

Perspectives du capital-investissement en Afrique Jennifer Choi EMPEA	2
Rentabilité et développement à l'unisson Jeanne Hénin et Aglaé Touchard PROPARCO	6
Les effets des fonds sur le climat des affaires Davinder Sikand et Kiriga Kunyihya Aureos Capital	10
La vie avec un fonds, point de vue de l'entreprise Alexandre Vilgrain SOMDIAA	13
Chiffres clés Le capital-investissement en chiffres	16
Le défi de la transparence pour le capital-investissement François d'Aubert Forum mondial sur la transparence et l'échange de renseignements	18
Private equity et PME : un instrument de croissance Jean-Michel Severino Investisseur & Partenaire pour le Développement	22
Le rôle pionnier des institutions financières de développement Yvonne Bakkum et Jeroen Horsten FMO	25

## Le capital-investissement contribue-t-il au développement de l'Afrique ?

*Simple produit financier pour certains, véritable outil de développement pour d'autres, le capital-investissement divise. L'Afrique peut-elle se priver de cette manne financière ? Un véritable enjeu.*

ÉDITORIAL PAR ÉTIENNE VIARD DIRECTEUR GÉNÉRAL DE PROPARCO

Depuis une petite dizaine d'années, le capital-investissement a fait de l'Afrique subsaharienne un nouveau terrain de jeu. Pour cette région, c'est une formidable opportunité pour attirer de nouveaux investisseurs, qui confient leurs fonds à des équipes de gestion professionnelles et spécialisées. Pour de nombreuses entreprises de très grande taille ou en phase de création, c'est un moyen d'accéder non seulement à des fonds propres, indispensables à leur croissance, mais également à un accompagnement rapproché en matière de définition de leur stratégie, d'amélioration de leur gouvernance, et d'accès à des réseaux professionnels internationaux.

Si le capital-investissement reste encore trop concentré sur quelques géographies ou secteurs, il ose de plus en plus s'aventurer sur des terres nouvelles à travers des fonds spécialisés, développant des stratégies innovantes. Cependant cet outil de développement fait l'objet de multiples critiques. En effet, ses impacts indéniables ne doivent pas masquer les limites du modèle. La recherche de la rentabilité, par ailleurs légitime pour pérenniser l'activité et attirer des investisseurs, peut amener les gestionnaires de fonds à délaisser certains segments, notamment celui des petites PME. voire à privilégier le court terme. Elle peut également amener certains d'entre eux à dévoyer le modèle en retirant aux États des ressources fiscales précieuses par le biais de schémas d'optimisation fiscale agressive.

Or la légitimité du capital-investissement est de permettre à des acteurs économiques de bâtir un partenariat sur le long terme, en sélectionnant et en accompagnant les entreprises les plus susceptibles de créer de la croissance, de l'emploi et de l'innovation.

L'enjeu reste donc de faire du capital-investissement en Afrique un outil vertueux de croissance et de développement, créateur de richesse pour le plus grand nombre, mais également de standards exigeants en matière de gouvernance et de responsabilité. —

# Perspectives du capital- investissement en Afrique

*Le capital-investissement attire en Afrique des investisseurs de plus en plus diversifiés. Certes, les activités restent concentrées sur quelques marchés, des inquiétudes demeurent sur la solidité des équipes locales et les conditions de sortie restent difficiles. Mais une diversification est à l'œuvre, l'attractivité de la région s'améliore et les prix sont réellement compétitifs.*

## Jennifer Choi

Vice-présidente chargée des Affaires sectorielles et publiques,  
Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA)

Avec la perte de confiance dans le modèle occidental de rachat d'entreprises due à la crise financière, les portefeuilles des investisseurs se tournent davantage vers des opérations de capital-investissement sur les marchés émergents. Les risques accrus associés à l'ingénierie financière et la défiance croissante à l'égard du risque souverain incitent en effet de nombreux investisseurs à se tourner vers des marchés en forte croissance et peu exploités, comme l'Afrique subsaharienne. Le continent compte en 2010 six des 20 économies les plus dynamiques, avec des taux de croissance moyens de 5 % (contre 3 % sur les marchés de l'OCDE – FMI, 2011). Après avoir démarré en Afrique du Sud dans les années 1990 avec les cessions opérées par des multinationales et favorisées par les réformes post-apartheid, les opérations de capital-investissement s'étendent progressivement au reste du continent, qui a vu l'arrivée de plus de 50 gestionnaires de fonds sur les 20 dernières années, chargés d'investir plusieurs milliards de dollars.

Le capital-investissement reste malgré tout modeste dans la région, au regard d'autres marchés. Sa croissance s'est ralentie dans la phase la plus aiguë de la récente crise financière. Cependant, l'apparition ces derniers mois de plusieurs véhicules – de la stratégie de niche sur des marchés

frontières à d'importants *pools* de capitaux internationaux gérés par des vétérans du secteur – laisse supposer une forte croissance à moyen terme en Afrique subsaharienne.

## LE POIDS DE L'AFRIQUE SUBSAHARIENNE

Comme sur les marchés développés, le capital-investissement a connu une forte expansion en Afrique subsaharienne juste avant la crise financière. Les levées de fonds ont atteint six milliards de dollars entre 2006 et 2008 contre deux milliards de dollars entre 2000 et 2005 (EMPEA, 2011). Malgré cette forte progression, le secteur demeure modeste.

L'Afrique subsaharienne a accueilli moins de 4 % des 159 milliards de dollars levés pour l'ensemble des marchés émergents entre 2006 et 2008, et moins de 0,5 % des 1 400 milliards de dollars levés dans le monde. Sur cette même période, le volume des investissements sur 47 marchés

d'Afrique subsaharienne a atteint huit milliards de dollars contre 136 milliards pour l'ensemble des marchés émergents (dont 59 milliards pour la Chine, l'Inde et le Brésil). En 2010, l'Afrique subsaharienne a drainé 6 % du total des capitaux levés pour les marchés émergents : un record absolu – et cette croissance devrait se poursuivre (Figure 1).

Il faut noter toutefois que rapportée au produit intérieur brut (PIB), l'activité de capital-investissement en Afrique subsaha-

*“En 2010, l'Afrique subsaharienne a drainé 6 % du total des capitaux levés pour les marchés émergents : un record absolu – et cette croissance devrait se poursuivre.”*



JENNIFER CHOI

Jennifer Choi est chargée des activités extérieures, des relations publiques et des partenariats institutionnels d'EMPEA. Précédemment, elle était consultante dans le secteur du capital-investissement, où elle conduisait des missions de conseil et de *due diligence*. Elle est titulaire d'un master de droit et de diplomatie de la Fletcher School de l'université Tufts (États-Unis) et d'un B.A. d'économie et sciences politiques de l'Augustana College (États-Unis).

## REPÈRES

Association indépendante, fédérant au niveau mondial des investisseurs institutionnels et des gérants de fonds, EMPEA (Emerging Markets Private Equity Association) a pour mission de favoriser les opérations de capital-investissement et de capital-risque sur les marchés émergents. Son réseau international lui permet d'informer et de promouvoir les meilleures pratiques tout en offrant à ses membres des opportunités de contacts. Elle les aide ainsi à lever des fonds et à réaliser des investissements fructueux.

rienne est comparable à celle des BRIC<sup>1</sup>. Elle est même supérieure à celle d'autres régions comme l'Amérique latine et l'Europe centrale et orientale. Ainsi, les opérations de capital-investissement réalisées entre 2008 et 2010 ont représenté environ 0,17 % du PIB, contre 0,16 % pour la Chine et 0,10 % pour l'ensemble de l'Amérique latine (EMPEA, 2011).

### TENDANCES DES LEVÉES DE FONDS

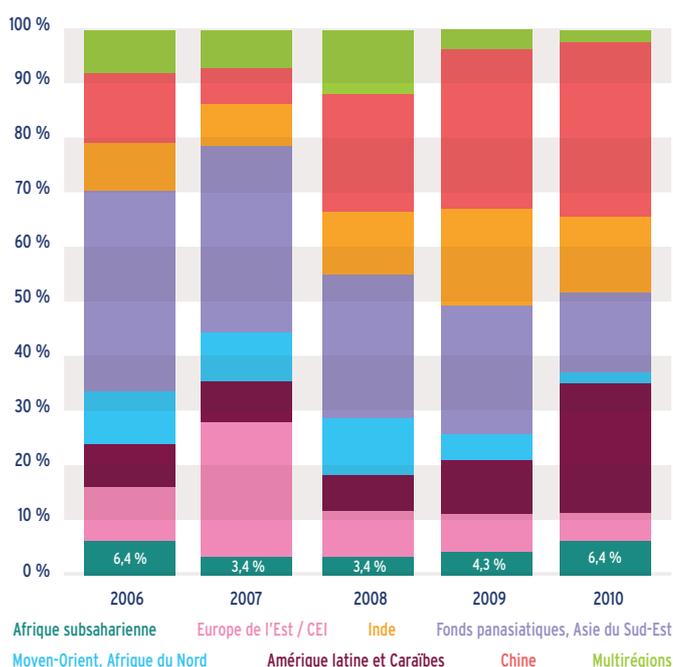
Après avoir fortement baissé en 2009, les levées de fonds ont rebondi en 2010. L'attitude plus positive des investisseurs à l'égard de l'Afrique s'est traduite par des engagements significatifs. Les levées de fonds destinées à l'Afrique subsaharienne ont augmenté de 50 %, pour atteindre 1,5 milliard de dollars en 2010 grâce à quelques fonds régionaux. Le troisième fonds (clôturé à 613 millions de dollars en juillet 2010) d'un des vétérans du secteur, Emerging Capital Partners<sup>2</sup>, était à l'époque le plus grand fonds panafricain de capital-développement. Kingdom Zephyr Africa Management<sup>3</sup> a recueilli 492 millions de dollars en février 2010 pour son deuxième fonds Pan African Investment Partners Fund, tandis que l'investisseur Aureos Capital<sup>4</sup> a levé 381 millions de dollars en février 2010 pour son dernier fonds ciblé sur l'Afrique. La région attire désormais un groupe d'investisseurs de plus en plus diversifié ; l'importance des fonds levés pourrait même éclipser les niveaux atteints avant la crise. Sur les

900 millions de dollars levés en juin 2011 par les investisseurs panafricains Helios Investment Partners (le plus grand fonds panafricain de capital-investissement) 70 % ont été apportés par des investisseurs extérieurs aux institutions financières de développement (les soutiens traditionnels du capital-investissement en Afrique). Au printemps 2011, The Carlyle Group, société de capital-investissement d'envergure mondiale, a annoncé l'ouverture d'un fonds dédié à l'Afrique subsaharienne, avec un objectif d'engagements d'au moins 500 millions de dollars. Les sociétés de capital-investissement sud-africaines Ethos et Brait, à la tête de deux des fonds les plus importants en Afrique, devraient parvenir à lever des montants considérables dans les 12 à 18 prochains mois. De plus, plusieurs fonds plus ciblés et de taille plus modeste sont sur le marché et cherchent des investisseurs.

### TENDANCES DES INVESTISSEMENTS

Avec 48 opérations, l'activité a été en 2010 presque équivalente en volume à celle de 2008, même si elle a reculé de 54 % en valeur sous l'effet d'une chute des valorisations s'expliquant à la fois par un rapprochement entre les attentes des acquéreurs et celles des vendeurs et par la raréfaction du financement bancaire qui avait permis jusqu'alors des opérations de plus grande ampleur. L'opération la plus importante réalisée et rendue publique en Afrique subsaharienne en 2010 s'élève à 151 millions de dollars, contre 175 millions en 2008. L'activité reste concentrée sur une poignée de marchés. Si l'Afrique du Sud, le Kenya et le Nigeria accueillent 27 des 48 opérations réalisées en 2010, une diversification géographique est à l'œuvre : alors que 56 % des opérations avaient été réalisées en Afrique du Sud en 2008, elles ne sont plus que 21 % en 2010 (EMPEA, 2011). Au cours des dix-huit derniers mois, les investisseurs en capital ont soutenu des sociétés au Bénin, au Congo, au Ghana, au Liberia, à Madagascar et en Tanzanie. Particulièrement bien adapté au contexte africain, le modèle du capital-investissement séduit une catégorie d'investisseurs de ►►

FIGURE 1 : PART DE L'AFRIQUE SUBSAHARIENNE DANS LES FONDS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT LEVÉS SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS



Nota bene : CEI signifie "Communauté des États indépendants" (comprenant la Russie).  
Source : EMPEA, 2011

<sup>1</sup> L'acronyme BRIC désigne le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine, nouvelles puissances économiques dont le niveau de développement est équivalent.

<sup>2</sup> Emerging Capital Partners (ECP) est une société internationale de capital-investissement spécialiste du continent africain. C'est le premier groupe de capital-investissement à lever plus de 1,8 milliard de dollars exclusivement destinés à des entreprises africaines.

<sup>3</sup> Kingdom Zephyr Africa Management (KZAM) est une joint venture entre Zephyr Management (un gérant d'actifs basé à New York) et Kingdom Holding Company, une société d'investissement dirigée par le Prince saoudien Alwaleed bin Talal Bin Abdulaziz Al Saud. Zephyr et Kingdom Holding sont présents depuis plus de 15 ans dans le secteur africain du capital-investissement.

<sup>4</sup> Voir l'article de Kiriga Kunyiha et Davinder Sikand, p. 10 dans ce numéro de Secteur Privé & Développement.

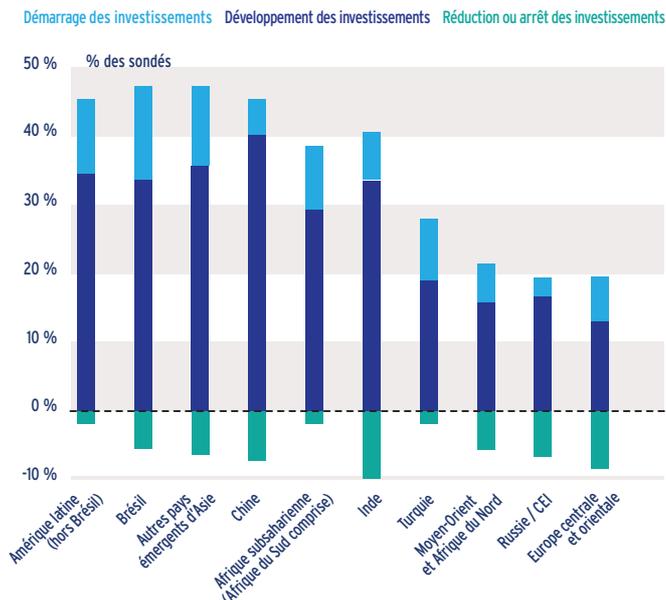
Le capital-investissement contribue-t-il au développement de l'Afrique ?

►►► plus en plus internationale et diversifiée. Le capital-investissement offre une solution à des institutions qui auraient pu investir directement dans des entreprises mais en sont dissuadés par l'opacité des marchés. La plupart des marchés d'actions africains se concentrent sur quelques entreprises et quelques secteurs, en particulier financier et minier, avec une représentation très modeste des entreprises de taille moyenne. Or, celles-ci constituent un moteur de croissance fondamental pour la région, au cœur de la stratégie de la plupart des fonds de capital-investissement. Le secteur bancaire et celui de l'industrie extractive tiennent une place prééminente dans l'espace du capital-investissement. En 2010, toutefois, plus de la moitié des opérations ont été réalisées dans des secteurs comme les produits alimentaires et les boissons (par exemple Dewcrisp et Foodcorp en Afrique du Sud), la santé (clinique Snapper Hill au Liberia et hôpital pour femmes à Nairobi) et les médias et télécommunications (Wananchi Group au Kenya) – EMPEA, 2011. La maturation des actifs s'accompagne d'une spécialisation des stratégies des fonds et de l'apparition de stratégies de niche telles que l'agroalimentaire (Phatisa, Chayton Capital, Silk Invest Food Fund), les technologies propres et les énergies renouvelables (Inspired Evolution One Fund), la santé (Aureos Capital Health Fund) et les financements mezzanine (Vantage).

