



MUHAMMAD MOSHIQUE UDDIN

Les atouts du private equity pour se développer à l'export



Et si la clé de l'export n'était pas seulement financière ? Pour cette Masterclass animée par Arnaud Leurent, Muhammad Moshifique Uddin, professeur associé de finance à la Leeds University Business School, dévoile les résultats d'une étude menée sur 2,6 millions d'entreprises britanniques, montrant comment le private equity dope la propension à exporter des PME.

L'analyse de Muhammad Moshifique Uddin : quand le capital-investissement dope l'export

AL : Pouvez-vous, tout d'abord, nous rappeler brièvement en quoi consiste le private equity ou capital-investissement ?

MMU : Créée par un groupe de dirigeants très expérimentés, une société de private equity a vocation à racheter tout ou partie d'entreprises non cotées et à les gérer afin d'augmenter leur valeur pour les revendre après une certaine période en réalisant une plus-value. Il s'agit donc d'« investisseurs actifs ». Les fonds de private equity sont alimentés par des investisseurs institutionnels : banques, assurances, fonds de pension. C'est un secteur en forte croissance : les valeurs de transaction du private equity dans le monde sont passées de 800 milliards de dollars en 2019 à 1 200 milliards en 2021, et le nombre de transactions a bondi de 12 000 à 21 000 sur la même période.

AL : Que nous apprend la recherche sur l'apport du private equity pour les entreprises ?

MMU : L'essor récent du capital-investissement a attiré l'attention des chercheurs et des praticiens. La plupart des études se sont concentrées sur son impact sur la rentabilité, la productivité, l'évolution de l'emploi et la survie des entreprises. Des chercheurs ont ainsi montré, pour le Royaume-Uni, qu'avant l'arrivée d'un fonds de private equity dans leur capital, ces sociétés étaient statistiquement en dessous de la moyenne de leurs concurrents en termes de productivité, alors qu'après cette étape, elles étaient au-dessus. D'autres ont prouvé, également pour le Royaume-Uni, que les sociétés de private equity contribuent de manière significative à l'augmentation de la rentabilité opérationnelle des entreprises au cours des trois premières années suivant le rachat, et d'autres encore ont montré la robustesse de la performance des entreprises soutenues par le capital-investissement durant la crise financière de 2008-2009. Mais jusqu'à présent, il n'y a pas eu vraiment d'étude centrée sur la manière dont le private equity pouvait aider les entreprises à s'internationaliser. Il s'agit pour moi d'une omission

importante, car les entreprises soutenues par le private equity peuvent chercher le chemin de la croissance en se tournant vers l'exportation, et peuvent l'atteindre si le capital-investissement contribue à éliminer les contraintes qu'elles éprouvaient auparavant.

AL : Comment les sociétés de capital-investissement peuvent-elles agir sur les déterminants de l'exportation d'une entreprise ?

MMU : L'exportation est souvent considérée comme le premier pas de l'internationalisation, l'objectif étant d'augmenter les ventes et d'atteindre les objectifs de croissance. Selon le modèle de l'exportation par apprentissage, après avoir pénétré les marchés étrangers, l'intensité des exportations augmente grâce à l'accès à de nouvelles connaissances et technologies, à une plus grande proximité avec des clients, des fournisseurs et des concurrents étrangers, et à des économies d'échelle obtenues en étendant les marchés servis sans augmenter les investissements en R&D. Les coûts d'entrée sur les marchés d'exportation et l'accès au financement constituent un sujet important : ces coûts proviennent notamment de l'acquisition de la connaissance du marché et de l'identification des clients, de l'adaptation des produits ou services à un marché spécifique, de la conformité réglementaire, du transport, de la distribution locale ou du risque de crédit à l'international. Les investisseurs en private equity peuvent accroître l'accès d'une entreprise aux financements et fournir ou développer des ressources qui l'aident à surmonter certaines de ces barrières.

AL : C'est donc avant tout une question de ressources ?

