

Investir dans les Petites et Moyennes Entreprises en Afrique

Une Introduction au capital-investissement en Afrique



© Béchir Matum.

Remerciements

Ce guide a vu le jour grâce à un financement de la Fondation Rockefeller et de la Fondation Tony Elumelu dans le cadre de la compétition Impact Economy Innovations Fund (IEIF).

Il a été coordonné par Investisseurs & Partenaires (I&P) et rédigé en collaboration avec l'INSEAD Business School, l'Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE) et Ernst & Young.

Nous souhaitons remercier particulièrement les entrepreneurs et les investisseurs qui ont accepté de partager leurs expériences dans ce guide, ainsi que toute l'équipe d'I&P, Loic Sadoulet et Kim Wilkinson, Randall Kempner et Jenny Everett, Brett Stevenson, Jon Shepard et l'équipe d'Ernst & Young Abidjan et Morgane Rocher..



THE TONY ELUMELU
FOUNDATION



« L’Afrique est aujourd’hui le continent qui croit le plus vite au monde. Elle a bâti pas à pas les fondamentaux d’une croissance structurelle forte : un dividende démographique sans précédent, des indicateurs macroéconomiques assainis et le développement d’un marché intérieur porté par la classe moyenne. Ces transformations l’ont rendu très attractive pour les investisseurs d’Europe et d’Amérique du Nord, du Moyen-Orient et d’Asie, qui tournent enfin les yeux vers le Sud du Sahara. En quelques années, l’Afrique est ainsi devenue une nouvelle frontière de l’investissement privé.

Cette tendance était initialement circonscrite aux infrastructures, aux industries extractives et aux services financiers, mais elle commence désormais à atteindre les PME, ces pourvoyeuses d’emplois essentielles pour la croissance africaine. Malgré des obstacles et des contraintes indéniables, de nombreux fonds d’investissement ont prouvé qu’investir dans les PME africaines est à la fois viable et porteur d’un impact développemental fort.

Il nous faut maintenant aller bien plus loin, car la croissance africaine crée trop peu d’emplois et est insuffisamment durable : pour traiter ces enjeux, il est indispensable de densifier le tissu de PME africaines responsables. Or, faire émerger les futurs champions africains demande de financer des entreprises petites et jeunes, qui sont les plus nombreuses mais dont les besoins de financement de 100 000 ou 300 000 EUR sont bien en deçà des fourchettes d’investissement de la plupart des fonds. Tout comme la microfinance a révolutionné la pratique bancaire pour apporter des services financiers aux plus pauvres, c’est au tour des investisseurs d’adapter leurs outils pour financer les petites entreprises africaines. Quelques acteurs pionniers ont entamé ce chantier ambitieux, mais cette nouvelle industrie n’en est qu’à ses balbutiements.

L’objectif d’Investisseurs & Partenaires (I&P) est d’accompagner l’émergence d’équipes d’investissement africaines dédiées à ce chantier. Ce guide y apporte une modeste contribution en partageant les pratiques de plusieurs acteurs du secteur et en introduisant une démarche particulière, celle de l’investisseur en capital. Il rassemble les expériences d’investisseurs qui ont collectivement levé et investi plusieurs centaines de millions d’euros dans les PME africaines, et présente les témoignages d’une dizaine d’entrepreneurs africains ayant bénéficié de leur accompagnement.

Ce document se destine non seulement aux professionnels qui souhaitent investir dans les petites entreprises africaines, mais aussi aux entrepreneurs africains et à tous ceux qui s’intéressent à l’investissement dans les PME dans les pays émergents. »

Jean-Michel Severino
Président d’Investisseurs & Partenaires

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized 'O' followed by a few loops and a dash.