**PERSPECTIVES ET DÉFIS POUR LES INVESTISSEURS**

Les recherches d'EMPEA sur l'intérêt des *limited partners*<sup>5</sup> montrent que l'image de la région s'améliore : 67 % des *limited partners* interrogés jugent l'Afrique attractive en 2011 et 39 % prévoient d'investir ou de poursuivre les investissements dans des fonds subsahariens (Figure 2) – Collier Capital et EMPEA, 2011. Toutefois des préoccupations demeurent quant à la profondeur du *pool* de gérants de fonds, mais aussi en ce qui concerne le risque politique. Les investisseurs sans exposition à la région ont indiqué dans les deux enquêtes Collier Capital et EMPEA de 2010 et de 2011 que le manque de gérants de fonds expérimentés était un frein à leurs investissements en Afrique (Tableau 1). Pourtant, au cours des dix dernières années, le nombre de gérants de fonds actifs en Afrique a été multiplié par cinq. Selon les gérants de fonds, le déficit de capital humain – les professionnels capables de développer, sélectionner, structurer et exécuter les opérations – pèse sur leur capacité à saisir les opportunités qui se présentent. Le vivier de cadres qualifiés travaillant dans les sociétés en portefeuille reste modeste, en particulier en ce

**FIGURE 2 : PRÉVISIONS À 2 ANS DE LA RÉORIENTATION DES STRATÉGIES DE CAPITAL-INVESTISSEMENT SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS**



Nota bene : CEI signifie "Communauté des États indépendants".  
Source : EMPEA / Collier Capital Emerging Market Capital-investissement Survey, 2011

qui concerne les directeurs financiers. De plus, l'absence d'un solide réseau d'intermédiaires – conseillers, banquiers, courtiers et analystes – génère un important travail de recherche et d'évaluation. L'identification des entreprises susceptibles d'accueillir un investisseur en capital étant conduite en interne, le talent des gérants est d'autant plus important. Ceci étant, la crise financière pourrait inciter de nombreux professionnels africains formés en Occident à rentrer dans leur pays pour combler ce déficit. Les conditions de sortie du capital sont un autre obstacle à l'investissement. Hormis quelques introductions en bourse (essentiellement en Afrique du Sud), la majorité des sorties en 2009 et 2010 ont été réalisées par le biais d'une cession à une autre société industrielle. En 2011, les sorties restent peu nombreuses, quoique des signes d'embellie apparaissent. Parmi les exemples récents : l'introduction à la bourse de Johannesburg en juillet 2011 de Holdsport (distributeur d'articles de sport financé par Ethos) et la cession de la participation d'Aureos Capital dans le fabricant nigérian de biscuits Deli Foods au sud-africain Tiger Brands. Les transactions secondaires restent rares en raison du faible nombre d'actifs suffisamment matures pour des cessions entre investisseurs. Les gérants de fonds africains espèrent que l'écosystème se développe et se diversifie ; allié à une aug-

<sup>5</sup> Le *Limited Partnership (LP)* est une structure d'investissement, fiscalement transparente, principalement utilisée par les gestionnaires anglais, américains et nordiques. Le *limited partner* a une responsabilité limitée, au montant de son apport, et n'est pas impliqué dans la gestion de la structure.

mentation du nombre d'entreprises financées par des investisseurs en capital, cela permettrait davantage d'options de sortie – transactions secondaires comprises.

#### ANTICIPATIONS DES PRIX ET DES PERFORMANCES

Qu'elle résulte d'une pénurie de talents ou de conditions de sortie difficiles, la taille modeste du marché africain du capital-investissement a un effet positif sur la compétitivité des prix. Les actifs en Afrique subsaharienne – avec des multiples d'entrée de l'ordre de 8-9 contre des multiples à deux chiffres en Chine ou au Brésil – sont considérés comme d'excellentes opportunités par de nombreux investisseurs. Une hausse des prix est à prévoir, mais la plupart des gérants de fonds pensent que les bonnes affaires sont encore légion.

Selon l'enquête Coller Capital et EMPEA de 2011, les investisseurs exposés à des actifs en Afrique subsaharienne anticipent des rendements plus élevés que ceux qui n'y sont pas présents. Cela laisse à penser qu'ils ont donc confiance dans les capacités de gérants expérimentés à anticiper et gérer les risques sur ces marchés. Bien qu'on ne dispose pas de données pour l'ensemble de l'Afrique subsaharienne, une étude réalisée en 2011 par RisCura et la South African Venture Capital Association (association sud-africaine du capital-risque) montre que le capital-investissement sud-africain a surperformé les fonds de capital-investissement britanniques et américains à horizon de trois, dix et cinq ans. Les taux de rentabilité interne nets sont en effet de plus de 20 % sur dix ans, contre environ 13 % au Royaume-Uni et 8 % aux États-Unis (RisCura et SAVCA, 2011). Deux des investisseurs les plus

actifs de la région – l'*International Finance Corporation* (IFC) et l'institution financière de développement britannique CDC – indiquent que les fonds africains ont surperformé les indices de référence des marchés émergents, comme l'indice MSCI Emerging Markets<sup>6</sup> (CDC) ou l'ensemble de leur portefeuille de capital-investissement sur les marchés émergents (IFC).

Le capital-investissement en Afrique subsaharienne n'est pas une nouveauté, mais il est certain qu'il est insuffisamment développé. En fait, l'émergence de marchés africains pourrait être une véritable opportunité pour les investisseurs : de nombreuses économies africaines sont peu exposées au risque de volatilité induit par la dette sur les marchés développés. Une part importante de la croissance prévisionnelle viendra de facteurs domestiques, comme la consommation et l'investissement en énergie. Le capital-investissement en Afrique offre un formidable atout aux entreprises en quête de capital, à des prix plus raisonnables que sur d'autres marchés émergents. Les données manquent à ce jour pour confirmer définitivement les prévisions de performance, mais l'optimisme qui prévaut quant à l'évolution du capital-investissement sur le continent africain n'est pas déplacé. ●

*“Le vivier de cadres qualifiés travaillant dans les sociétés en portefeuille reste modeste, en particulier en ce qui concerne les directeurs financiers.”*

<sup>6</sup> Créé par Morgan Stanley Capital International (MSCI), le MSCI Emerging Markets est un indice de capitalisation boursière ajustée du flottant, conçu pour mesurer les performances des marchés actions des pays émergents du monde. Au 30 mai 2011, il se compose des indices nationaux des 21 pays suivants : Afrique du Sud, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Égypte, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Maroc, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Taiwan, République tchèque, Thaïlande et Turquie.

**TABLEAU 1 : POINT DE VUE DES LIMITED PARTNERS SUR LES FREINS À L'INVESTISSEMENT POUR LES 2 ANS À VENIR**

	Nombre insuffisant de gérants de fonds expérimentés	Opportunités d'investissement de trop faible ampleur	Valorisations d'entrée trop élevées	Conditions de sortie	Réglementation ou fiscalité	Risque politique
Chine	7 %	7 %	45 %	14 %	31 %	24 %
Inde	14 %	0 %	58 %	14 %	8 %	11 %
Autres pays émergents d'Asie	38 %	19 %	4 %	35 %	12 %	19 %
Russie/CEI	25 %	12 %	2 %	17 %	30 %	63 %
Turquie	28 %	23 %	5 %	12 %	7 %	12 %
Europe centrale et orientale	19 %	16 %	5 %	27 %	11 %	16 %
Brésil	11 %	3 %	31 %	11 %	11 %	3 %
Amérique latine (hors Brésil)	32 %	19 %	16 %	10 %	10 %	23 %
Moyen-Orient et Afrique du Nord	39 %	33 %	2 %	14 %	12 %	32 %
Afrique subsaharienne	47 %	24 %	2 %	14 %	12 %	39 %

*Nota bene : CEI signifie "Communauté des États indépendants"*

Source : EMPEA/Coller Capital Emerging Market Capital-investissement Survey, 2011

# Rentabilité et développement à l'unisson

*La question des fonds d'investissements va au-delà de la nécessaire rentabilité. Ils mobilisent des investissements additionnels et participent au développement des économies locales. À ces impacts quantitatifs tangibles, s'ajoutent des effets qualitatifs dont les mesures encore peu affinées représentent un enjeu pour faire du capital-investissement un outil contribuant au développement de l'Afrique.*

**Jeanne Hénin et Aglaé Touchard**

*Chargée de mission Mesure des impacts, PROPARGO  
Chargée d'affaires senior, PROPARGO*

Les critiques sur le capital-investissement ou sur les fonds d'investissement sont récurrentes ; ce mode de financement ne serait orienté que vers la recherche de profit à court terme des investisseurs aux dépens des entrepreneurs. Les fonds d'investissement seraient ainsi une source d'instabilité pour les entreprises et une source d'évasion fiscale, les fonds étant adeptes des centres offshore.

Ce n'est pourtant pas un hasard si le capital-investissement et l'investissement dans des fonds font partie intégrante de la palette des outils des institutions financières de développement. Elles y voient un moyen de multiplier la portée de leurs financements en soutenant indirectement un grand nombre d'entreprises et un moyen d'influer sur la gouvernance et la stratégie des entreprises.

Au-delà d'un simple instrument de financement, les fonds peuvent contribuer au développement d'un tissu économique local pérenne et accompagner la transition vers des modèles inclusifs et durables.

Au regard du portefeuille de fonds de PROPARGO en Afrique subsaharienne, il est possible de quantifier ces impacts et de donner des pistes pour les maximiser (Encadré).

## LA CONDITION NÉCESSAIRE DE LA RENTABILITÉ

La rentabilité est une des conditions *sine qua non* du développement du capital-investissement en Afrique. Son faible niveau supposé a longtemps freiné cette activité, qui émerge depuis quelques années. Le débat n'est plus là. Longtemps porté par les institutions financières de développement, le capital-investissement africain n'a plus à rougir de la comparaison.

Les mesures de rendement des fonds demeurent particulièrement difficiles à obtenir sur l'Afrique subsaharienne, les analystes calculant ces indicateurs sur les zones développées ne couvrant malheureusement pas encore ce territoire. Que nous montre l'examen du portefeuille de trois institutions financières de développement historiquement présentes en Afrique subsaharienne, la CDC britannique, le FMO néerlandais et PROPARGO ? Que les taux de rendement internes globaux (TRI réalisés et latents), calculés sur les fonds en Afrique subsaharienne sont de bons niveaux : entre 14 et 23 %<sup>1</sup>. Une rentabilité en moyenne meilleure que celles constatées en France : le TRI net à fin 2010 calculé par l'Association française des investisseurs en capital<sup>2</sup> est de 9,1 % (AFIC/Ernst & Young,

### JEANNE HÉNIN ET AGLAÉ TOUCHARD

Jeanne Hénin a rejoint PROPARGO en 2010 au sein de l'unité Environnement, social et impact. Elle travaille sur l'évaluation et la mesure des impacts sur le développement des projets. Diplômée de l'EDHEC, elle a auparavant travaillé deux années à la mise en œuvre de projets d'insertion professionnelle au Cambodge puis cinq ans au cabinet Ernst & Young. Au sein du département du développement durable, elle a notamment développé l'évaluation et l'accompagnement des performances sociales et sociétales d'entreprises implantées dans les pays en développement.

Après cinq ans d'expérience en banques d'affaires (Rothschild & Cie) et en conseil en stratégie (LEK Consulting), Aglaé Touchard a rejoint le groupe AFD en 2006. D'abord intégrée à la division des risques, elle réalise depuis trois ans des investissements en capital au sein de la division Fonds propres et participations de PROPARGO, notamment dans le secteur des énergies renouvelables. Diplômée de l'Institut d'études politiques de Paris, de l'École supérieure de commerce de Paris et de l'université Paris IX-Dauphine, elle enseigne à Sciences Po depuis 2006.

<sup>1</sup> La comparaison des taux de rendement internes des différents investisseurs est un exercice délicat, reposant sur un reporting non vérifié, avec des différences de méthodologies (notamment selon : (i) le périmètre des fonds retenus, en phase d'investissement ou liquidés (ii) la prise en compte de la rémunération et de l'intéressement du gestionnaire, TRI brut ou net (iii) la méthode de valorisation de la plus-value latente).

<sup>2</sup> Calcul réalisé sur 475 fonds, 38,6 milliards d'euros, (fonds de 1988 à fin 2010).

TABLEAU 1 : IMPACTS “QUANTITATIFS” DES ENTREPRISES INVESTIES PAR LES FONDS DU PORTEFEUILLE DE PROPARCO

Afrique subsaharienne	Nombre de fonds	Nombre d'entreprises financées	Nombre d'emplois créés ou maintenus	Évolution annuelle moyenne du chiffre d'affaires (en %)	Contribution au revenu des États (en millions d'euros)	Évolution annuelle moyenne de l'EBIT (earnings before interest and taxes)	Évolution annuelle moyenne de l'emploi (en %)
PROPARCO (2010)	25	229	50 000	+16,54 %**	230*	+ 12 %**	+ 11 %**

\*230 millions d'euros est la contribution au revenu des États pour le dernier exercice des 87 entreprises en portefeuille au 31.12.2010 ayant reporté la donnée.

\*\* Analyse portant sur 53 entreprises en portefeuille au 31.12.2010 pour lesquelles les données historiques sont disponibles.

Source : PROPARCO, 2011

2011). Depuis 2004, les TRI reportés par l'AFIC en France varient entre 8,3 et 14,7 %. Le multiple moyen<sup>3</sup>, autre indicateur de rentabilité, tiré du portefeuille de PROPARCO en Afrique subsaharienne, affiche 1,8x sur les fonds en phase de gestion ou de désinvestissement. Un multiple plus élevé que celui calculé sur les autres zones d'intervention de PROPARCO (Asie - 1,5x et MENA - 1,2x). Si la création de valeur à terme est plus importante en Afrique subsaharienne,

*“Les fonds produisent un impact économique, social et environnemental sur les économies locales.”*

la durée de détention des participations est plus longue qu'ailleurs, en raison notamment de la moindre liquidité des marchés africains comparés

par exemple à la zone asiatique (Figure 1). Cette rentabilité avérée attire progressivement un nombre croissant d'investisseurs privés et locaux. La *Development Bank of Southern Africa* (DBSA) a ainsi observé que la part des institutions financières de développement dans les fonds qu'elle finance est passée de 54 % entre 1995 et 2000 à 36 % entre 2005 et 2009 (Mamba, 2010).

Parallèlement, la DBSA constate l'augmentation de la part des investisseurs locaux dans les fonds dans lesquels elle a investi, celle-ci passant de 30 % entre 1995 à 2000 à 52 % entre 2005 et 2009. Cette évolution est un bon signe. L'Afrique y gagne une meilleure image, une meilleure attractivité et donc davantage de capitaux pour ses entreprises.

### L'IMPACT ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

Un des rôles clés des fonds d'investissement réside dans leur capacité à entraîner dans leur sillage une grande variété d'investisseurs cherchant à diversifier leur risque. Les institutions financières de développement ou les sponsors peuvent ainsi jouer un rôle catalytique en mobilisant des sources de capital additionnelles, notamment auprès d'investisseurs étrangers. À titre d'exemple, la CDC a mesuré que pour une livre sterling investie dans un fonds, une livre sterling est investie par d'autres institutions financières de développement et 2,70 livres sterling de capi-

tal par des investisseurs privés, soit au total 4,70 livres sterling (CDC, 2010).

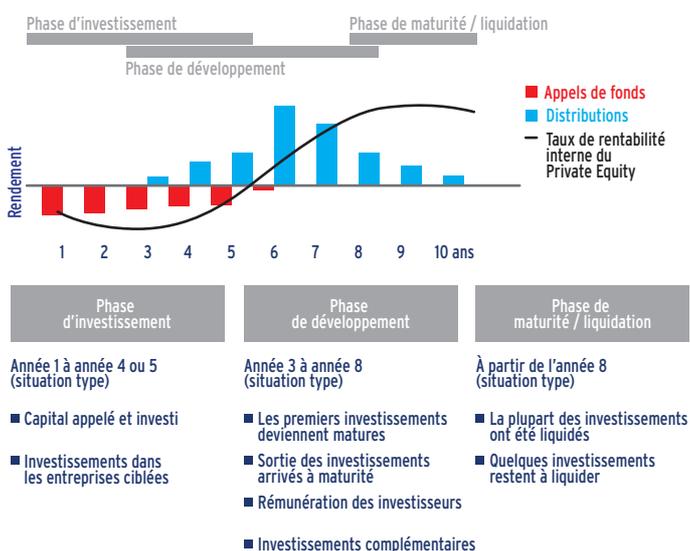
Malgré le développement constant des marchés financiers locaux, l'accès au financement reste un enjeu important pour les entreprises, notamment aux capitaux propres qui sont un élément clef pour assurer leur croissance.

### L'IMPACT “QUANTITATIF” SUR LE DÉVELOPPEMENT LOCAL

Par ailleurs, le capital-investissement contribue également au développement des économies locales. Pour en mesurer les effets, PROPARCO a enrichi le suivi des fonds d'un reporting systématique des résultats des entreprises de leur portefeuille. Comment ? Par des indicateurs quantitatifs portant sur des thématiques extra-financières (Tableau 1). Il en ressort que les 229 entreprises financées par les fonds en portefeuille de PROPARCO ont contribué à créer ou maintenir plus de 50 000 emplois. Des emplois formels qui mobilisent une main-d'œuvre qualifiée et non quali- ▶▶▶

<sup>3</sup> Le multiple moyen (*Multiple On Invested Capital* en anglais) rapporte les flux encaissés aux flux décaissés, sans prendre en compte la dimension temporelle du TRI.

### FIGURE 1 : CYCLE DE VIE D'UN FONDS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT



Source : HSBC

Le capital-investissement contribue-t-il au développement de l'Afrique ?

►►► fiée. Ces mêmes entreprises ont connu une croissance annuelle moyenne du nombre d'employés de 11 %.

En termes d'activité, la croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires atteint 16,5 %, celle de l'EBIT<sup>4</sup> 12 %. Les entreprises enregistrent des évolutions contrastées, selon leur stade de développement, le pays, leur taille et le secteur sur lequel elles interviennent. Un développement plus important du chiffre d'affaires est ainsi constaté sur les pays d'Afrique de l'Est.

Cette double augmentation de la masse salariale et de l'activité apporte aussi une plus forte contribution aux recettes de l'État. Les 87 entreprises de l'échantillon ayant renseigné cette information ont versé aux États dans lesquels elles sont implantées plus de 230 millions d'euros pour le dernier exercice.

La comparaison avec d'autres zones géographiques, telle que la France, met en avant un impact plus important du capital-investissement en Afrique subsaharienne qu'en Europe, où les entreprises ont

*“Les 229 entreprises financées par les fonds en portefeuille de PROPARCO ont contribué à créer ou maintenir plus de 50 000 emplois.”*

davantage souffert de la crise<sup>5</sup>. D'autre part, la valeur ajoutée d'une équipe de gestion en Afrique subsaharienne intervient à la fois au niveau de la croissance des revenus et de l'amélioration de la profitabilité de la société. Dans les marchés plus mûrs, comme la France, elle est davantage orientée vers le levier financier ou la négociation sur le prix d'achat/sortie.