MMU : La limitation des ressources peut en effet retarder l'internationalisation des entreprises, en particulier celle des PME qui ont une connaissance réduite de l'exportation et des réseaux internationaux. Il existe une incertitude et un risque considérables liés aux activités d'exportation, ce que l'on appelle le « handicap d'être étranger », ou liability of foreignness. Pour le surmonter, les entreprises doivent disposer de ressources qui leur permettront de se démarquer de leurs concurrents. Parmi les plus importantes, mises en évidence par des chercheurs qui mobilisent la théorie du management par les ressources, figurent notamment les ressources managériales, comme l'ouverture internationale des dirigeants, leur attitude, leurs caractéristiques et leur savoir-faire, et les ressources relationnelles, comme le réseau, l'expérience et les compétences des managers. Ce sont précisément ces ressources que peuvent apporter les sociétés de capital-investissement.

AL : Comment les sociétés de capital-investissement peuvent-elles mettre à disposition ces ressources ?

MMU : Cela se joue au niveau des conseils d'administration. En tant qu'ensembles de capital humain et social, ces derniers peuvent fournir les ressources nécessaires à l'entreprise pour négocier des changements stratégiques comme l'internationalisation. Les sociétés de private equity sont mieux placées pour assurer la diversité des conseils d'administration, car elles peuvent en choisir les membres au sein d'un groupe d'administrateurs aguerris ayant des antécédents de réussite. D'autant que pour cette sélection, les capital-investisseurs ne sont pas soumis à la pression des actionnaires, ce qui permet à l'entreprise d'avoir une gouvernance marquée par l'alignement de l'actionnaire et du dirigeant. Ainsi, les sociétés de private equity peuvent contribuer à

l'internationalisation des entreprises en assurant une diversité de compétences et de connaissances au sein des conseils d'administration. De plus, elles peuvent s'appuyer sur l'expérience et l'expertise de leurs investissements dans d'autres entreprises, actuels et antérieurs, pour concevoir une stratégie d'exportation, et disposer de représentations d'affaires dans d'autres pays pour identifier des opportunités d'exportation.

AL : Dans ce contexte, quel était le sujet de votre recherche et qu'avez-vous mesuré ?

MMU : Elle visait à vérifier que l'implication du capital-investissement est associée à une probabilité plus élevée d'exporter, ou propension, et à une augmentation de l'intensité des exportations, le taux de croissance du montant des ventes exportées, pour les entreprises soutenues par une société de private equity, par rapport à ces mêmes entreprises avant l'arrivée de l'investisseur et par rapport aux entreprises non soutenues par le private equity. Notre analyse utilise une base de données des entreprises britanniques sur la période 1998-2013, ayant publié des données de bilan et de comptes de résultat. Nous avons ainsi 2,6 millions d'observations au niveau des entreprises, dont environ 10 % sont activement engagées dans l'exportation. Le sous-échantillon des entreprises soutenues par le private equity est de 21 134, dont environ 23 % sont engagées dans l'exportation. Nous avons besoin de ces différents types de données, avec des entreprises exportatrices soutenues par le private equity, mais aussi des groupes témoins d'entreprises soutenues par le private equity qui n'exportent pas, et enfin d'entreprises qui exportent mais qui ne sont pas soutenues par le private equity.

AL : Quels sont les principaux résultats de cette étude ?

MMU : Les statistiques montrent d'abord que les grandes entreprises, les sociétés cotées en Bourse et les sociétés étrangères sont plus susceptibles d'exporter, tout comme les entreprises à forte intensité de connaissances, celles dotées de niveaux élevés d'actifs incorporels, ou les sociétés de haute technologie. Les entreprises dont les conseils d'administration comptent des ressortissants étrangers et/ou des administrateurs expérimentés, avec des mandats multiples, sont aussi plus susceptibles d'exporter. Ces résultats montrent également que les entreprises soutenues par le capital-investissement exportent plus que la moyenne. Les résultats de l'ensemble des modèles confirment l'effet positif de l'investissement en private equity sur la propension à exporter et sur l'intensité des exportations : l'effet du pourcentage d'étrangers au sein du conseil d'administration est positif et significatif, de même que celui de l'expérience moyenne des administrateurs ou du nombre moyen de mandats multiples. L'analyse comparée des entreprises soutenues par le capital-investissement, avant et après la période d'investissement, donne également une indication claire que la propension à exporter et l'intensité des exportations augmentent après l'investissement. En conséquence, l'implication d'investisseurs en private equity au sein d'une entreprise aurait une incidence favorable sur son activité d'exportation, non seulement du fait des capitaux investis, mais aussi en raison des compétences et des réseaux que ces derniers sont en mesure de mobiliser.