1

Le capital-investissement : une solution pour les entreprises africaines

1

Les petites et moyennes entreprises : des moteurs du développement

- 1) Une croissance accélérée mais insuffisamment inclusive
- 2) Les PME créent des emplois nombreux et de qualité
- 3) Des PME ralenties par des obstacles importants

2

L'émergence d'une nouvelle solution de financement : le capital-investissement

- 1) Une solution adaptée aux besoins des PME
- 2) Une couverture encore très partielle du segment des PME

2

Le métier du capital-investissement - Investir, Accompagner, Sortir -

1

Investir

- 1) Instruire une opportunité d'investissement
- 2) Valoriser une entreprise
- 3) Structurer une opération d'investissement
- 4) Négocier un pacte d'actionnaires

2

Accompagner la croissance

- 1) Mettre en place la gouvernance
- 2) Formaliser et structurer l'entreprise
- 3) Appuyer le management
- 4) Organiser des missions d'assistance technique
- 5) Mobiliser des financements additionnels
- 6) Améliorer les pratiques environnementales et sociales et mesurer l'impact

3

Sortir

3

Démarrer une activité d'investissement en Afrique

- 1 • **Mobiliser une équipe d'investissement sur le terrain**
- 2 • **Définir une stratégie d'investissement**
- 3 • **Construire un modèle financier**
 - 1) Les principales hypothèses du business plan
 - 2) Analyse du modèle économique
- 4 • **Choisir une structure juridique**
 - 1) Deux modèles sont possibles pour structurer un véhicule de capital-investissement
 - 2) Un exemple de cadre juridique et fiscal pour le capital-investissement : la zone UEMOA
- 5 • **Organiser la gouvernance**
- 6 • **Lever des fonds**
 - 1) Cibler des investisseurs à motivation d'impact et stratégique
 - 2) Réussir sa levée de fonds : quelques enseignements
- 7 • **Développer un flux d'affaires**

*Retrouvez davantage d'informations
et de contenu ainsi que tous les partenaires sur
le site www.financerlespmeenafrique.com*

1

Le capital-investissement : une solution pour les entreprises africaines

1

Les petites et moyennes entreprises : des moteurs du développement

- 1) Une croissance accélérée mais insuffisamment inclusive
- 2) Les PME créent des emplois nombreux et de qualité
- 3) Des PME ralenties par des obstacles importants
 - L'accès au financement de long terme
 - L'accès aux compétences
 - Les pratiques de gestion et de gouvernance

2

L'émergence d'une nouvelle solution de financement : le capital-investissement

- 1) Une solution adaptée aux besoins des PME
- 2) Une couverture encore très partielle du segment des PME



Le capital-investissement : une solution pour les entreprises africaines

① Les petites et moyennes entreprises : des moteurs du développement

1) Une croissance accélérée mais insuffisamment inclusive

Pendant la décennie 2000-2010, 6 parmi les 10 pays à la plus forte croissance étaient situés en Afrique Sub-saharienne¹. Avec une croissance du PIB de 5% en moyenne par an, la région n'est devancée que par l'Asie de l'Est. L'Investissement Direct Étranger (IDE) a été multiplié par 6 depuis 2000 et les perceptions des investisseurs changent significativement : l'Afrique a même été identifiée par les professionnels du capital-investissement comme le marché émergent le plus attractif². Ceux-ci ont réalisé plus de 8 milliards USD en transactions en 2014 sur le continent⁴.

La croissance des dix dernières années est portée par l'expansion rapide de nouveaux secteurs et par l'amélioration des opportunités pour une classe moyenne en expansion.

Elle bénéficie des tendances structurelles profondes que sont l'urbanisation, le développement de marchés intérieurs dynamiques, l'amélioration de la gouvernance et l'assainissement des fondamentaux macroéconomiques.

¹ *The Economist*, 12/3/2011.

² EMPEA, 2013 *Global Limited Partners Survey*

⁴ AVCA, 2015, *African Private Equity Data Tracker*

Néanmoins, elle reste principalement concentrée sur quelques secteurs (télécommunications, infrastructures, hydrocarbures, extraction minière, services financiers) et a encore peu touché les domaines les plus intensifs en main d'œuvre et à forte valeur ajoutée pour le continent (agroalimentaire, industrie manufacturière)⁵. Ainsi, seuls 3% des Africains sont aujourd'hui employés dans des entreprises manufacturières, contre 15% au Bangladesh par exemple⁶.