#### UNE VALEUR AJOUTÉE “QUALITATIVE” DES ÉQUIPES DE GESTION

Au-delà de ces bénéfiques “quantitatifs” sur le développement économique local, le capital-investissement offre un véritable levier de transformation de l'entreprise. Les équipes de gestion peuvent, en tant qu'actionnaires, insuffler des bonnes pratiques de gestion, des règles de bonne gouvernance, une organisation plus adaptée, un reporting plus transparent ou une meilleure efficacité des ressources humaines. Cette valeur ajoutée est particulièrement marquée en Afrique subsaharienne, où les entreprises sont encore très souvent dans l'informel ou reposent souvent sur des structures familiales. Certaines équipes de gestion mettent en place un reporting spécifique dédié à l'amélioration de la gouvernance : augmentation des entreprises auditées par un commissaire aux comptes, existence de comités de suivi de l'activité, d'indicateurs de performance, de suivi des budgets... Cet impact est d'autant plus important lorsque l'investisseur

est en position majoritaire, ou lorsqu'il intervient auprès d'une start-up, encore peu structurée. L'investisseur peut alors favoriser le développement de l'entreprise en proposant, par exemple, des managers clefs grâce à son réseau.

Grâce à la présence des institutions financières de développement de plus en plus d'investissement sont également des vecteurs d'amélioration des pratiques environnementales et sociales (E&S). Les équipes de gestion évaluent avant d'investir la performance et les pratiques en termes de management environnemental et social et proposent des plans d'actions afin que l'entreprise se mette progressivement en conformité au regard des standards nationaux ou internationaux. Les améliorations sont autant de leviers de performance agissant sur d'autres domaines : obtenir une certification peut, par exemple, ouvrir de nouveaux marchés ; réduire des consommations énergétiques peut induire une réduction des charges.

#### COMMENT MAXIMISER LES IMPACTS DU CAPITAL-INVESTISSEMENT ?

La condition pour que le capital-investissement contribue davantage au développement du continent africain réside aussi dans la constitution et la consolidation d'équipes de gestion de “qualité”. C'est-à-dire à même de structurer et accompagner les entreprises, mais aussi qui intègrent le critère de développement comme objectif du fonds.

Une “bonne” équipe de gestion doit disposer de compétences “opérationnelles”. La création de valeur en Afrique subsaharienne se réalise essentiellement par le levier de la croissance, contrairement aux marchés européens où elle s'appuie beaucoup sur le levier de l'endettement et la rationalisation des coûts. Dès lors, les capacités opérationnelles du gestionnaire de fonds revêtent une importance particulière par rapport à des compétences bancaires de syndication davantage recherchées sur des marchés plus matures. La présence locale des gestionnaires de fonds, en Afrique subsaharienne plus qu'ailleurs, constitue un élément clef de succès, tant les réseaux informels sont importants. Enfin, la capacité à nouer des partenariats, avec les investisseurs, les entrepreneurs et les autres parties prenantes revêt son importance.

<sup>4</sup> L'earnings before interest and taxes (EBIT) - résultat d'exploitation dans la norme comptable française - correspond au chiffre d'affaires net duquel sont déduites les charges d'exploitation (telles que salaires, cotisations sociales, matières, énergie, etc.).

<sup>5</sup> AFC, étude Ernst & Young 2010 : Au 31.12.2009, 848 954 emplois dans les 1268 entreprises investies par 213 fonds de capital investissement. L'analyse dynamique qui mesure l'évolution des effectifs français et du chiffre d'affaires réalisés en France entre 2008 et 2009, présente une baisse du chiffre d'affaires France (-5,9 %) et une diminution des effectifs de -1,8 %, entre 2008 et 2009.

Une équipe de “qualité”, c’est aussi une équipe capable d’accompagner l’amélioration de la performance E&S et de la gouvernance de l’entreprise. Certains fonds mettent ainsi à disposition des entreprises, des enveloppes d’assistance technique (AT) pour renforcer certains aspects de leur gestion ou de leur organisation. Parmi les entreprises du portefeuille de PROPARCO interrogées, 43 % déclare être évaluée avant investissement, sur leur conformité aux standards environnementaux et sociaux internationaux. Toutes déclarent recevoir un appui pour l’amélioration de leur performance E&S.

Piloté au même titre qu’un indicateur financier, la contribution au développement local doit être au cœur des objectifs visés. Il convient de définir des objectifs précis, de développer les outils de mesures, et d’évaluer de façon transparente par un standard de reporting ou un évaluateur externe l’atteinte de ces objectifs. La gouvernance doit également être structurée pour servir ces objectifs. Les exemples se multiplient. Ainsi l’Africa health fund, qui vise à développer une offre de santé abordable et de qualité en faveur des populations à faibles revenus en Afrique subsaharienne, a lié la rémunération des managers du fonds à l’atteinte de cet objectif. Cette gouvernance a été appuyée par une évaluation externe des cibles de populations touchées par les entreprises.

La mesure de la contribution au développement local est devenue un des enjeux clés pour matérialiser et augmenter les effets du capital-investissement en Afrique subsaharienne. Mais le reporting d’indicateurs montre ses limites. Il ne permet pas à lui seul de prendre en compte l’ampleur de tout un ensemble de données qualitatives, telles que

le type d’entreprise, leur niveau de maturation (start-up, développement...), la qualité de l’emploi, l’intégration des populations exclues des opportunités économiques, ou encore les secteurs touchés (par exemple les secteurs sociaux).

Par ailleurs, il n’existe pas encore d’outils standardisés pour mesurer ces résultats, qui puissent être reportés de façon homogène par les équipes de gestion. Ainsi l’un des premiers chantiers mené par le Global Impact Investing Network<sup>6</sup>, à travers l’initiative Impact Reporting And Investment Standards, consiste à définir un standard de mesure de l’impact social d’un investissement pour les investisseurs.

Loin des idées reçues, les fonds d’investissement peuvent être des vecteurs importants de développement dans des pays à bas revenus. L’impact sur le développement n’est en rien antinomique de la rentabilité financière. Au contraire, la rentabilité permet d’en assurer la pérennité et donc d’en maximiser la portée mais également d’autoriser l’arrivée de nouveaux investisseurs. Les institutions de développement ont, plus que jamais, un rôle à jouer : promouvoir des démarches environnementales et sociales et favoriser une croissance durable et inclusive. Elles se doivent également de tenir la fonction de déclencheur pour couvrir les secteurs et pays délaissés par les investisseurs, parfois par méconnaissance d’une zone, perçue encore trop souvent comme risquée. ●

<sup>6</sup> Le Global Impact Investing Network (GIIN) regroupe une vingtaine d’organisations : des institutions bancaires (par exemple JP Morgan, Citigroup), des fonds d’investissement alternatif (Acumen) et des fondations (Fondation Gates, Fondation Rockefeller).

## ANALYSE DES FONDS AU PORTEFEUILLE DE PROPARCO

Les 25 fonds au portefeuille de PROPARCO et FISEA<sup>1</sup> en Afrique subsaharienne au 31 décembre 2010 sont au capital de 229 entreprises. Il en ressort quatre caractéristiques principales. La majorité des entreprises financées sont mûres : l’investissement moyen des fonds est de 5,3 millions d’euros, ce qui illustre un stade de développement avancé. Ce montant moyen ne doit pas masquer l’hétérogénéité, avec de grandes entreprises, des projets d’infrastructures et de très petites entreprises (trois fonds ayant par exemple un ticket moyen de 250 000 euros). Elles sont par conséquent de taille importante : le nombre

moyen d’employés par entreprise financée atteint 300 personnes. L’origine géographique des entreprises montre une concentration dans les pays anglophones. Sur ces 29 pays d’intervention<sup>2</sup> (hors investissements multipays), 75 % des entreprises investies sont concentrées dans dix pays - dans l’ordre décroissant Nigeria, Afrique du Sud, Kenya, Ghana, Rwanda, Tanzanie, Ouganda, Côte d’Ivoire, Cameroun et Sénégal - avec près de la moitié (47 %) des entreprises financées dans les quatre premiers. Enfin, l’analyse du portefeuille indique une concentration sectorielle. Les entreprises financées sont positionnées essentiellement sur

des secteurs en croissance, comme les services financiers - banques assurances leasing -, ainsi que la distribution, les services aux entreprises, l’industrie agroalimentaire et les transports.

<sup>1</sup> Le Fonds d’Investissement et de Soutien aux Entreprises en Afrique (FISEA), a été créé en 2009. Doté de 250 millions d’euros, il est détenu par l’Agence Française de Développement et géré par PROPARCO.

<sup>2</sup> Pays couverts par les fonds : Afrique du Sud, Bénin, Botswana, Burkina Faso, Cameroun, Comores, Djibouti, Gabon, Ghana, Guinée, Côte d’Ivoire, Kenya, Liberia, Madagascar, Mali, Maurice, Namibie, Niger, Nigeria, République démocratique du Congo, Rwanda, Sénégal, Soudan du Sud, Tanzanie, Tchad, Togo, Ouganda, Zambie, Zimbabwe.

# Les effets des fonds sur le climat des affaires

*Si les gérants de fonds influencent les politiques publiques dans le but d'améliorer le contexte et le climat général de l'investissement, ils ont un impact bien plus sensible sur la gouvernance des entreprises qu'ils gèrent en portefeuille. En les aidant à améliorer leurs règles et pratiques de gouvernance, en leur apportant leur expertise, ils peuvent leur permettre d'accroître leurs performances.*

**Davinder Sikand et Kiriga Kunyiha**

Directeur général adjoint, Aureos Capital  
Directeur de participations chargé du Kenya, Aureos Capital

Un climat d'investissement favorable est un facteur déterminant pour la croissance économique et le recul de la pauvreté. Par ailleurs, des études ont établi une corrélation entre une bonne gouvernance et la croissance économique. Comme le précise la Banque mondiale (2005), pour "accélérer la croissance et faire reculer la pauvreté, les pouvoirs publics doivent réduire les risques liés à l'action gouvernementale, les coûts et les obstacles à la concurrence auxquels sont confrontés les entrepreneurs de toutes catégories – agriculteurs, microentrepreneurs, industries manufacturières locales ou multinationales". S'il est important de réduire le risque de gouvernance du secteur public dans les pays en développement, il ne faut pas sous-estimer l'importance de la gouvernance du secteur privé. En effet, des carences dans la gouvernance d'entreprise ont un effet déstabilisant qui fait obstacle au développement économique. Les décisions, la conduite et les activités des entreprises privées peuvent avoir

de graves conséquences, comme l'a prouvé la crise financière mondiale de 2008.

Le rôle critique du secteur privé dans le développement des économies émergentes est de plus en plus reconnu. Son action de *lobbying* auprès des autorités locales et l'amélioration de la gouvernance d'entreprise ont un effet positif sur le climat d'investissement. Éléments clés d'un cadre financier diversifié, les fonds de capital-investissement jouent eux aussi un rôle vital : ils apportent du capital aux entreprises des pays émergents et travaillent à améliorer les règles de gouvernance afin d'optimiser la gestion des investissements réalisés – ce qui favorise des flux d'investissement plus importants vers les économies concernées.

## RÉFORMER DES ENVIRONNEMENTS DIFFICILES

L'enquête *Doing Business 2011* de la Banque mondiale montre qu'il reste difficile d'opérer dans la plupart des marchés africains (Tableau 1).

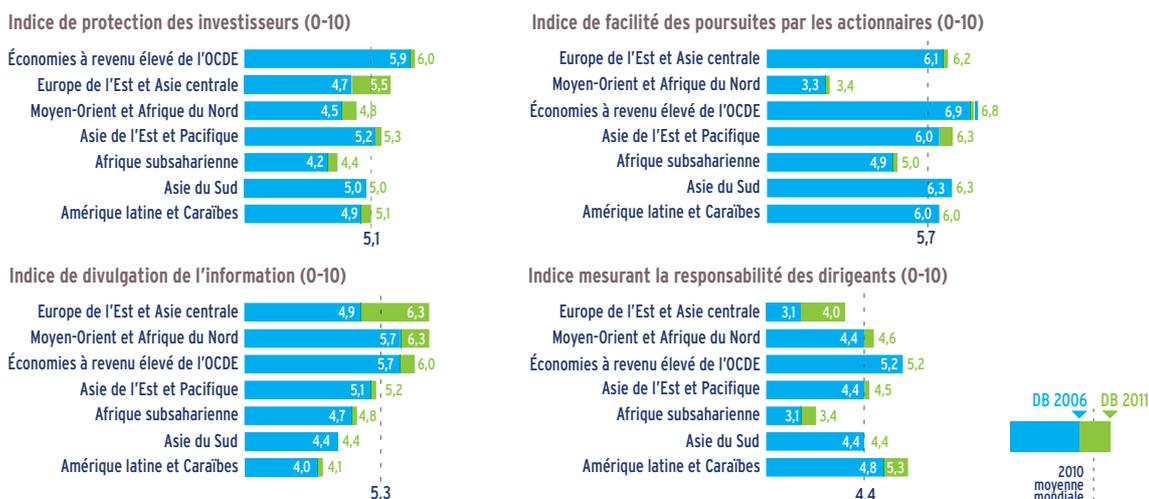
Cependant, cet instantané masque la réalité des tendances sur le continent africain. Après les programmes d'ajustement structurel des années 1990, la plupart des États admettent aujourd'hui que si un environnement macro-économique stable est indispensable pour accélérer la croissance, il n'est pas suffisant en soi. Ils reconnaissent le rôle du secteur privé et sont plus réceptifs à l'instauration d'environnements favorables à l'entreprise. Le Rwanda en offre une bonne illustration : *leader* mondial des réformes du cadre réglementaire applicable aux entreprises d'après l'enquête *Doing Business 2009*, ce pays a accueilli 1,1 milliard de dollars d'investissements, 41 % de plus que l'année précédente, au plus profond de la crise économique mondiale (Banque mondiale, 2011). Mais en dépit des améliorations observées, d'importants progrès restent à accomplir pour faire du continent africain une terre d'accueil privilégiée pour les investissements.

Bien que leur influence sur la gouvernance

### DAVINDER SIKAND ET KIRIGA KUNYIHA

**Davinder Sikand** est directeur général adjoint d'Aureos et associé gérant chargé de l'Afrique. Depuis 25 ans dans le secteur du capital-investissement et de la banque d'investissement – où il a exercé diverses fonctions au sein de Drexel Burnham Lambert, Financial Security Assurance et PricewaterhouseCoopers –, il travaille chez Aureos depuis sa création. Il est titulaire d'un MBA de la Kellogg School of Management de l'université Northwestern (États-Unis).

**Kiriga Kunyiha** est directeur de participations à Nairobi. Il est chargé de l'origination, de la structuration, du suivi des opérations et de la facilitation des cessions de participations en Afrique orientale. Il a rejoint Aureos en 2003 et possède plus de huit ans d'expérience dans le capital-investissement. Il est titulaire d'une licence d'économie du Queen Mary and Westfield College, université de Londres.

**TABLEAU 1 : MOYENNES RÉGIONALES DES INDICATEURS DE PROTECTION DES INVESTISSEURS**


Nota bene : l'échantillon de données retenu pour Doing Business 2006 (2005) comprend 174 économies. L'échantillon de Doing Business 2011 (2010) comprend en sus les Bahamas, le Bahreïn, le Brunei, Chypre, le Kosovo, le Libéria, le Luxembourg, le Monténégro et le Qatar, soit un total de 183 économies.  
Source : Banque mondiale – Doing Business 2011

publique soit limitée, les fonds bénéficient de l'évolution de l'environnement, comme en témoigne l'intérêt ou le regain d'intérêt que suscitent les fonds dédiés à la région auprès des investisseurs. Selon EMPEA (Emerging Markets Private Equity Association), les fonds de capital-investissement subsahariens ont levé 6,2 milliards de dollars et investi 7,7 milliards de dollars entre 2006 et 2008, un record historique qui atteste des bénéfices des réformes (EMPEA, 2010). De plus, à travers les consultations avec les parties prenantes, par le biais des sociétés en portefeuille ou en tant que membres

*“Des carences dans la gouvernance d'entreprise ont un effet déstabilisant qui fait obstacle au développement économique.”*

d'associations professionnelles, les activités de ces fonds peuvent avoir un réel impact sur l'environnement économique.

L'expérience de l'Acacia Fund<sup>1</sup> montre que les consultations avec les parties prenantes peuvent améliorer la réglementation locale. En effet, ce fonds a obtenu de l'État kényan que le capital-investissement soit reconnu comme un instrument financier à part entière – reconnaissance qui a permis l'introduction d'une nouvelle réglementation du capital-risque par l'Autorité kényane des marchés financiers. En outre, les gérants de fonds de capital-investissement peuvent également améliorer les normes de qualité par le biais des sociétés de leurs portefeuilles. Ainsi, avant 2009 au Kenya, l'acier utilisé dans le bâtiment était vendu à la pièce et non au poids. Faute de normes de sécurité, le poids des structures n'était pas homogène et des fabricants vendaient délibérément des structures allégées, qui compromettaient l'intégrité structurelle de l'acier. L'aciérie Athi River Steel Plant, société du portefeuille de l'East Africa Fund d'Aureos a fait pression auprès des autorités pour modifier la

méthode de vente. En 2009, le Bureau de normalisation du Kenya a publié la nouvelle norme applicable aux ventes au Journal officiel.

