتجزة)، والضرائب على فائض القيمة الخاضع لها رأس المال المخاطر...إلخ.
- القيود على إنشاء الشركات المبتكرة: من خلال إنخفاض عدد الشركات الصغيرة والمتوسطة ذات التقنية التكنولوجية العالية(***haute-technologie***)، وإنخفاض الموارد البشرية الكفؤة كون الخبير في رأس المال المخاطر دوره أكبر من مجرد توفير التمويل، حيث حسب تقرير ***EVCA*** فإن عدد الخبراء والمقاولين الأكفاء ضعيف جدا؛
- القيود الثقافية المختلفة مثل: روح المؤسسة، مقاربة الخطر....[30]

النتائج والتوصيات: من خلال ما سبق تبين ما يلي:

- عدم إستقرار مؤشرات أداء الصناعة المالية في إطار الإستحواذ بالإقتراض والمساهمات الخاصة في أوربا وفرنسا، وذلك بسبب تأثرها بالأزمات المالية مثل: أزمة الديون في الإتحاد الأوربي، والأزمة المالية العالمية سنة 2008، مما أدى إلى زعزعة ثقة المستثمرين في السوق؛
- تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بواسطة المساهمات الخاصة في فرنسا يعتبر غير كافي مقارنة بصيغ التمويل الأخرى؛
- تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مرحلة رأس المال المخاطر يعتبر ضعيفا، بسبب إنخفاض عدد الشركات الصغيرة والمتوسطة ذات التقنية التكنولوجية العالية، على عكس الإستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية؛

ومنه ما هو مطلوب لتطوير عملية تمويل المساهمات الخاصة بما فيها الإستحواذ بـالإقتراض في أوربا وفرنسا خاصة، هو: مراجعة تنظيم النظام المصرفي وعالم التأمين،حتى لا يعيـق الإسـتثمار في المساهمات الخاصة، كذلك يجب خلق العديد من أشكال الإعفاءات الجبائية لصـناديق الإسـتثمار في رأس مال المخاطر و الموجهة نحو الاستثمار الإنتاجي الأوروبي ، من أجل زيـادة الـدعم المـالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأن يكـون الإسـتثمار في فيهـا محفـز جـدا.[31] بالإضـافة ضرورة تطبيق مبادئ الحوكمة (*Gouvernance des entreprises*) بين الفاعلين في السوق.

ملحق الجداول:

جدول رقم (3): المساهمات الخاصة في أغلب المؤسسات الفرنسية المدعمة

مرحلة الإستثمار	عدد المؤسسات	النسبة المئوية
رأس مال المخاطر	844	17,20%
رأس مال التطوير	2662	54,10%
رأس مال تحويل الملكية	1334	27,10%
رأس مال التقويم	77	1,60%
المجموع	4917	100,00%

Source: AFIC, impact économique et social des acteurs français du capital-investissement, étude 11 Décembre 2013, p8

جدول رقم (4) التقسيم القطاعي للمؤسسات الفرنسية المدعمة في إطار المساهمات الخاصة

	القطاع	عدد المؤسسات	النسبة المئوية
Biens de consommation	السلع الإستهلاكية	916	18,629
Transports & Services	النقل والخدمات	883	17,958
Industrie& Chimie	الصناعة والكيمياء	868	17,653
Informatique	الإعلام الألي	756	15,375
Autres secteurs	قطاعات أخرى	448	9,111
Médical. Biotech	الكنولوجيا الطبية الحيوية	397	8,074
BTP Construction	البناء والأشغال العمومية	288	5,857
Telecom.Communication	الإتصالات	199	4,047
Énergie	الطاقة	162	3,295
	المجموع	4917	

Source: AFIC, impact économique et social des acteurs français du capital-investissement, etude 11 Décembre 2013,p10

جدول رقم (5) تقسيم المؤسسات حسب الحجم

البيان	عدد المؤسسات	النسبة
مؤسسات صغيرة جدا(*TPE*)	531	19٪
مؤسسات صغيرة ومتوسطة (*PME*)	1545	55٪
مؤسسات حجم وسيط (*ETI*)	661	24٪
مؤسسات كبيرة الحجم (*GE*)	53	2٪

Source : AFIC, impact économique et social des acteurs français du capital-investissement, étude 11 Décembre 2013,p8

قائمة المراجع:

[1]Guillaume guhur, l'evolution du capital investissement en europe et en France, memoire de dess ingenierie financiere, promotion 2002-2003, p4.