Par conséquent, les indicateurs de développement humain sont encore très fragiles, avec 46% de la population sub-saharienne qui vit en dessous du seuil de 1,25 USD par jour et seulement 16% des Africains ayant accès à un salaire régulier⁷. Les pays les plus pauvres sont aussi confrontés à de fortes tensions sociales générées par la poussée démographique et le changement climatique, qui mettent une pression forte sur l'offre d'emploi et sur l'accès aux services de base.

Les troubles politiques des dernières années en Afrique de l'Ouest et Centrale trouvent souvent leurs causes dans ces facteurs de fragilisation des économies, et notamment dans la difficulté des jeunes à accéder à l'emploi⁸. Avec 125 millions d'Africains qui arrivent sur le marché du travail entre 2010 et 2020⁹, les pouvoirs publics et les opérateurs économiques doivent trouver de nouvelles sources d'emplois durables, à la fois pour les travailleurs peu ou non qualifiés et pour les nouveaux diplômés qui arrivent sur le marché du travail.

2) Les PME créent des emplois nombreux et de qualité

L'augmentation des capacités productives et la création d'emplois durables par le secteur privé sont des conditions nécessaires pour la réduction de la pauvreté, pour la stabilisation politique et pour l'émergence économique du continent. Malheureusement, le secteur privé africain n'est pas suffisamment structuré pour créer de l'emploi à grande échelle. Seul un petit nombre de grandes entreprises formelles sont en mesure de créer des emplois de bonne qualité et durables. 84% de l'emploi reste assuré par un secteur informel à faible productivité¹⁰ (entreprises individuelles, petites exploitations agricoles) qui n'est pas assez structuré pour absorber les nouveaux entrants sur le marché du travail. Les petites et moyennes entreprises (PME)¹¹ formelles, piliers de la création d'emplois dans les pays développés et émergents, sont pour l'instant très rares : elles sont le « chaînon manquant » du tissu économique africain.

⁵ OCDE, *African Economic Outlook 2013, Transformation structurelle et ressources naturelles en Afrique*.

⁶ Banque Mondiale et Agence Française de Développement, *L'emploi des jeunes en Afrique Sub-saharienne, 2014*.

⁷ Ibid.

⁸ Organisation Internationale du Travail, *Rapport sur le travail dans le monde 2014*.

⁹ McKinsey Global Institute, *Africa at work: Job creation and inclusive growth, 2012*.

¹⁰ Banque Mondiale et Agence Française de Développement, *L'emploi des jeunes en Afrique Sub-saharienne, 2014*.

¹¹ D'après la Banque mondiale, une PME est une société employant moins de 300 salariés et réalisant moins de 15 millions USD de chiffre d'affaires.

Or, les entreprises formelles créent des emplois non seulement avec des rémunérations supérieures au secteur informel (de 50% à 60% supérieures d'après une étude réalisée au Ghana et en Tanzanie)¹³, mais aussi plus sécurisés, donnant accès à des formations, à la sécurité sociale et surtout au paiement d'un salaire régulier¹⁴. En plus de son impact significatif sur les revenus, obtenir un emploi formel permet à une famille d'anticiper l'avenir, d'épargner et d'améliorer son accès au crédit, au logement et à l'éducation des enfants¹⁵. **L'accès à l'emploi formel est un facteur déterminant pour la sortie de la pauvreté des travailleurs non qualifiés ; il permet aussi aux travailleurs qualifiés d'entrer dans la classe moyenne. Le développement d'un segment d'entreprises formelles et compétitives capables de créer des emplois est essentiel pour une croissance inclusive en Afrique.**

¹³ Données issues du Ghana et de la Tanzanie: ANDE, *Small and Growing Businesses: Investing in the missing middle for poverty alleviation*, 2012.

¹⁴ "IFC, *Jobs Study: Assessing Private Sector Contributions to Job Creation and Poverty Reduction*", January 2013.

¹⁵ UNDP, *World Development Report 2013, Jobs*.

¹⁶ ANDE, *Small and Growing Businesses: Investing in the missing middle for poverty alleviation*, 2012.