### IMPORTANCE DE LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES ET RÔLE DES GÉRANTS DE FONDS

“La gouvernance des entreprises est plus importante pour la croissance économique mondiale que le gouvernement des pays”. Ces mots de James Wolfensohn, président de la Banque mondiale de 1995 à 2005, soulignent l'importance de la gouvernance des entreprises dans le monde d'aujourd'hui. Au-delà des conséquences macroéconomiques de faillites comme celles de Lehman Brothers<sup>2</sup>, le rôle du secteur privé est plus important que jamais dans nos économies. La mondialisation et la déréglementation ont offert des opportunités de croissance aux entreprises ; elles ont aussi accru la complexité et les risques. Risques et opportunités ne sont plus limités par la taille ou la géographie. Les entreprises africaines sont désormais elles aussi confrontées aux problématiques liées au risque et à sa rémunération, y compris les petites et moyennes entreprises du Kenya au Sénégal, aspirant à développer leur activité ▶▶▶

<sup>1</sup> Constitué début 1997 avec un capital total de 19,6 millions de dollars, Acacia investit en fonds propres et quasi-fonds propres dans des PME ayant un fort potentiel de croissance.

<sup>2</sup> Avant de se déclarer en faillite en septembre 2008, Lehman Brothers Holdings Inc. était la quatrième banque d'investissement des États-Unis.

### REPÈRES

Créée en 2011, spécialisée dans la reprise et le développement de micro, petites et moyennes entreprises en Asie, Afrique et en Amérique latine, Aureos Capital gère 1,3 milliard de dollars et compte 28 bureaux dans le monde. Ses investisseurs partenaires sont des établissements financiers, des institutions financières de développement, des fonds de pension, des fonds souverains, des fonds de fonds, des fonds familiaux et des particuliers fortunés.

Le capital-investissement contribue-t-il au développement de l'Afrique ?

►►► à l'échelle régionale – ou au-delà. La gestion de leurs activités s'est donc complexifiée et ne peut plus être l'apanage d'un dirigeant ou propriétaire. Une bonne gouvernance se caractérise en particulier par une meilleure allocation des ressources, puisqu'elles sont mieux gérées. Les risques s'en trouvent donc diminués, l'entreprise a plus de facilité à se financer et accueille davantage d'investissements. Les gérants de fonds jouent un rôle vital dans la culture de gouvernance des sociétés en portefeuille. Ils sont un rouage essentiel du processus de création de valeur. Si la plupart des gérants de fonds comprennent l'importance d'une saine gouvernance, ce n'est pas toujours le cas. Les données empiriques des marchés émergents montrent que les investisseurs accordent une forte prime aux sociétés bien gouvernées, ce qui permet des valorisations de sortie plus élevées. Si les gérants de fonds s'intéressent particulièrement à la gouvernance, c'est parce qu'elle est indispensable à la création de valeur. Mais, bien entendu, la gouvernance ne peut, à elle seule, répondre à tous les défis. Les bonnes pratiques environnementales et sociales sont aussi indispensables pour bâtir des entreprises qui réussissent, pour diminuer les risques et réduire les passifs potentiels tout au long de la vie d'un investissement – jusqu'à la sortie.

#### LA BONNE GOUVERNANCE AU-DELÀ DES MOTS

Comme le précise Fred Robins dans *Corporate Governance* (2006), il ne suffit pas "de cocher des cases pour régler les dysfonctionnements fondamentaux d'un conseil d'administration dus à une expertise insuffisante des administrateurs, un conseil d'administration trop docile ou un président ou directeur général trop dominant. Il ne suffit pas de règles prescriptives pour qu'un conseil d'administration soit fonctionnel ; il faut un juste assemblage de personnalités, d'expertise, d'engagement et de leadership". Siéger au conseil d'administration de la société en portefeuille ou créer un sous-comité ne constitue pas en soi une amélioration. Les plus retentissants échecs en matière de gouvernance (WorldCom<sup>3</sup>, Enron<sup>4</sup> et Lehman Brothers) concernent tous des sociétés dotées de conseils d'administration organisés selon les bonnes règles de gouvernance.

Mais une bonne gouvernance implique aussi de prendre des mesures pour que l'entreprise gagne en efficience. À titre d'exemple, étant donné les risques inhérents à une banque, le conseil d'administration doit compter plusieurs sous-comités spécialisés pour évaluer et gérer chaque facteur de risque. N'étant pas confrontée au même

niveau de risques, une société de services généraliste n'aurait pas besoin du même degré de supervision. Il faut donc trouver le juste équilibre entre application pratique et efficacité. Travaillant avec de nombreuses entreprises de divers secteurs, les gérants de fonds sont bien placés pour savoir ce qui marche, compte tenu des spécificités de l'activité et des marchés. Lorsqu'une entreprise cherche à se développer, ils sont bien placés pour adapter les contrôles internes et les structures de gouvernance à la complexité de l'activité.

La bonne gouvernance nécessite de développer la culture et les capacités de l'entreprise. Il faut s'assurer que la direction applique toutes les bonnes règles de management et qu'une stratégie claire et concise est établie par le conseil d'administration et mise en œuvre par la direction. Les progrès doivent être suivis et mesurés à partir d'un ensemble de critères précis et approuvés. En effet, l'amélioration n'est rien si elle ne peut pas être mesurée en continu. De plus, les indicateurs de performance ne doivent pas se borner aux paramètres financiers. Pour diriger une entreprise et la mettre sur la bonne voie, le conseil d'administration doit veiller à ce que des procédures permettent de dégager une information fiable sur, par exemple, la pertinence des contrôles internes ou l'évaluation des risques encourus.

La complexité croissante de la gestion d'entreprise signifie qu'il faut une grande quantité de données pour assurer une information exacte en temps utile. Pour rester dans la course, les sociétés doivent améliorer leurs systèmes d'information de gestion et les aligner sur les objectifs de performance et de viabilité. Cela implique des coûts et requiert des compétences qui peuvent être hors de portée des entreprises de taille moyenne en Afrique. Les gérants de fonds peuvent alors mobiliser des ressources techniques dédiées pour pallier les manques éventuels des sociétés en portefeuille. Celles-ci accèdent alors à des solutions appropriées et économiquement avantageuses. ●

*“Les sociétés doivent améliorer leurs systèmes d'information de gestion et les aligner sur les objectifs de performance et de viabilité.”*

<sup>3</sup> Le 21 juillet 2002, le géant des télécommunications américain WorldCom s'est déclaré en faillite, à la suite de fraudes commises par la direction.

<sup>4</sup> Fin 2001, il a été révélé qu'Enron Corporation, une société américaine basée à Houston, était dans une situation financière désespérée, découlant en grande partie d'une fraude comptable institutionnalisée, dite du "scandale Enron".

# La vie avec un fonds, point de vue de l'entreprise

Entre la volonté d'ouvrir son capital et la sortie du fonds d'investissement, quatre années plus tard, la SOMDIAA décrypte pas à pas les quatre étapes d'une union de deux mondes. Comment cette entreprise familiale implantée en Afrique depuis plus de quarante ans a changé ses habitudes, s'est professionnalisée sous l'impulsion financière d'un actionnaire financier. Récit par son dirigeant.

**Alexandre Vilgrain**

Président-directeur général, SOMDIAA

C'est au début des années 2000 que naît la volonté d'ouvrir le capital de la SOMDIAA (Société d'organisation de management des industries alimentaires et agricoles) à des investisseurs extérieurs. Cette entreprise française, implantée en Afrique subsaharienne depuis plus de 40 ans, possède des participations majoritaires dans des complexes sucriers et des minoteries de blé. Particularité, la SOMDIAA est alors détenue par une seule famille.

L'enjeu, pour cet acteur important de l'industrie agro-alimentaire en Afrique - plus particulièrement en zone CEMAC<sup>1</sup> et UEMOA<sup>2</sup> - consiste, non seulement à renforcer ses fonds propres mais aussi à se donner les moyens de poursuivre son développement. Par ailleurs, la société doit améliorer son fonctionnement et s'ouvrir à d'autres méthodes de travail. De par son histoire (africaine, familiale...), l'entreprise a des difficultés à faire bouger les lignes, les habitudes... Elle compte beaucoup d'anciens collaborateurs qui travaillent depuis des décennies en Afrique. Sans volonté affichée, ils font preuve d'une certaine résistance au changement. L'arrivée de partenaires financiers vise aussi à lever les freins et briser les barrages.

La piste première ambitionnait d'introduire la société en Bourse. Mais c'est finalement à un fonds de capi-

tal-investissement que la SOMDIAA décide d'ouvrir son capital au début de l'année 2003. Cette expérience, qui s'est révélée enrichissante mais aussi assez traumatisante pour l'entreprise et ses dirigeants, peut se décrypter en quatre phases : celle des *due diligences*, la décision d'investir, la vie au quotidien avec un fonds et enfin la sortie.

## ACTE I : L'ÉLECTROCHOC DES DUE DILIGENCES

La première étape se révèle la plus importante. À l'occasion des *due diligences*, les investisseurs potentiels, le fonds en l'occurrence, déshabillent la société, la questionnent, effectuent la visite des sites industriels avec le management. C'est une période de remise en cause de la stratégie et de l'organisation de la société. Avec le recul, cette phase a été de loin la plus structurante.

En effet, les équipes et les dirigeants redécouvrent l'entreprise sous un autre angle, modifient et améliorent certaines pratiques, son approche et ses méthodes de travail. Plus encore, pour un groupe tel que la SOMDIAA, dont le capital est alors détenu à hauteur de 97 % par une seule famille, cette phase de *due diligence* a été le point de départ d'un réel changement de mentalité. Ceci vaut autant pour le siège parisien que pour les filiales. De par son histoire, l'entreprise éprouve des difficultés à entrer dans la modernité. Elle ronronne sous le poids des habitudes. D'anciens collaborateurs résistent aux changements. Le principal sujet de débat au sein de l'entreprise devient : pourquoi changer ? Le fonds va faire l'effet ▶▶▶

*“La phase de due diligence a été de loin la plus structurante.”*

<sup>1</sup> La Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC) est une organisation internationale regroupant le Cameroun, le Congo, le Gabon, la Guinée équatoriale, la République centrafricaine et le Tchad.

<sup>2</sup> L'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA) est une organisation qui a comme mission la réalisation de l'intégration économique des États membres (Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo), à travers le renforcement de la compétitivité des activités économiques dans le cadre d'un marché ouvert et concurrentiel et d'un environnement juridique rationalisé et harmonisé.



ALEXANDRE VILGRAIN

Dès 1979, Alexandre Vilgrain assume des responsabilités dans les filiales du groupe agro-industriel familial, en France, en Afrique et dans l'océan Indien. En Asie, il fonde puis introduit en Bourse un réseau de café-boulangerie à la française, Delifrance Asia. En 1995, il succède à son père comme président-directeur général de la SOMDIAA. Il exerce également divers mandats au sein d'autres sociétés, notamment celui de censeur au conseil d'administration de PROPARGO Il a été nommé à la présidence du Conseil français des investisseurs en Afrique (CIAN) en 2009.

Le capital-investissement contribue-t-il au développement de l'Afrique ?

►► d'un électrochoc salutaire. Les fonds d'investissement sont en effet composés d'équipes jeunes : ils conversent en anglais et évoluent dans un autre monde, celui de la finance internationale. Ils portent ainsi un regard nouveau sur la société, un regard libéré du poids de son histoire, de ses traditions, de ses gènes. Sans affect, professionnels, ils dissèquent l'entreprise, en bousculent les habitudes jusqu'au fin fond de l'Afrique. Leur approche financière se révèle alors très précieuse.

### DISCUSSIONS, ÉCHANGES, DÉBATS ET SURTOUT CHANGEMENTS

Cette démarche a professionnalisé beaucoup de pratiques qui se sont pérennisées, comme la mise en place d'un *reporting* régulier de la part de chaque filiale. La SOMDIAA éprouvait des difficultés à publier rapidement les résultats mensuels ainsi que le bilan semestriel.

“La présence d'un fonds constitue un des moyens pour professionnaliser les entreprises africaines.”

Se rendre dans les filiales avec les représentants du fonds d'investissement durant cette phase de *due diligence* a permis de faire expliquer par des personnes extérieures au Groupe que ces procédures étaient courantes dans beaucoup d'autres sociétés. Par défi et fierté, ces pratiques se sont mises en place. Elles perdurent aujourd'hui avec un suivi des résultats mensuels disponible au plus tard le 10 du mois suivant, et des bilans semestriels et annuels consolidés établis et audités dans des délais très courts.

De la même manière, le fonds d'investissement qui avait lui-même des engagements en termes de responsabilité sociale et environnementale (RSE) vis-à-vis de ses investisseurs, a soumis cette question à la direction. Là encore, les équipes du fonds ont instillé le changement et la professionnalisation pendant cette phase de *due diligence*. Depuis, les valeurs affichées par le groupe SOMDIAA sont désormais défendues au travers d'un réseau de fondations<sup>3</sup> dans chacun des pays où le Groupe opère. Ce réseau a pour mission d'optimiser les actions sociales et solidaires entreprises depuis des décennies et de gérer le financement des projets de développement. La première fondation a ainsi été créée au Tchad début mars 2010. Aujourd'hui, on en compte 8, réparties sur 6 pays (Cameroun, Centrafrique, Congo, Côte d'Ivoire, Gabon et Tchad). Il existe aussi un Comité d'hygiène et de sécurité collectif au travail (CHSCT) sur chaque site du Groupe.

D'un point de vue environnemental, le groupe SOMDIAA a mis en place une véritable politique sur la base de la norme 14001, afin de mieux maîtriser les rejets dans l'air, le sol et

l'eau, de diminuer les consommations de ressources (énergie et eau) et d'établir un plan réel de traitement des déchets des différentes filiales. Sur le même modèle, depuis 2002, les sucreries du Groupe<sup>4</sup> œuvrent pour une démarche qualité cohérente. Le système mis en place sur la base de la norme ISO 9001 vise à rechercher la qualité optimum pour chacun des produits destinés aussi bien aux clients industriels, artisans, commerçants ou particuliers/consommateurs finaux.

Toutes ces évolutions ont été rendues possibles par la présence d'un acteur financier extérieur qui pouvait faire passer des messages en ouvrant la société au monde et à la modernité.

### ACTE II : LA DÉCISION D'INVESTISSEMENT

Une fois la phase des *due diligences* terminée, suivent les ultimes négociations sur la valeur de l'entreprise. Cette étape apparaît comme la plus stressante et la plus violente pour le chef d'entreprise. La franchise et la transparence avec lesquelles il a répondu durant la période d'audit semble se retourner contre lui

Le fonds d'investissement n'est pas un actionnaire comme un autre. Ces jeunes cadres, au regard neuf et surtout financier, ne sont pas des entrepreneurs. Ils ne connaissent pas non plus le milieu de l'entreprise qu'ils réduisent à des chiffres. Le fonds d'investissement a clairement pour objectif de réaliser une “bonne affaire” à son entrée dans le capital de l'entreprise, alors même que le dirigeant est convaincu que la “bonne affaire”, c'est la sortie. Arrivée à ce point, l'équipe dirigeante ne souhaite pas forcément remettre en question tout le travail fourni, voire relancer tout le processus de *due diligence* avec un autre fonds. Et surtout l'argent est là !

Les négociations ont abouti à un accord sur le prix, ainsi qu'à un accord d'exclusivité avec le groupe SOMDIAA, pour les opportunités d'affaires dans les secteurs du sucre et de la farine sur le continent africain. Au-delà de l'apport d'argent, le Groupe compte s'appuyer sur le réseau du fonds pour accéder à d'autres opportunités de développement.

Enfin en termes d'image et de réputation dans le monde des affaires, l'entrée d'un actionnaire dans le capital de SOMDIAA était une bonne chose. Beaucoup de banques ne pensaient pas que le Groupe puisse lever des fonds. Là aussi, c'est un sentiment de fierté qui a animé les équipes.

<sup>3</sup> Chaque fondation du groupe SOMDIAA est financée par une filiale qui délègue ainsi toutes les actions qui ne sont pas liées à l'exploitation industrielle et agricole du groupe.

<sup>4</sup> Compagnie sucrière du Tchad (CST), Société sucrière du Cameroun (SOSU-CAM), Société agricole de raffinage industriel du sucre (SARIS Congo), SUCAF Côte d'Ivoire, SUCAF Gabon et SUCAF RCA.

### ACTE III : LA VIE AVEC UN FONDS D'INVESTISSEMENT

Le moment le plus important pour le fonds, dans la vie de l'entreprise, reste celui du budget et des résultats. Il s'agit pour lui de veiller à ce que son investissement soit rentable. Représenté au conseil d'administration, le fonds garde aussi un œil sur la stratégie globale du Groupe. Sinon, il se comporte globalement comme un actionnaire financier laissant l'équipe dirigeante faire son travail. Une situation très confortable pour le chef d'entre-

*“La sortie est vécue comme un divorce par les dirigeants.”*

prise. Ce mariage entre le monde entrepreneurial et financier n'a donné lieu à aucune friction ni généré de problèmes particuliers.

En revanche cette posture en retrait demeure assez décevante par rapport à la démarche intrusive de la phase de due diligence. De son côté, la SOMDIAA met en place, pendant cette période, tout ce qui a été décidé au cours des *due diligences* : la politique RSE, le *reporting*.