[2]safa benthabet, performance et private equity : une analyse approfondie des opérations de rachat avec effet de levier (lbo), docteur en sciences de gestion, université de Reims Champagne-Ardenne, 2009, p 58.

[4] Hervé schricke, le livre blanc du capital investissement, association française de l'investisseur pour la croissance, avril 2012, p8.

[5] Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi et Philippe Trainar, Privat equity et capitalisme français, conseil d'analyse économique, La Documentation française. Paris, 2008, p7.

[6] Gaétan Irrman, le capital investissement : source de d'développement économique ou nouvelle forme de colonialisme, l'exemple du Maghreb, majeure alternative management HEC paris, septembre 2008, p 11.

[7] hervé legoupil , laurent gayraud , james weir, capital-investissement, le guide des investisseurs institutionnels - AFIC ,paris, 2005,p 5-6.

[8]رقية حساني، راس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد السادس عشر، 2009، ص89.

[9] Gaétan Irrman, Ipid, p16.

[10] www.lajauneetlarouge.com /21-03-2014

[11] Mohamed Amin MEHAL Capital investissement; logique, technique et pratique, Ecole Supérieure de Banque – DSEB, 2006, www.memoireonline.com /21-03-2014

[12] Report prepared for the EVCA, exploring the impact of private equity on economic growth in europe, frontier economics ltd, london, 2013, p11-25

[13] Hervé schricke,p :8.

[14] Antoine boulay, nathalie police, vanessa godet, bpifrance présente son étude : le capital investissement en France, communique de presse, Novembre 2013, p1

[15] AFIC, impact économique et social des acteurs français du capital-investissement, etude 11 Décembre 2013,p8

[16] www.afic.com, la fiche thématique du capital investissement, le marche de la dette financiere LBO en Europe, 2007, p2.

[17] linklaters.com/wallofdebt, Negotiating Europe's LBO debt mountain, report Linklaters LLP, UK, 2012,P :4

[18]بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية لسنة 2008، مداخلة في الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والإقتصادية الدولية، جامعة سطيف، 2009،ص1.

[19] linklaters.com/wallofdebt, Negotiating Europe's LBO debt mountain, report Linklaters LLP, UK, 2012,P :5

[20] linklaters.com/wallofdebt, Negotiating Europe's LBO debt mountain, report Linklaters LLP, UK, 2012, p :1-8.

[21] Bpifrance, capital investissement, étude 2013, p : 19. / www.bpifrance.fr

[22] http://www.latribune.fr La France perd sa couronne de numéro un européen des LBO ./25-03-2014.

[23] www.lesechos.fr /26-03-2014

[24] www.lecercle.lesechos.fr, L'impact de la crise financière sur le capital investissement /29-03-2014

[25] www.agefi.fr /26-03-2014

[26] AFIC, lettre reponse de l'afic à la consultation sur le financement à long terme de la commission européenne, paris, 2013, p1.

[27] www.latribune.fr , Le capital-investissement français, l'un des plus rentables d'Europe, / 26-03-2014.

[28] www.cbinsights.com, 2013 Venture Capital Financing and Exit Annual Report. /26-03-2014.

[29] www.pegcc.org /26-03-2014.

[30] www.admi.net, developper le capital investissement en Europe /29-03-2014

[31] jean-hervé lorenzi, philippe trainar, le rôle économique du private equity, université paris dauphine, paris, 2008,p2.

- 37) la lettre de la société géniale réserve de dirigeant votre opération de LBO, patrimoine entreprise, février 2009, N°5, paris, p2.
- 38) Guillaume appéré & François rosenfeld, les LBO, et après ?, mémoire de 3ème année du corps des mines, France, octobre 2007, p11.
- 39)YAHIAOUI Ammar, le capital investissement en Algérie, mémoire de magister en science économique, université de Tizi-Ouzou, 2011, p20