Randall Kempner, ANDE



L'Afrique Sub-Saharienne souffre de l'étranglement de son tissu économique : on y compte si peu de PME qu'elles sont définies par leur absence : elles sont « le chaînon manquant » du secteur privé africain. Or, les PME sont une pièce essentielle du puzzle de la croissance inclusive en Afrique et le manque

à gagner pour le continent est énorme.

Ce sont notamment les PME à fort potentiel d'aujourd'hui, qui construiront ce « chaînon » et deviendront les grandes entreprises formelles de demain. Nous définissons les PME à fort potentiel comme des sociétés d'au moins 5 employés gérées par un management qui a l'ambition et le potentiel de croître rapidement. Ces entreprises ont typiquement besoin d'investissements compris entre 20 000 USD et 2 million USD, ce qui les exclue des stratégies d'intervention de la grande majorité des investisseurs internationaux.

Notre recherche a conclu que la création d'emplois a été historiquement portée par un très petit nombre d'entreprises dans le monde développé : ce sont les 5 à 10% des entreprises les plus performantes qui y génèrent 50% à 80% de la création d'emplois¹⁶.

Ceci semble vrai également pour le monde émergent : en Indonésie, les 16% des entreprises à plus forte croissance créent 52% des emplois ; en Colombie les 8% des entreprises les plus performantes créent 46% des emplois.

Un des grands défis de la croissance inclusive en Afrique est d'identifier ces PME à fort potentiel et de leur offrir les capitaux et les compétences nécessaires pour les faire émerger. L'Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE) soutient les organisations qui financent et accompagnent ces entreprises. Nous avons constaté avec satisfaction que le nombre d'acteurs au service des PME est en croissance constante, notamment en Afrique Sub-saharienne.

Malgré ces bonnes nouvelles, le segment des petites entreprises à fort potentiel reste très délaissé. Celles-ci ont la capacité et l'ambition de croître rapidement mais elles sont un peu plus jeunes, un peu moins structurées, et elles nécessitent des investissements généralement inférieurs à 500 000 USD. Elles sont beaucoup plus nombreuses que les entreprises moyennes déjà établies, mais très peu d'investisseurs sont capables de les accompagner. Financer ce segment des petites entreprises à fort potentiel est le plus grand défi du financement des PME aujourd'hui, et l'une des perspectives les plus prometteuses de l'impact investment en Afrique.

3) Des PME ralenties par des obstacles importants

Les petites entreprises à fort potentiel profitent du regain de croissance et du développement des marchés intérieurs ; elles regorgent de projets de croissance créateurs de valeur et d'emplois. Néanmoins, elles sont freinées dans leur expansion non seulement par les faiblesses générales de l'environnement des affaires en Afrique (infrastructures fragiles, etc.), mais en plus par trois obstacles qui les touchent en particulier : le manque de financements de long terme, l'accès limité aux compétences et des standards de gouvernance insuffisants.

▣ L'accès au financement de long terme

Les petites entreprises souffrent d'un accès très limité au secteur financier formel en Afrique : plus de 40% d'entre elles citent l'accès au financement comme une contrainte majeure¹⁸ à leur croissance. Les institutions financières existantes sont peu outillées pour répondre à leurs besoins d'investissements de long terme.

Le secteur de la microfinance est en développement rapide en Afrique mais ses procédures standardisées (taux d'intérêts élevés, maturités courtes, prêts rarement supérieurs à 20 000 EUR) sont peu adaptées aux besoins des petites entreprises à fort potentiel et ne leur permettent pas d'investir sur le long terme.

Les banques commerciales se sont également multipliées sur le continent mais le profil des petites entreprises reste très éloigné de leurs cibles classiques, du fait de quatre facteurs structurels :

- Le manque de données financières fiables sur les petites entreprises et l'absence de centrales de risque efficaces.
- Un niveau de risque significatif, car les petites entreprises évoluent dans des environnements incertains et souvent fragiles. Le taux de prêts en souffrance est de 14,5% pour les petites entreprises africaines contre 5,5% en moyenne dans les pays en développement¹⁹.
- Un manque de fonds propres et de compétences internes au sein des petites entreprises pour mitiger ces risques.
- Des besoins de financement relativement faibles qui génèrent des coûts de transaction élevés pour les banques du fait du temps nécessaire pour instruire et suivre les dossiers de crédit.