Vivre avec un fonds d'investissement au capital ne se résume pas seulement à cela. Ce geste très fort, aussi bien vis-à-vis de l'interne que de l'externe, introduit un nouvel interlocuteur derrière lequel s'abrite la direction pour faire évoluer les pratiques. Ce qui est essentiel dans les zones où opère la SOMDIAA. En Afrique subsaharienne, le Groupe dispose généralement de deux interlocuteurs : d'un côté les salariés, de l'autre l'État. Le fait de disposer d'un partenaire “financier” a adressé un message fort aux partenaires africains, généralement les États, facilitant et améliorant les relations de la société avec eux, et surtout les structurant. La présence d'un fonds constitue un des moyens pour professionnaliser les entreprises africaines et les faire entrer dans la modernité. Tout ce qui a été mis en place avec le fonds, s'est poursuivi et perdure aujourd'hui.

### ACTE IV : LA SORTIE DU FONDS D'INVESTISSEMENT

Pour un entrepreneur, la sortie du fonds n'est jamais le bon moment. Elle intervient trop tôt ou trop tard. Surtout, lorsque le fonds a pris sa décision, celle-ci est irrévocable : une fois la volonté de sortir affirmée, tout est mis en oeuvre pour se désengager. Et la décision est vite prise. La sortie n'est aucunement codifiée et la date d'application pas connue à l'avance. Tout ce qui a été dit sur la stratégie à long terme lors des *due diligences*, au cours des conseils d'administration, n'existe plus. Une seule chose compte : sortir... Une sortie qui s'est avérée difficile et très stressante pour la SOMDIAA. Une fois que la sortie du fonds est effective (fin 2007), la société n'existe déjà plus pour lui. La page est tournée... sans états d'âmes. Plus globalement, la

sortie est vécue comme un divorce par les dirigeants. Un divorce de mentalité d'abord. La direction – l'entrepreneur – prend conscience que le fonds est uniquement là pour réaliser une plus value – la meilleure possible –, et en aucun cas pour que l'entreprise se porte bien. Le fonds a atteint son but : il est sorti au bout de quatre ans en doublant sa mise. Cette donnée psychologique revêt une réelle importance, souvent ignorée. Elle constitue une sorte de traumatisme qui a secoué toutes les équipes. Avec le temps, le fonds et ses collaborateurs deviennent en quelque sorte membre du Groupe et de la famille et du jour au lendemain, plus aucun contact ! Comme si l'aventure, car il s'agit bien d'une aventure, n'avait plus d'intérêt.

Après la sortie du fonds, les choix stratégiques s'en retrouvent-ils changés pour autant ? Il est clair qu'à partir du moment où une entreprise fait appel à un fonds d'investissement, sa nature même change ; surtout dans le cas d'une entreprise familiale. Bien entendu, à la sortie du fonds, l'entreprise n'a théoriquement plus la même taille, ce qui était le cas de la SOMDIAA. Elle ne fonctionne plus de la même façon non plus, ce qui est également le cas pour la SOMDIAA. La vie de l'entreprise s'en trouve donc incroyablement modifiée et les choix stratégiques futurs le sont aussi, par nature. Si le départ du fonds s'est révélé quelque peu traumatisant, au bout d'un an, les affaires ont repris le dessus. Pour une entreprise familiale qui opère dans une zone géographique pas toujours simple, c'est une expérience à vivre, à condition d'y mettre le moins d'affect possible et davantage de professionnalisme. L'union des deux mondes est possible, en gardant toujours à l'esprit que ce sont bien deux mondes aux antipodes l'un de l'autre. D'un côté le fonds vise à réaliser une plus value significative, et l'entreprise utilise l'argent investi par le fonds comme un levier pour son développement. Si on s'en tient à cela, l'opération est gagnante pour les deux parties. ●

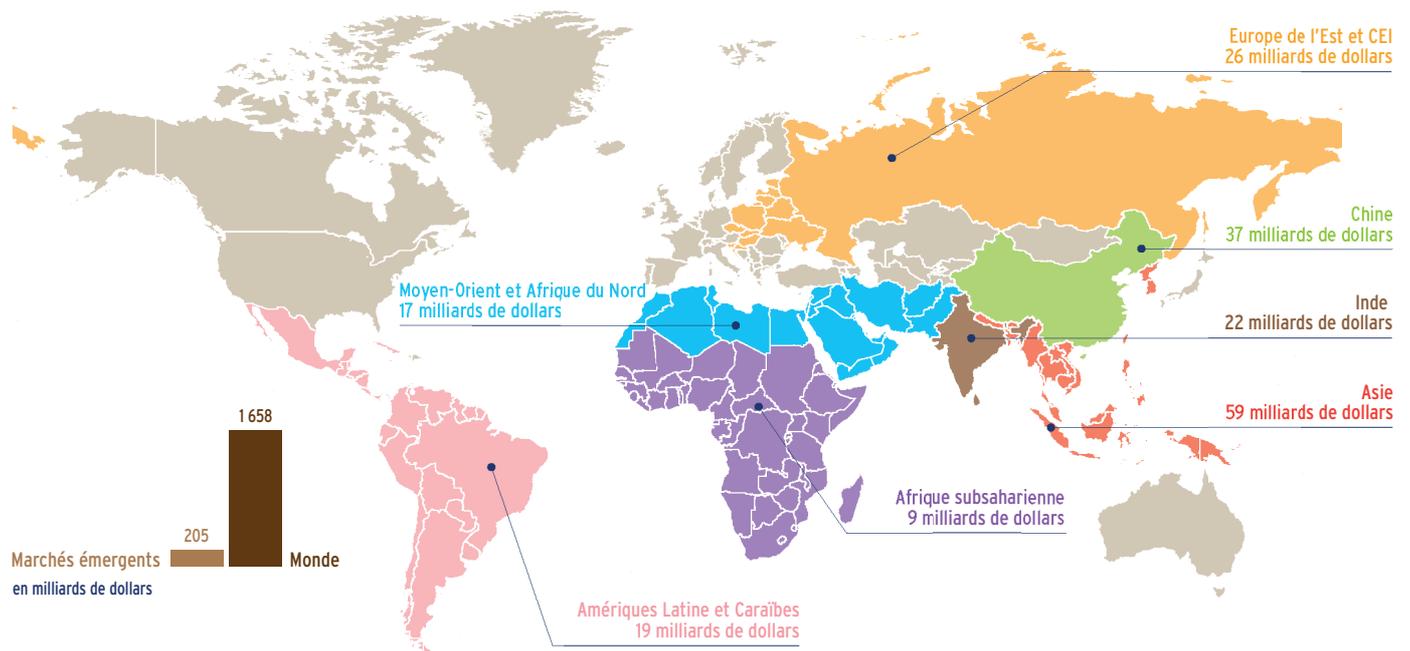
## REPÈRES

Présente depuis plus de 40 ans en Afrique, la SOMDIAA (Société d'organisation et de management des industries agricoles) est une société holding de prestations de services à l'industrie agro-alimentaire africaine. Elle pèse 400 millions d'euros de chiffres d'affaires et emploie 20 000 personnes. Cet acteur économique majeur en Afrique (Cameroun, Congo, Côte d'Ivoire, Gabon, République Centrafricaine et Tchad) développe principalement ses activités dans les filières sucre, blé, alimentation animale et élevage avicole.

Le capital-investissement contribue-t-il au développement de l'Afrique ?

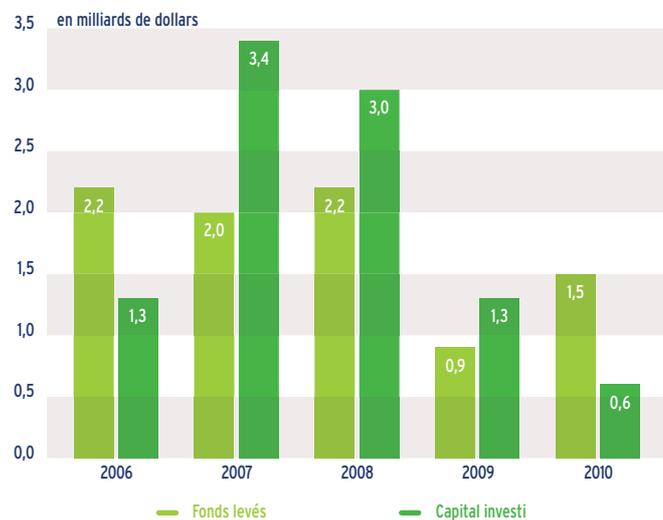
Si le capital-investissement s'est développé au cours des dernières années à un rythme très rapide en Afrique subsaharienne, sa dimension reste encore modeste par rapport aux autres marchés émergents. Trop concentré sur quelques pays et les secteurs traditionnellement les plus dynamiques, la diversification des investissements pourrait permettre de répondre à la croissance africaine et aux besoins de financement des petites et moyennes entreprises.

## Levée de fonds en capital-investissement dans les marchés émergents, 2006 – 2010



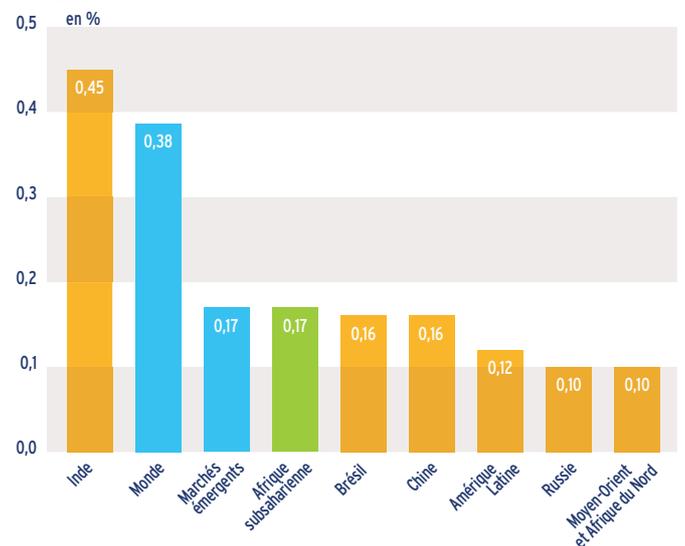
Nota bene : CEI : Communauté des États indépendants ; Asie : sauf le Japon, l'Australie et la Nouvelle-Zélande  
 Source : EMPEA/ PROPARCO-Secteur Privé & Développement, 2011

### Fonds levés et capital investi en Afrique subsaharienne



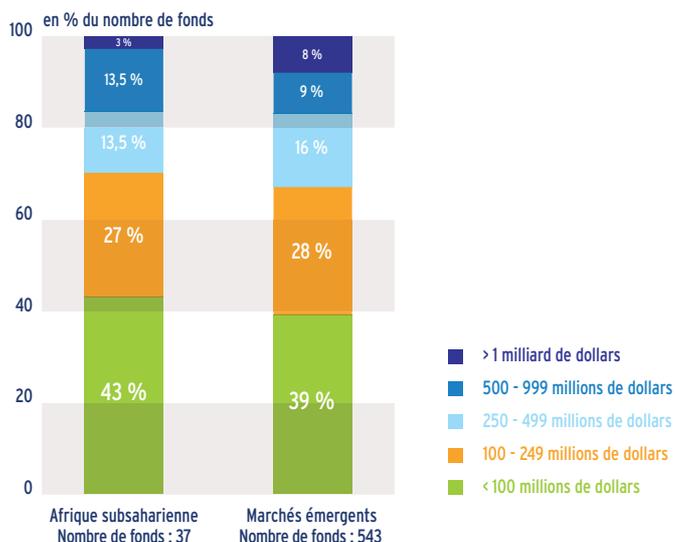
Source : EMPEA, 2011

### Opérations de capital-investissement en pourcentage du PIB, 2008 – 2010



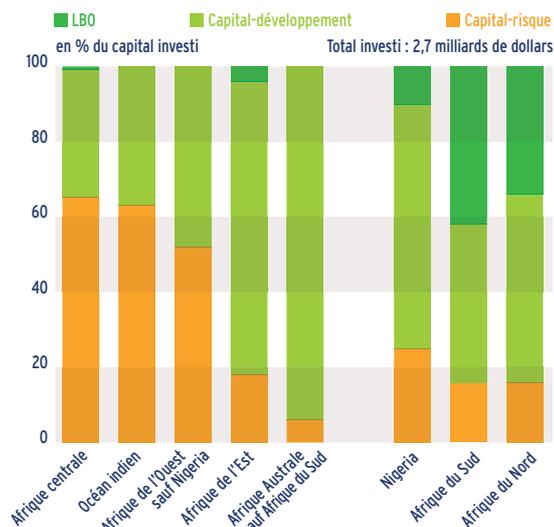
Source : EMPEA, 2011

### Distribution de la taille des fonds levés entre 2006 et 2010



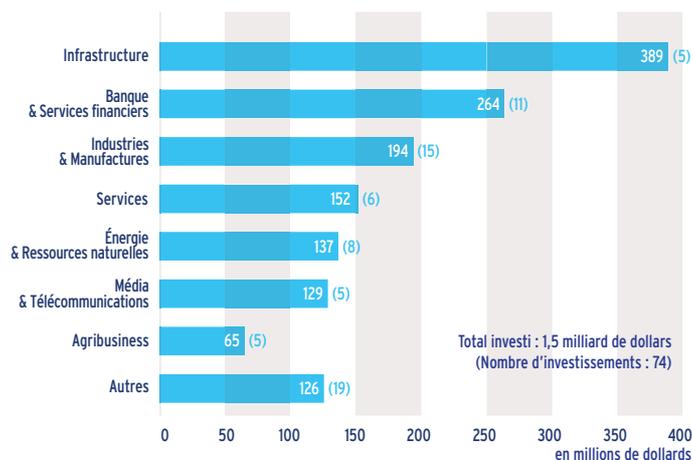
Source : EMPEA, 2011

### Stades d'intervention des fonds par zone géographique, 2007



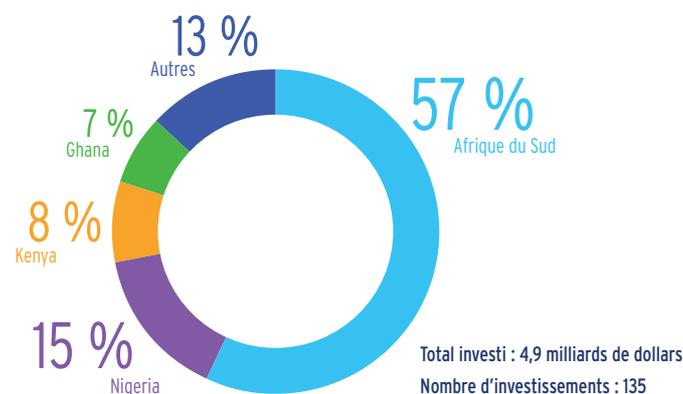
Source : Geiss R., Hajdenberg J., Renchon M. L'Afrique, terre d'investissement : le private equity en Afrique, réussites et nouveaux défis. CAPAfric 2008.

### Répartition sectorielle du capital investi en Afrique subsaharienne, 2009-2010



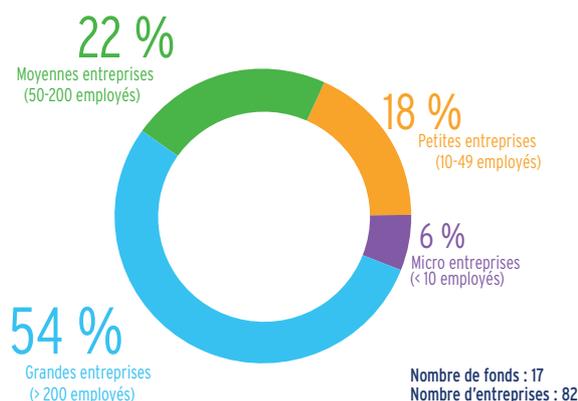
Source : EMPEA, 2011

### Répartition géographique du capital investi en Afrique subsaharienne, 2008 - 2010



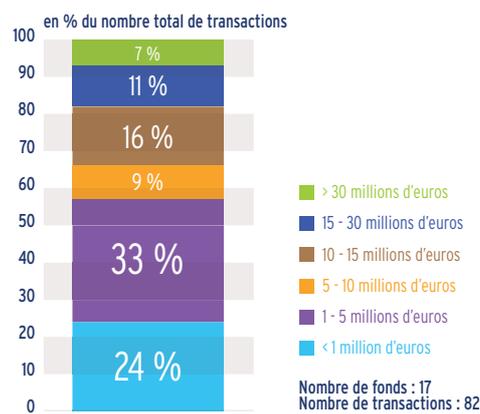
Source : EMPEA, 2011

### Taille des entreprises investies par les fonds du portefeuille de PROPARGO, 2004 - 2010



Source : PROPARGO - Secteur Privé & Développement, 2011

### Taille des transactions réalisées par les fonds du portefeuille de PROPARGO, 2004 - 2010



Source : PROPARGO - Secteur Privé & Développement, 2011

# Le défi de la transparence pour le capital-investissement

*L'implantation offshore de fonds d'investissement leur permet de bénéficier de conditions avantageuses pour investir en Afrique. Si leurs interventions entraînent une dynamique économique, la quête d'une rentabilité à court terme, l'opacité et l'évasion fiscale ne participent pas à l'essor du continent. Un meilleur contrôle fiscal, la transparence et la traçabilité des fonds aideront le capital-investissement à devenir pleinement acteur du développement africain.*

**François d'Aubert**

*Délégué général à la lutte contre les paradis fiscaux*

Depuis le début des années 2000, en ligne avec le "consensus de Washington"<sup>1</sup>, une dynamique d'investissement privé (direct et de portefeuille) se développe en Afrique. Avec un stock en 2010 d'environ 150 milliards de dollars d'actifs, elle prend peu à peu le relai des Institutions financières internationales. Les capitaux sont principalement américains, français et britanniques, mais les investissements chinois, indiens, ceux des pays du Golfe et intraafricains (Afrique du Sud, Libye) progressent rapidement. Les investissements des multinationales dans les pays pétroliers et miniers se taillent toujours la part du lion. Mais une certaine diversification joue également en faveur de pays non miniers de l'Afrique subsaharienne, profite à certaines petites et moyennes entreprises (PME) locales. Sectoriellement, elle concerne les télécommunications, des infrastructures de transports, du textile, de l'agriculture, du tourisme et de l'hôtellerie et, *last but not least*, des services financiers. Les experts attendent un flux d'investissement en Afrique avoisinant les 150 milliards de dollars en 2015, l'essentiel (80 %) restant concentré sur les secteurs des mines et des métaux, du pétrole et du gaz et sur l'exploration des ressources naturelles, portés par la puissante demande



FRANÇOIS D'AUBERT

Magistrat à la Cour des comptes, ancien député, ministre du Budget et de la Recherche, ancien maire de Laval (Mayenne, France) et président de la Cité des sciences et de l'industrie, François d'Aubert est depuis septembre 2009 délégué général à la lutte contre les paradis fiscaux et président du groupe d'examen par les pairs du Forum mondial sur la transparence et l'échange de renseignements chargé de lutter contre la fraude fiscale en coopération avec l'OCDE.

chinoise en matières premières. Le tourisme et à l'hôtellerie en accueilleraient 15 %, tandis que les secteurs aussi importants que les infrastructures et l'industrie pourraient n'acquiescer que 4 % chacun.

## LES MONTAGES FISCAUX ET JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LES CAPITAL-INVESTISSEURS

Cette esquisse d'un nouveau modèle politico-économique pour les pays en développement réserve une place de choix au capital-investissement, attiré par l'Afrique tant par des perspectives positives de croissance des économies que par la rentabilité des projets – supérieures à celles d'autres régions du monde, à l'exception de l'Asie et des pays émergents. La gamme des fonds, des investisseurs et des opérateurs intéressés par le continent s'élargit et se diversifie, contribuant à ce que certains pays comme l'Égypte, le Nigeria, le Kenya accèdent au "statut" de "pays émergents", ce qui est déjà le cas pour l'Afrique du Sud. La sélectivité est de rigueur chez les investisseurs : l'instabilité politique et gouvernementale, les faibles conditions de sécurité, la guerre dans certaines zones ou le manque d'infrastructures de transport peuvent être des facteurs discriminants qui pénalisent des pays à riche potentiel minier. C'est le cas par exemple de la République démocratique du Congo et de quelques autres. D'autres facteurs négatifs comme la corruption sont souvent dénoncés, mais ne découragent que rarement d'éventuels investisseurs. Les diverses incitations fis-

*"Les stratégies des fonds sont souvent axées sur la recherche d'une rentabilité très élevée, en contrepartie d'une prise de risque pas toujours maîtrisée."*

<sup>1</sup> Le "consensus de Washington" est un ensemble de mesures standard appliquées aux économies mises en difficulté par leur dette, conçu par la Banque mondiale et le Fonds monétaire international, qui prône, entre autres, la libéralisation financière, des échanges, la dérégulation des marchés, la privatisation des entreprises publiques.

cales et exemptions favorables au capital-investissement, mises en place dans le cadre du *tax consensus* du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale par de nombreux gouvernements africains, sont évaluées positivement par les opérateurs. Néanmoins, leurs conditions d'attribution sont généralement d'une opacité qui nuit à l'instauration d'un climat de confiance. Quoi qu'il en soit, elles permettent aux gestionnaires de fonds de tenir plus facilement des promesses de retour sur investissement ambitieuses – souvent plus de 25 %.

Ces fonds agissent très souvent *via* des entités juridiques enregistrées à l'Île Maurice, aux Îles Caïmans, aux Îles Vierges britanniques, aux Bermudes ou à partir des centres financiers *offshore*<sup>2</sup> où ils sont implantés (Suisse, Royaume-Uni, Singapour, Luxembourg, Delaware aux États-Unis). Cette situation est très avantageuse pour eux grâce aux diverses exonérations fiscales, notamment sur les gains en capital et les plus-values. Ces juridictions offrent en outre la possibilité de conserver les ressources des fonds en monnaies convertibles fortes. Alors que la plupart des pays d'Afrique subsaharienne ont des monnaies non convertibles et des législations n'autorisant pas l'*offshore*, elles permettent aussi une meilleure couverture des risques pesant sur les monnaies et les transactions et, en principe, de garder sous contrôle la valeur réelle des actifs financiers.

#### OPACITÉ ET ÉVASION FISCALE

Si les investisseurs peuvent y trouver leur compte, ce n'est probablement pas tout à fait le cas pour les pays. Certes, le capital-investissement joue un rôle positif en favorisant la création d'entreprises et l'émergence de nouveaux projets ; il apporte des capitaux à des entreprises existantes pour leur développement, contribue à animer des marchés financiers émergents et à créer et moderniser des infrastructures. Mais les conditions d'exploitation de certaines mines ou des domaines agricoles dans lesquels des fonds investissent suscitent aussi des critiques portant sur le non-respect des impératifs sociaux de base et des normes environnementales minimales.

Si l'intervention de plus en plus active des fonds de capital-investissement suscite une dynamique de croissance qui peut créer des emplois et de la richesse dans les pays africains qu'ils ciblent, elle soulève aussi au moins trois types de difficultés. Tout d'abord, leurs stratégies sont souvent axées sur la recherche d'une rentabilité très éle-

vée, en contrepartie d'une prise de risque pas toujours maîtrisée ; les conséquences peuvent se révéler désastreuses pour le pays d'accueil : abandon définitif d'un projet, faillite, disparition des débiteurs, surcoûts, fraudes, etc. Les participations récentes de *hedge funds*<sup>3</sup> et de fonds spéculatifs dans des véhicules d'investissement panafricain (avec des levées de capitaux de plusieurs centaines de millions de dollars) montrent

que la recherche de forts rendements à court terme influence fortement la stratégie fiscale et financière des investisseurs et des gestionnaires de fonds. Des fonds de capital-investissement peuvent donc être tentés de prendre le contrôle d'une société locale dans le seul but de réaliser un profit rapide, favorisé par une fiscalité qui facilite les distributions et réductions de capital durant les premières années. Pourtant, les entreprises locales ont généralement besoin d'accéder à des capitaux à long terme et de pouvoir compter sur un actionariat stable. L'Afrique a souvent attiré la spéculation financière, en particulier pour le secteur minier ; il serait souhaitable que l'arrivée du capital-investissement dans d'autres secteurs n'aboutisse pas à un résultat similaire.

L'opacité du capital-investissement non régulé est une autre source de difficulté. Elle passe par l'utilisation intense des juridictions et de centres financiers *offshore* où les fonds, outre les facilités fiscales dont ils bénéficient ou qu'ils organisent, échappent pour une large part à la régulation financière et aux normes prudentielles. Ils sont des acteurs importants du *shadow banking*<sup>4</sup> dont les paradis fiscaux sont les territoires favorisés. Les fonds immatriculés dans des paradis fiscaux n'ont guère d'obligation de transparence et d'information vis-à-vis du marché ou de l'autorité de régulation, s'agissant de l'identité de leurs propriétaires ou de leurs créanciers, de la modification de la répartition de leur capital, de leurs comptes, du niveau de leur endettement, de leurs stratégies ou de leurs résultats. L'opacité concerne aussi l'endette- ▶▶▶

*“L'Afrique a souvent attiré la spéculation financière, en particulier pour le secteur minier ; il serait souhaitable que l'arrivée du capital-investissement dans d'autres secteurs n'aboutisse pas à un résultat similaire.”*

<sup>2</sup> Le terme *offshore* est utilisé pour désigner la création d'une entité juridique dans un autre pays que celui où se déroule l'activité, afin d'optimiser la fiscalité (paradis fiscal) ou la gestion financière des capitaux.

<sup>3</sup> Les *hedge funds* se sont très fortement développés à partir du milieu des années 1990. Ces fonds, qui attirent des investisseurs fortunés, pratiquent la gestion active de portefeuille. C'est un métier peu régulé : les *hedge funds* se développent dans les zones dites “*offshore*”.

<sup>4</sup> Le *shadow banking* est une activité de banque, menée par des entités qui ne reçoivent pas de dépôts et, à ce titre, ne sont pas régulées en tant que banques.

Le capital-investissement contribue-t-il au développement de l'Afrique ?

►►► ment *offshore* des nouvelles entités, encouragé par les possibilités de déductions d'intérêts et soumis à aucun contrôle externe. Utiliser l'opacité juridique et financière de certaines juridictions non coopératives peut se révéler pratique pour des investisseurs ou des opérateurs en quête de discrétion pour des raisons politiques – qu'ils soient l'émanation de fonds souverains ou les instruments d'une prise de contrôle de gisements de matières premières. Mais ils peuvent être aussi des paravents d'intérêts mafieux ou d'escrocs, qui cherchent à diversifier géographiquement et sectoriellement leurs placements, profitant du besoin en capitaux nouveaux des pays d'accueil pour blanchir de l'argent sale.

Le troisième type de critiques porte sur l'évasion fiscale, au cœur du système, avec des montages d'optimisation fiscale souvent agressifs combinant les exemptions dans les

“Il est prioritaire de lutter contre l'évasion fiscale, dont les principales victimes sont les finances publiques de la plupart des pays en développement de l'Afrique subsaharienne.”

pays d'accueil avec celles proposées par des juridictions non coopératives interposées. Les manipulations de prix de transfert sur les exportations (notamment de matières premières), qui font intervenir un ou plusieurs paradis fiscaux entre le pays exportateur et le véritable importateur, sont l'une des sources principales de minoration des bases fiscales

locales. Cette évasion fiscale est également favorisée par les dispositifs de déduction des intérêts d'emprunts : profitant depuis longtemps aux firmes multinationales dans le secteur des mines et dans le *trading*, elles sont des atouts plus stratégiques encore pour les sociétés financées par le capital-investissement avec effet de levier<sup>5</sup> élevé. L'ensemble contribue tout naturellement à miner les bases fiscales des pays d'accueil, affaiblir les retombées fiscales locales des investissements et à inciter les autorités locales à se “rattraper” sur des systèmes de recette parallèles. Ce sont au final plusieurs dizaines de milliards de dollars qui quittent les pays en développement. Plus que le montant de l'aide internationale.

### AMÉLIORER L'IMPACT DES FLUX D'INVESTISSEMENTS EXTÉRIEURS

La crise révèle un fort besoin de régulation financière et prudentielle à laquelle les écosystèmes financiers liés à l'Afrique ne doivent pas être soustraits. Réduire le champ des territoires et produits financiers non régulés et la dépendance par rapport à l'*offshore banking*<sup>6</sup> rendrait moins attrayant le détour virtuel des investissements des fonds par les

paradis fiscaux et limiterait les conséquences négatives des effets de levier excessifs et des placements en produits dérivés.

Les institutions financières internationales devraient également s'engager à ne pas apporter leur expertise ou leur soutien à des projets de fonds de capital-investissement transitant par des *juridictions non coopératives*<sup>7</sup>. Pour cela, elles peuvent se référer aux critères, recommandations ou standards de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), du Groupe d'action financière<sup>8</sup> (GAFI) et du Conseil de stabilité financière<sup>9</sup> (*Financial Stability Board* - FSB).

Il est prioritaire de lutter contre l'évasion fiscale, dont les principales victimes sont les finances publiques de la plupart des pays en développement de l'Afrique subsaharienne. Cela passe par la lutte contre les sorties illicites de capitaux des pays d'accueil. Elles sont souvent le résultat d'une corruption endémique, de contrôles des changes contournés et de rapatriements frauduleux d'intérêts et de dividendes (liés notamment à des opérations de capital-investissement) vers des paradis fiscaux.

L'arrivée du capital-investissement ne doit pas occulter la nécessité d'un partage plus équitable des revenus entre les investisseurs et les États, dans un cadre législatif et fiscal équilibré, accueillant pour les investisseurs et préservant les intérêts des communautés locales et des États. Ceux-ci devraient au moins prévoir, à l'instar de certains pays émergents, que les transactions concernant les biens mobiliers et immobiliers dans une opération d'investissement (achats, ventes, plus-values) soient taxables dans leur lieu de situation et non dans le lieu de domiciliation de la société porteuse. Il s'agit plus généralement de lutter contre les schémas d'optimisations agressives visant à minorer artificiellement les bases fiscales locales et à réduire les prélèvements pour localiser un maximum de bénéficiaires dans des paradis fiscaux où ils sont exonérés d'impôts.

Il faut aussi rendre la transparence fiscale

<sup>5</sup> La recherche de l'effet de levier (*leverage* en anglais) consiste à emprunter des liquidités pour augmenter la taille effective du portefeuille (constitué au départ seulement des fonds apportés par les investisseurs).

<sup>6</sup> La gamme de services offerte en toute confidentialité par les banques *offshore* comprend l'ensemble des dépôts, les transferts, les facilités de crédit, la gestion des investissements.

<sup>7</sup> Les juridictions non coopératives sont les territoires qui n'appliquent pas les standards agréés au niveau international en termes de transparence et d'échange de renseignements fiscaux et financiers.

<sup>8</sup> Le Groupe d'action financière est un organisme intergouvernemental qui a pour mission de développer et de promouvoir des politiques nationales et internationales de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

<sup>9</sup> Le Conseil de stabilité financière est un groupe économique informel créé lors de la réunion du G20 à Londres en avril 2009. Ses objectifs relèvent de la coopération dans le domaine de la supervision et de la surveillance des institutions financières.

obligatoire, notamment pour éviter la fixation de prix de transfert abusifs ; les sommes versées par les compagnies minières, les recettes touchées par les gouvernements et les dépenses réalisées doivent être publiées. En outre, la relation fiscale entre le pays d'accueil de l'investissement et le centre *offshore* doit se fonder sur des règles équitables et des conventions d'échange d'informations à but fiscal conformes au standard de l'OCDE. Il doit en être de même pour la relation existant entre le centre *offshore* et le pays de l'investisseur. Il est souhaitable que le réseau de conventions fiscales, qui s'est considérablement densifié depuis deux ans avec les centres *offshore*, soit renforcé par de nouvelles conventions. Elles doivent pré-

*“Seuls cinq États africains (...) sont aujourd'hui membres du Forum mondial sur la transparence et l'échange de renseignements à des fins fiscales de l'OCDE.”*

voir l'échange d'information à but fiscal au standard OCDE et doivent être conclues entre les centres *offshore* et les pays africains accueillant des investissements extérieurs. Seuls cinq États africains (Afrique du Sud, Botswana, Ghana, Île Maurice, Seychelles) sont aujourd'hui

membres du Forum mondial sur la transparence et l'échange de renseignements à des fins fiscales de l'OCDE<sup>10</sup>. De plus, un certain nombre de centres *offshore* servant de plaque tournante pour des investissements en Afrique (les Îles Vierges britanniques ou Hong Kong par exemple) ne disposent pas toujours des conventions bilatérales pertinentes qui permettraient un échange de renseignements effectif avec des États de l'Afrique subsaharienne.

Les pays d'accueil des investissements doivent se doter de bases fiscales solides. C'est un impératif pour de nombreux États africains. Que ce soit au titre de l'impôt sur les sociétés ou sur les gains en capital sur des entreprises dans lesquelles investissent des fonds, les États devraient mettre en place des dispositifs d'assiette, de collecte et de contrôle fiscal et mieux encadrer les diverses exonérations fiscales conclues entre les autorités et les opérateurs. Ceci suppose également l'acquisition d'une expertise fiscale.

### **L'IMPÉRATIF DE TRANSPARENCE ET DE TRAÇABILITÉ**

L'utilisation par les fonds d'investissements basés dans des centres *offshore* pour investir dans des projets et des entreprises en Afrique participe à l'opacité qui touche les circuits financiers mondiaux. Instaurer davantage de transparence est un impératif éthique et de bonne gouvernance. Mais c'est

aussi la première condition pour que le flux de capitaux extérieurs vers l'Afrique bénéficie réellement au développement des pays sans pour autant démotiver les opérateurs. Cette exigence de transparence concerne tous les acteurs publics de l'investissement : à la fois les États qui accueillent les investissements et les centres financiers *offshore* qui souvent les portent. La communauté internationale attend d'eux – en particulier ceux touchés par le trafic de drogue – qu'ils se mettent rapidement en conformité avec les recommandations du GAFI en ce qui concerne la lutte contre le blanchiment d'argent. Il s'agit d'éviter toute pollution du capital-investissement. Transparence aussi pour les opérateurs, les investisseurs et les bénéficiaires réels – dont l'identité doit être connue des autorités fiscales (dans le cadre des pays adhérents au standard de l'OCDE) et des organismes dédiés à la lutte contre le blanchiment.

Des initiatives pour plus de transparence dans le secteur minier et pétrolier sont également attendues, les entreprises s'engageant à publier leurs résultats pays par pays, les impôts qu'elles payent sur place (notamment l'impôt sur les bénéfices), les dividendes versés par une filiale. L'implication internationale croissante vise à favoriser les bonnes pratiques de gouvernance à l'image de l'Initiative pour la transparence dans les industries extractives (ITIE)<sup>11</sup>, principal outil utilisé ces dernières années pour promouvoir dans les pays producteurs une meilleure gouvernance des revenus tirés de l'exploitation des ressources naturelles. Pour promouvoir le développement durable du secteur – à la fois économique, social et environnemental –, l'Afrique doit mettre en place des pratiques de bonne gouvernance au niveau national, régional, voire international. ●

<sup>10</sup> Depuis 2000, le Forum mondial sur la transparence et l'échange de renseignements à des fins fiscales, au sein duquel travaillent plus de 90 juridictions, est chargé de la surveillance et de l'examen de la mise en œuvre des standards en matière de transparence et d'échange de renseignements en matière fiscale.

<sup>11</sup> L'ITIE est une coalition d'États, d'entreprises, de groupes de la société civile, d'investisseurs et d'organisations internationales.

# Private equity et PME : un instrument de croissance

*La stabilisation de la croissance africaine – réelle mais fragile – repose en partie sur le dynamisme des PME, peu soutenues par le capital-investissement. On peut remédier au défi de la rentabilité des fonds PME en s'appuyant sur des équipes locales, ou en développant de nouveaux modèles soutenus par des instruments de politiques publiques.*

**Jean-Michel Severino**

Président de Investisseur & Partenaire pour le Développement

On l'entend partout : l'Afrique s'est remise en marche. Son temps est arrivé. Les taux de croissance en témoignent, les prévisions impressionnantes s'accroissent. L'essor démographique couplé à la hausse des PIB doit propulser le continent, vers 2050, aux niveaux de valeur économique absolue de la Chine d'aujourd'hui. On entend presque la suite : le développement est arrivé, l'aide peut être repliée, et la cause entendue – l'Afrique doit devenir la terre du secteur privé. Une grande partie de ce récit est exacte ; le redressement des taux de croissance permet d'espérer une renaissance. Une classe moyenne émerge. La société civile se transforme et porte des valeurs de plus en plus démocratiques.

Mais cette croissance est aussi fragile que mal répartie car de grands défis subsistent et des pans entiers de la population africaine ne bénéficient pas de cet essor.

## UN TISSU DE PME RESPONSABLES POUR UNE CROISSANCE PÉRENNE

La pérennité de la croissance africaine repose en partie sur la promotion des petites et moyennes entreprises (PME) responsables, qui sont créatrices d'emplois et de développement économique local. Bien sûr, encore faut-il que les PME favorisent réellement un développement durable ; l'enjeu environnemental est particulièrement essentiel. Elles sont en effet souvent

moins aptes à supporter les coûts liés à la gestion des impacts environnementaux et leurs pratiques sociales peuvent se révéler moins favorables que celles de grands groupes.

Quoi qu'il en soit, le rôle des PME est régulièrement célébré et leur développement figure parmi tous les objectifs officiels des coopérations bilatérales ou multilatérales.

Les dispositifs de soutien aux PME sont pourtant timides en volume et limités à quelques instruments : d'un côté des programmes publics d'assistance technique, de l'autre des instruments de refinancement ou de garantie offerts aux banques primaires. Ces instruments sont importants, et doivent être renforcés. Toutefois, aussi convaincants soient-ils, ils ne permettent pas de traiter le problème endémique du financement des fonds propres des PME.

Celui-ci est si bien connu, et depuis si longtemps, qu'il bénéficie d'instruments spécifiques de soutien public mis en place par la plupart des pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) au bénéfice de leurs propres PME. Ces dernières sont, dans une grande majorité des cas, en situation de tension aigüe en ce qui concerne leurs fonds propres : elles peuvent être asphyxiées par leur croissance, limitées par les capacités financières de leurs propriétaires, ou interdites *de facto* d'accès au financement externe de haut de bilan qu'apporte typiquement l'industrie du capital-investissement, "private-equity". Il existe par exemple en France des dispositifs de soutien à l'innovation (FIP<sup>1</sup>), aux PME locales (FCPI<sup>2</sup>) – le tout adossé sur de la dépense fiscale. Par ailleurs, les interventions du groupe OSÉO<sup>3</sup> en quasi fonds propres et dettes, appuyé par d'importants volumes budgétaires, sont

*“La pérennité de la croissance africaine repose en partie sur la promotion des petites et moyennes entreprises.”*



JEAN-MICHEL SEVERINO

Jean-Michel Severino est président de Investisseur et Partenaire pour le Développement (I&P). De 2001 à 2010, il fut directeur général de l'Agence Française de Développement (AFD). Inspecteur des finances, Jean-Michel Severino a aussi été directeur du développement au ministère français de la Coopération. Il a en outre travaillé à la Banque mondiale, tout d'abord en tant que directeur pour l'Europe Centrale, puis en tant que vice-président pour l'Asie.

facilitées par la cotation triple A dont bénéficie cet établissement financier du fait de son statut public.

En Afrique, l'essor considérable du capital-investissement n'a pas bénéficié aux PME. Les fonds internationaux ou continentaux se sont centrés pour l'essentiel sur les secteurs des télécommunications, des grandes infrastructures (pour l'essentiel l'énergie) et se sont dirigés vers les pays les plus mûrs, au nord du continent et en Afrique du Sud. Le phénomène est encore plus marqué pour les PME de petite taille (employant moins de 100 salariés). Il est démultiplié dès qu'il s'agit des *start up*, ou des jeunes entreprises de moins de cinq ans – dont le rôle dans le dynamisme économique est pourtant fondamental. Ce sont sur ces PME que le développement va se concentrer : elles sont l'avenir du moteur de croissance africain, son dispositif d'allumage central. Pourtant, elles sont totalement délaissées.

## FAIRE ÉVOLUER

### LA RENTABILITÉ DES INVESTISSEMENTS

La faiblesse des niveaux d'épargne, les défaillances du tissu bancaire et les limites des entrepreneurs eux-mêmes démultiplient en Afrique les difficultés d'accès aux fonds propres que connaissent les PME dans d'autres régions du monde. Il en va de même pour l'accès aux fonds de capital-investissement. On pourrait penser que le désintérêt des fonds d'investissement pour les petites entreprises vient de leur moindre rentabilité, comparée à celle des grands groupes. Cependant, ce ne sont ni la sinistralité ni la rentabilité qui différencient fondamentalement les performances potentielles des instruments consacrés aux grandes entreprises ou aux PME. Ce sont les coûts de gestion. En Afrique, les coûts d'approche et de gestion, rapportés aux montants unitaires des transactions, sont très élevés dans une industrie caractérisée par ses coûts fixes. Les rentabilités nettes pour les investisseurs en sont affectées de façon mécanique. Par ailleurs, quand les objectifs d'investissement sont innovants, la rentabilité peut se trouver limitée – ce qui se matérialise par des durées d'investissement allongées ou des sinistres accrus par rapport à la moyenne du portefeuille. Cela explique le faible appétit des investisseurs pour cette catégorie de cibles – et, en conséquence, du faible nombre d'équipes de gestion se consacrant à ce secteur.

La rentabilité des investissements en fonds propres ou quasi fonds propres dans les PME africaines pourrait s'améliorer, en se basant sur deux scénarios : la multiplica-

tion d'équipes locales fonctionnant avec des charges réduites sur un marché lui-même local ; le développement d'équipes de taille significative capables d'industrialiser le processus et d'étaler leurs charges de structures sur un portefeuille important. Le premier scénario est réaliste ; d'ores et déjà, il commence à devenir réalité. Mais l'évolution est très lente, du fait de capacités humaines disponibles réduites (et donc coûteuses) et de la rareté de capitaux locaux – ce qui renvoie ces équipes à la nécessité de trouver des financeurs internationaux, difficiles à identifier et convaincre.

Le second scénario est également possible, en partant des équipes internationales déjà constituées ou de certaines équipes nationales – que l'on commence à rencontrer par exemple en Afrique du Sud ou au Nord du Sahara. Mais là aussi, cela prendra du temps ; les "voies naturelles" du marché ne constituent pas, à elles seules, un raccourci. Le développement d'un tissu de PME passe bien, entre autres, par la mise à disposition de davantage de financements de haut de bilan ; mais il exige aussi un effort particulier. Il doit faire partie des objectifs d'intérêt général des politiques de développement, si l'on veut accélérer le processus de croissance de manière significative.

### FAVORISER LE DÉVELOPPEMENT DU CAPITAL-INVESTISSEMENT

Comme cela fut le cas pour la microfinance, le développement accéléré du capital-investissement au bénéfice des PME africaines implique la mise en œuvre de moyens complémentaires les uns avec les autres. Tout d'abord, les fonds mis à disposition des équipes de capital-investissement visant les PME doivent être plus importants. Trop d'institutions financières publiques soutenant le secteur privé continuent à avoir des exigences financières excessives vis-à-vis de ce compartiment. À l'image de la création du Fonds d'investissement et de soutien aux entreprises en Afrique (FISEA) par l'Agence Française de Développement, il est important que les institutions bilatérales ou multilatérales de financement du secteur privé structurent des compartiments "d'investissement patient", qui puissent bénéficier au *social business*<sup>4</sup> en général ►►

<sup>1</sup> Nés de la Loi Dutreil, les Fonds d'investissement de proximité (FIP) sont venus compléter en 2003 le dispositif de soutien au PME.

<sup>2</sup> Les Fonds communs de placements dans l'innovation (FCPI) ils facilitent le développement des sociétés innovantes à fort potentiel.

<sup>3</sup> OSÉO, a pour principal objectif de faciliter le financement des PME et des entreprises de taille intermédiaire.

<sup>4</sup> Cette nouvelle forme d'activité économique a été défini par le prix Nobel Muhammad Yunus. C'est une entreprise qui consacre ses bénéfices à la diminution des coûts et à la production d'avantages sociaux.

Le capital-investissement contribue-t-il au développement de l'Afrique ?

▶▶▶ et aux PME en particulier. Certaines coopérations bilatérales pourraient assumer de subventionner les instruments aux dimensions les plus sociales.

Les particuliers représentent également des contributeurs potentiels significatifs. Ils pourraient être davantage encouragés, en France, par l'extension des mesures fiscales concernant l'impôt sur le revenu et l'impôt de solidarité sur la fortune dont bénéficient les régimes des FPI et FCPI – et par des mesures équivalentes dans d'autres pays. Le rendement de ces régimes fiscaux en termes de développement pourrait être très supérieur à celui de l'aide au développement classique financée par l'impôt. Certes, en France, les niches fiscales ne sont pas bien vues, mais ces investisseurs pourraient être encouragés de manière complémentaire

*“Le développement d'équipes africaines, centrées sur les petites entreprises, est un objectif en soi.”*

ou alternative par la couverture du risque de leurs investissements au moyen de mécanisme du type d'ARIZ<sup>5</sup> ou par la mise en place de dispositifs permettant de couvrir les premières

pertes. Que ces mécanismes comportent une part de subvention indirecte ne doit pas effrayer, si les objectifs comme les réalisations de ces fonds correspondent bien à l'intérêt général, et si les rendements obtenus par les investisseurs se situent manifestement au-dessous des attentes de marché : nous sommes là dans un cas de cofinancement de politique publique. Les mêmes raisonnements peuvent s'appliquer à la dernière catégorie d'investisseurs potentiels : les entreprises industrielles et financières engagées dans une démarche de responsabilité sociale et environnementale passant par la mise en place de fonds d'investissement à vocation d'impact.

La seconde catégorie de moyens à déployer rapidement relève de l'assistance technique. Les très petites et petites entreprises n'ont eu accès à cet instrument que très récemment. Les fonds de capital-investissement peuvent utiliser cet instrument au profit des entreprises dans lesquelles ils investissent. Plus l'intervention est large, plus l'efficacité est réelle : à côté d'expertises techniques ponctuelles, il est aussi possible de financer des postes de management, d'assurer des formations et de permettre la conduite d'évaluations. Ce dernier point est très important : la capitalisation et le retour d'expériences sont fondamentaux pour faire progresser un secteur qui chemine à tâtons et invente une nouvelle voie en matière de politique de développement. Par ailleurs, il est impor-

tant de faire progresser les équipes de gestion de fonds elles-mêmes : souvent jeunes et confrontées à des défis professionnels importants, elles doivent pratiquement toutes se renforcer, tout particulièrement en ce qui concerne la qualité de gestion environnementale et sociale. Le développement d'équipes africaines, centrées sur les petites entreprises, est un objectif en soi. Il implique de s'investir dans la promotion de ce métier, d'oser soutenir des équipes naissantes et peu expérimentées. Il faut assumer de possibles pertes, d'autant plus facilement que les montants seront limités, et soutenir la formation dans les universités et institutions de formation supérieures.

### SENSIBILITÉ ACCRUE À L'ENVIRONNEMENT

Le soutien aux PME africaines, il faut le répéter, ne passe pas seulement par la promotion du capital-investissement adaptée au contexte. L'environnement juridique et fiscal des affaires, la qualité comme le coût des infrastructures et des services essentiels, la disponibilité de capital humain, l'ouverture et le cadre commercial international, la performance des services publics, etc., sont des facteurs d'essor ou au contraire de limitation du dynamisme des PME.

Néanmoins, le développement de l'*impact investment*, – l'apport d'instruments financiers ayant des objectifs sociétaux complétant la recherche de rendements financiers – jouera un rôle crucial dans la grande bataille pour l'équilibre de la croissance africaine qui se joue depuis une dizaine d'années, succédant à la longue et déprimante période d'ajustement structurel. Pour que cette époque demeure définitivement derrière nous, il faut que suffisamment d'énergie et de moyens soient consacrés à cet objectif, notamment par les organisations publiques ou les institutions de développement privées. ●

<sup>5</sup> ARIZ est un dispositif de garanties de l'Agence Française de Développement destiné à faciliter l'accès au financement des petites et moyennes entreprises privées et des institutions de microfinance.

## REPÈRES

Investisseur et Partenaire pour le Développement (I&P) est une société de financement privée créée en 2002. Elle accompagne, sur le plan financier et managérial, des institutions de microfinance et des entreprises de taille moyenne en Afrique – celles qui n'ont pas accès aux financements bancaires et pour qui les microcrédits ne sont pas suffisants. Ses interventions prennent la forme de participation au capital et éventuellement, de prêts.

# Le rôle pionnier des institutions financières de développement

*La croissance des pays émergents conduit aujourd'hui les institutions financières de développement (IFD) à se recentrer sur les pays à faible revenu. L'Afrique subsaharienne se retrouve en première ligne. Les IFD peuvent y jouer un rôle moteur en facilitant l'accès au marché du capital-investissement, d'autant que les acteurs privés se détournent des PME, jugées trop risquées. De la théorie à la pratique.*

**Yvonne Bakkum et Jeroen Horsten**

Directrice du capital-investissement, FMO  
Chargé d'évaluation, FMO

À partir des années 1990, les institutions financières de développement (IFD) ont joué un rôle déterminant dans l'ouverture des marchés émergents à des investisseurs privés hésitants. En promouvant les associations nationales et régionales de professionnels du capital-investissement et en informant les gouvernements sur les obstacles législatifs et réglementaires, elles ont en effet contribué à la mise en place d'une infrastructure appropriée.

Entre 2005 et 2009, les opérations de capital-investissement réalisées sur les marchés émergents ont plus que doublé pour atteindre 30 % du total mondial (Liechtenstein et Meeerkatt, 2010). Aujourd'hui, la majeure partie des capitaux s'oriente vers les BRIC<sup>1</sup>. Selon le dernier bilan annuel des levées de fonds et des investissements dressés par l'Association des professionnels du capital-investissement

sur les marchés émergents (Emerging Markets Private Equity Association, EMPEA<sup>2</sup>), ces pays ont en effet concentré 51 % des capitaux levés sur les marchés émergents en 2010, soit 23,5 milliards de dollars (EMPEA, 2011).

La remarquable croissance économique de nombreux pays émergents remet en question la valeur ajoutée des IFD par rapport aux investisseurs privés, et les pousse à cesser leurs interventions dans certains pays. La banque de développement néerlandaise FMO a ainsi décidé de se tourner vers des pays à revenu plus faible et de ne plus investir au Brésil, en Russie, au Mexique et au Kazakhstan (pays se classant désormais dans la tranche supérieure des pays à revenu intermédiaire et bénéficiant d'une note de crédit de qualité<sup>3</sup>). Récemment, l'IFD britannique CDC a annoncé dans un *business plan* radicalement remanié qu'elle regroupera ses activités exclusivement sur les pays à faible revenu et à revenu intermédiaire de la tranche inférieure<sup>4</sup> en Afrique subsaharienne et en Asie du Sud. Ces pays concentrent 70 % des populations pauvres du monde (CDC, 2011).

*“Le manque d'équipes de gestion de fonds de qualité et d'informations sur le marché et les insuffisances de la gouvernance d'entreprise freinent les investissements.”*

## YVONNE BAKKUM ET JEROEN HORSTEN

Yvonne Bakkum est directrice du capital-investissement du FMO, la banque de développement néerlandaise, depuis 2007. Recrutée en 2001 en tant que chargée d'investissement senior et responsable du développement de l'activité en Amérique latine, chargée des opérations de financement structuré dans les pays andins et du Mercosur, elle a été nommée directrice de l'analyse crédit et présidente adjointe du comité d'investissement du FMO en 2005. Elle a débuté sa carrière au sein d'ABN AMRO en 1992, où elle a exercé plusieurs fonctions au sein des

départements financement d'entreprises et financement de projets sur les marchés émergents. Elle est titulaire d'un master en économie d'entreprise de l'université Erasmus de Rotterdam (Pays-Bas).

Jeroen Horsten est économiste, diplômé de l'université de Tilburg (Pays-Bas). Après avoir exercé plusieurs fonctions au sein de TNT Post, il a rejoint le FMO, la banque de développement néerlandaise, en 2007. Chargé d'évaluation, il est actuellement responsable de l'évaluation de la stratégie du FMO en matière de capital-investissement.

## AIDER LES BANQUES LOCALES À FINANCER LES PME

L'Afrique subsaharienne est une nouvelle région de convergence pour la plupart des IFD car elle compte de nombreux pays à faible revenu (selon la Banque mondiale, 26 des 47 pays d'Afrique subsaharienne appartiennent à cette catégorie). Bien que son produit intérieur brut (PIB) augmente ►►

<sup>1</sup> L'acronyme BRIC désigne le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine, nouvelles puissances économiques dont le niveau de développement est jugé équivalent.

<sup>2</sup> Voir l'article de Jennifer Choi, p.2, dans ce numéro de Secteur Privé & Développement.

<sup>3</sup> Selon la Banque mondiale, les pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure ont un revenu national brut annuel par habitant compris entre 3 976 et 12 275 dollars.

<sup>4</sup> Selon la Banque mondiale, les pays à faible revenu ont un revenu national brut annuel par habitant de 1 005 dollars ou moins et les pays à revenu intermédiaire compris entre 1 006 et 3 975 dollars.

Le capital-investissement contribue-t-il au développement de l'Afrique ?

►►► régulièrement depuis dix ans et qu'une accélération de sa croissance à plus de 5 % soit attendue dans les 5 ans à venir (FMI, 2011), l'Afrique subsaharienne intéresse encore peu les acteurs privés du capital-investissement<sup>5</sup>. Le manque d'équipes de gestion de fonds de qualité, d'informations sur le marché et les insuffisances de la gouvernance des entreprises freinent les investissements. C'est pourquoi, en Afrique subsaharienne, ils s'orientent principalement vers les grandes entreprises, les petites et moyennes entreprises (PME) peinant encore à accéder au capital.

Le rapport *Finance for All* publié par la Banque mondiale en 2007 conclut qu'un meilleur accès des PME au financement peut accélérer la croissance économique et réduire la pauvreté (Banque mondiale, 2007). Cependant ses enquêtes révèlent que, pour ces entreprises, surtout dans les pays à faible revenu, le manque d'accès au financement demeure un obstacle majeur à leur développement. Les banques locales estiment que beaucoup de PME présentent trop de risques et paraissent trop modestes pour justifier des *due diligences* approfondies. Ces entreprises peuvent aussi avoir besoin des conseils et de l'expérience d'investisseurs pour se développer.

Les banques locales ne disposant pas d'outils pour répondre à ces besoins, les IFD travaillent avec les fonds de capital-investissement locaux et allouent aux banques locales des financements dédiés au développement de leurs programmes de prêts aux PME. Dans certains cas, les IFD ont mis en place des mécanismes de financement exclusivement destinés à ce segment plus risqué, souvent soutenu ou amorcé par leur État. C'est le cas, par exemple, du Fonds d'investissement et de soutien aux entreprises en Afrique (FISEA<sup>6</sup>) de l'Agence Française de Développement (AFD), géré par PROPARCO, de SME Ventures de l'*International Finance Corporation* (IFC) et du programme Massif du FMO. Le capital-investissement requiert des gérants de fonds à mêmes de repérer les entreprises prometteuses, d'accompagner leur développement et de s'en désengager. Cette capacité s'acquiert avec l'expérience. À cette fin, les IFD, qui connaissent bien la dynamique des entreprises privées et les obstacles à leur développement, apportent un soutien actif aux gérants débutants en Afrique subsaharienne. Elles leur fournissent une aide indispensable, notamment pour amorcer le fonds, trouver la structure juridique adaptée, optimiser leur stratégie d'investissement et leur donnent accès à leurs réseaux mondiaux.

Les inquiétudes des investisseurs privés sur les performances des fonds sont rarement

justifiées. Dans une récente analyse de son portefeuille de fonds, l'IFC a en effet montré que la performance des jeunes fonds sur les marchés émergents égalait, et parfois dépassait, celle des gérants de fonds expérimentés : de 2000 à 2006, 46,2 % du quartile des fonds les plus performants dans les données de l'IFC étaient des premiers fonds (Liechtenstein et Meerkatt, 2010).

### L'AFRIQUE DU SUD, L'EXCEPTION INVESTEC

Étant donné son expérience du capital-investissement, l'Afrique du Sud pourrait constituer un hub important d'investisseurs sur le continent. Pourtant, peu de gérants de fonds sud-africains ont investi dans des pays au nord de leurs frontières. Les raisons sont à chercher dans la méconnaissance des conditions locales et dans la profusion d'opérations attractives sur leur marché national. Le gestionnaire de fonds international Investec fait figure d'exception : dès 1997, la société a entrepris de constituer une équipe d'investissement panafricaine en ouvrant des bureaux au Botswana et en Namibie. En 2004, elle a commencé à investir sur les marchés-actions dans toute l'Afrique. Ses excellentes performances dans ce nouvel environnement ont ouvert la voie au lancement, en 2008, de son premier fonds de capital-investissement panafricain, l'Investec Africa Frontier Fund. Malgré la bonne réputation d'Investec et les conditions de marché favorables à l'époque, les autres investisseurs ont montré peu d'appétit pour le capital-investissement en Afrique subsaharienne. FMO a ainsi été le premier investisseur à prendre un engagement de 25 millions de dollars, à hauteur de l'investissement d'Investec. Au final, le fonds est parvenu à lever 155 millions de dollars notamment auprès de fonds de pension sud-africains et d'un fonds de fonds. Au Zimbabwe, Investec a repéré une opportunité intéressante d'investissement dans le secteur de la distribution et cherchait une expertise externe pour évaluer son potentiel. Grâce à son vaste réseau, FMO a présenté Investec à l'ancien P.-D.G. de deux distributeurs alimentaires internationaux qui a pu lui apporter les connaissances et l'expertise dont il avait besoin. Désormais, ce dernier siège en qualité d'administrateur non exécutif au conseil d'administration de la société en portefeuille.

*“Étant donné son expérience du capital-investissement, l'Afrique du Sud pourrait être un hub important d'investisseurs sur le continent.”*

<sup>5</sup> Selon l'*Annual Fundraising and Investment Review* de l'EMPEA, l'Afrique subsaharienne n'a accueilli que 6 % des fonds levés pour les marchés émergents en 2010.

<sup>6</sup> FISEA est un fonds d'investissement qui prend des participations dans des entreprises, des banques, des institutions de microfinance et des fonds d'investissement actifs en Afrique subsaharienne.

Le fonds spécialiste du secteur financier, Afrinvest Financial Sector Fund, est un autre exemple du rôle des IFD en Afrique subsaharienne. Le FMO et son partenaire stratégique de longue date, Afrinvest, se sont associés en 2007 pour lancer ce fonds ciblé sur les jeunes établissements financiers de taille modeste, essentiellement situés dans les pays sortant d'un conflit et ceux les moins avancés. Ce fonds est géré par Afrinvest Capital Partners (ACP), qui dispose d'une équipe spécialisée et peut solliciter les ressources d'un réseau de partenaires locaux au Ghana, au Togo ou encore au Cameroun. Afin d'éviter les délais et l'incertitude inhérents au travail de levée de fonds, le FMO a décidé de prendre une participation de 100 % dans le premier *closing* (20 millions d'euros). Après le second *closing* intervenu début 2010, ce sont au total 31 millions d'euros qui ont été levés grâce aux engagements de l'AFD - PROPARCO, par l'intermédiaire de FISEA et d'un investisseur privé. Pour améliorer la gouvernance d'entreprise, le FMO a nommé deux membres au comité consultatif et au comité d'investissement ainsi qu'un administrateur au conseil d'administration.

#### ACCOMPAGNEMENT DES ACTEURS LOCAUX

Lorsque le FMO a commencé à investir en capital dans les années 1990, c'était avant tout à travers des investissements directs dans un large éventail de secteurs et de pays. Une connaissance approfondie du secteur et une présence locale se sont rapidement avérées essentielles pour intervenir dans la gestion et créer de la valeur ajoutée. Au début des années 2000, le FMO a adopté une stratégie consistant à investir dans des fonds et, si nécessaire, à co-investir à leurs côtés. Le gérant de fonds disposait ainsi d'une source de financement souple pour boucler les opérations. Sans partenaire local, le FMO limite ses investissements directs aux établissements financiers et aux secteurs de l'énergie et du logement.

La Bank of Africa (BOA) offre un excellent exemple du rôle qu'une IFD peut jouer dans une opération directe. Lorsque la BOA n'était encore qu'un petit groupe comptant deux filiales, le FMO en est devenu actionnaire en convertissant des fonds d'assistance technique (AT) en fonds propres. Outre leur soutien financier, le FMO, PROPARCO et d'autres IFD sont entrés au capital de plusieurs filiales bancaires. Le plus souvent, les IFD étaient des actionnaires fondateurs et

ont participé à plusieurs augmentations de capital. En siégeant au conseil d'administration et en apportant davantage d'appui technique, elles ont aidé BOA à améliorer sa gouvernance et sa structure.

Les IFD peuvent rassurer les investisseurs et aider les fonds et les entreprises à remplir les critères requis en jouant un rôle d'intermédiaire et de partenaire. Pour attirer un plus large éventail d'investisseurs (privés) en Afrique subsaharienne, il faut connaître les critères de sélection des *limited partners*<sup>7</sup> potentiels, tels les fonds de pension et les compagnies d'assurance. Selon une étude de Groh et Liechtenstein (2011) les performances historiques font partie de leurs critères prioritaires. Malheureusement, on dispose de peu de données sur les performances du marché du capital-investissement en Afrique subsaharienne. Elles

*“Les IFD peuvent rassurer les investisseurs et aider les fonds et les entreprises à remplir les critères requis en jouant un rôle d'intermédiaire et de partenaire.”*

ne figurent pas dans le rapport *Private Equity & Venture Capital Index and Benchmark Statistics* de Cambridge Associates, qui présente les données historiques de performances. Les IFD et les gérants de fonds pourraient remédier ensemble à ce déficit en produisant des données, précieuses pour les investisseurs privés. Les IFD jouent ainsi un rôle essentiel sur le marché du capital-investissement subsaharien. Grâce à leur soutien continu, un nombre croissant de gérants de fonds de capital-investissement subsahariens ont pu constituer un deuxième ou un troisième fonds successeur. C'est positif, car le secteur a besoin d'expériences réussies pour se développer. À terme, s'installe alors un cercle vertueux dans lequel davantage de ressources sont allouées au capital-investissement, la masse critique est alors atteinte plus rapidement et un plus grand nombre d'investisseurs se retrouvent disposés à prendre des risques. Les IFD vont continuer à jouer un rôle moteur et faciliteront ainsi l'accès au marché du capital-investissement en Afrique subsaharienne. ●

<sup>7</sup> Le *Limited Partnership (LP)* est une structure d'investissement, fiscalement transparente, principalement utilisée par les gestionnaires anglais, américains et nordiques. Le *limited partner* a une responsabilité limitée, au montant de son apport, et n'est pas impliqué dans la gestion de la structure.

# Les enseignements du numéro

PAR BENJAMIN NEUMANN RÉDACTEUR EN CHEF

Longtemps perçue comme une *terra incognita*, l'Afrique subsaharienne est reconnue aujourd'hui comme un territoire attractif pour les investissements privés. En témoignent quelques chiffres : les levées de fonds ont atteint six milliards de dollars entre 2006 et 2008 contre deux milliards de dollars entre 2000 et 2005. Si l'Afrique reste malgré tout une destination de dimension modeste - elle a accueilli moins de 4 % des fonds levés pour l'ensemble des marchés émergents entre 2006 et 2008 -, le continent constitue désormais une "nouvelle frontière" pour le capital-investissement.

L'Afrique subsaharienne attire des investisseurs de plus en plus diversifiés - privés, locaux - dans une activité jusqu'alors soutenue principalement par les institutions financières de développement. Très concentré géographiquement (Afrique du Sud, Nigeria, Kenya) et sur certains secteurs (mines et énergie, banques), le capital-investissement élargit petit à petit son champ d'action. En 2010, 21 % des opérations ont été réalisées en Afrique du Sud contre 56 % en 2008 tandis que plus de la moitié des investissements se sont déployés dans des secteurs comme les produits alimentaires et les boissons, la santé, les médias et les télécommunications. Cependant plusieurs facteurs constituent un frein pour le développement du capital-investissement en Afrique subsaharienne : risque politique, manque de gestionnaires de fonds expérimentés, faible taille des opportunités d'investissement, valorisations d'entrée élevées, conditions de sortie difficiles, cadre juridique et réglementaire inadéquat, environnements opérationnels difficiles...

Or, contrairement aux idées reçues, les fonds de capital-investissement peuvent jouer un rôle clef dans le développement de l'Afrique. Ils sont d'abord une source importante de capital, qui favorise la création d'entreprises et le développement de celles existantes. Une équipe de gestion de "qualité" peut, en tant qu'actionnaire, insuffler des bonnes pratiques de gestion, des règles de bonne gouvernance, une organisation plus adaptée, un reporting plus transparent ou une meilleure efficacité des ressources humaines. Elle peut aussi accompagner

l'entreprise dans l'amélioration de ses standards environnementaux et sociaux, en particulier à travers des programmes d'assistance technique.

Enfin, les fonds ont un fort impact en termes d'emploi et d'activité et donc de revenus fiscaux pour les États, sans compter qu'ils créent un climat favorable aux investissements. Autant de facteurs déterminant pour la dynamique de croissance économique et le recul de la pauvreté. La rentabilité des fonds d'investissement, souvent décriée, doit au contraire être vue comme un gage de développement de cette activité en Afrique subsaharienne. C'est elle qui conditionne la diversification des opérateurs et leur plus grand nombre.

Ce mode de financement, en effet souvent réduit à la recherche de profit à court terme des investisseurs aux dépens de la stabilité des entreprises, est également accusé de participer à l'évasion fiscale, avec des montages d'optimisation parfois agressifs combinant les exemptions dans les pays d'accueil avec celles proposées par des juridictions offshore. Si les investisseurs y trouvent transparence fiscale et sécurité juridique, ceci s'accompagne trop souvent d'une opacité et d'un déficit de supervision du capital-investissement. Des défis auxquels le capital-investissement doit répondre, pour contribuer davantage au développement du continent. Le rôle des organisations multilatérales est essentiel dans l'encadrement de cette activité, pour apporter plus de transparence. De leurs côtés, les institutions financières de développement doivent poursuivre leur rôle pionnier en Afrique en intervenant dans les zones et les secteurs délaissés par les investisseurs privés, ainsi qu'en soutenant davantage les petites et moyennes entreprises, indispensables à la pérennisation de la croissance africaine. —

Au sommaire de notre prochain numéro

## Quelles perspectives de développement du secteur privé agroindustriel en Afrique subsaharienne ?



INSTITUTION FINANCIÈRE DE DÉVELOPPEMENT,  
PROPARCO A POUR MISSION DE FAVORISER  
LES INVESTISSEMENTS PRIVÉS DANS LES PAYS  
ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT.

**SECTEUR PRIVÉ & DÉVELOPPEMENT** est une publication de PROPARCO, Groupe Agence Française de Développement, société au capital de 420 048 000 €, 151 rue Saint-Honoré, 75001 Paris – France, Tél. : (33) 1 53 44 31 07 – Courriel : revue\_spd@afd.fr – Site web : www.PROPARCO.fr • **Directeur de Publication** Étienne Viard • **Fondateur** Julien Lefilleur • **Rédacteur en Chef** Benjamin Neumann • **Rédacteur en chef adjoint** Denis Sireyjol • **Assistant éditorial** Santiago Piza-Cossio • **Comité éditorial** Laurent Demej, Charlotte Durand, Alan Follmar, Adeline Lemaire, Marie-Hélène Loison, Élodie Parent, Véronique Pescatori, Denis Sireyjol, Aglaé Touchard, Nathalie Yannic • **Numéro coordonné par** Laureen-Astrid Kouassi, Marie-Hélène Loison, Olivia Réveilliez et Aglaé Touchard (PROPARCO) • **Ont collaboré à ce numéro** Yvonne Bakkum (FMO), Jennifer Choi (EMPEA), François d'Aubert (Ministère des Finances), Jeanne Héning (PROPARCO), Jeroen Horsten (FMO), Kiriga Kuniyha (Aureos Capital), Jean-Michel Severino (I&P), Davinder Sikand (Aureos Capital), Aglaé Touchard (PROPARCO), Alexandre Vilgrain (SOMDIAA) • **Conception & Réalisation** **NOIS** 28 rue du Faubourg Poissonnière, 75010 Paris – France, Tél. : (33) 1 40 34 67 09, www.noise.fr / Édition : Lionel Bluteau, Jeanne-Sophie Camuset / Maquette : Thibault Moullin • **Traduction** Christine Mercier, Ros Schwartz Translations LTD • **Secrétariat de rédaction** (: ? ! ; ) D O U B L E P O N C T U A T I O N, www.double-punctuation.com • **Impression** Burtel Graphics, Tél. : (33) 1 45 17 09 00 • ISSN 2103 3315 • **Dépôt Légal** 23 juin 2009.



L'abonnement à la version électronique de la revue bimestrielle *Secteur Privé & Développement* est gratuit sur [www.proparco.fr](http://www.proparco.fr)