¹⁸ Enterprise Surveys, World Bank group, <http://www.enterprisesurveys.org/Custom-Query>.

¹⁹ Dalberg, Report on support to SMEs in developing countries through financial intermediaries, 2011.

Ces quatre facteurs augmentent à la fois le coût du financement et la perception du risque pour les banques commerciales. Celles-ci n'étant ni équipées ni incitées pour y répondre, elles réagissent en posant des conditions très strictes pour l'accès au financement :

- Garanties matérielles et en numéraire supérieures au montant du crédit.
- Apports de fonds propres importants.
- Taux d'intérêt élevés.
- Conditions de crédit rigides, avec notamment des différés de remboursements courts et des maturités courtes.

Rares sont les petites entreprises capables de s'adapter à ces conditions. Les banques restent pour la plupart mieux outillées pour financer les grandes entreprises formelles ou certains secteurs spécifiques (commerce, immobilier), ou bien pour financer les besoins de court terme des petites entreprises (découverts, fonds de roulement). Elles répondent encore difficilement à leurs besoins d'investissement de long terme. En Afrique, les crédits d'investissements aux petites entreprises ne représentent que 1,5% du crédit à l'économie, soit quatre fois moins que la moyenne des pays en développement²⁰.

Enfin, l'investissement en fonds propres demeure peu structuré en Afrique, et principalement conduit par les amis ou la famille des entrepreneurs pour des montants très limités. Rares sont les réseaux structurés de « business angels » ou les sociétés d'investissement en mesure de financer un nombre important de petites entreprises. Cela est notamment dû au caractère encore naissant de l'industrie de l'investissement en capital, et à la rareté des modes de « sortie » classiques (voir section 2, 3.)

Besoin n°1 :

Pour croître et créer des emplois durables, les petites entreprises à fort potentiel ont besoin d'investisseurs capables de s'adapter à leur niveau de risque en apportant des financements personnalisés de long terme.

²⁰ Dalberg, Report on support to SMEs in developing countries through financial intermediaries, 2011

▣ L'accès aux compétences

L'accès au financement seul ne garantit pas le succès d'une petite entreprise. En effet, une croissance mal maîtrisée peut fragiliser l'entreprise au lieu de la renforcer.

Or, les petites entreprises se caractérisent par des limites opérationnelles importantes : les entrepreneurs « hommes-orchestres » qui sont à leur tête concentrent beaucoup de responsabilités et jouent souvent à la fois le rôle de directeur financier, directeur de production et directeur commercial. Ils sont débordés et peinent à rémunérer et fidéliser un management intermédiaire de qualité.

Les périodes de forte croissance créent une pression très forte sur l'entreprise et particulièrement sur l'entrepreneur : le renforcement des compétences devient souvent une question de survie. Sans l'amélioration des procédures internes (comptabilité, gestion financière) et un appui opérationnel (commercial, production, marketing), l'entreprise risque de se laisser dépasser par sa croissance et de commettre des erreurs.



Besoin n°2 :

Afin de faire face à leurs enjeux de croissance, les petites entreprises à fort potentiel ont aussi besoin d'être accompagnées dans le renforcement de leurs capacités internes.

▣ Les pratiques de gestion et de gouvernance

Très peu sensibilisés à ces questions, rares sont les entrepreneurs qui observent des pratiques satisfaisantes de gouvernance et de gestion. Même lorsqu'ils cherchent à mettre en place une gouvernance formelle, par exemple avec une société anonyme à conseil d'administration, le fait d'être seul actionnaire ou associé à des proches ne donne pas à cette gouvernance le niveau d'exigence et les contre-pouvoirs qui la rendraient réellement efficace. Dans certains cas, l'absence de gouvernance réelle peut fragiliser l'entreprise en rendant possibles des décisions qui vont à l'encontre des intérêts à long terme de la société (recrutements familiaux, confusion entre le patrimoine de la société et celui de l'entrepreneur, etc.).

Ces faiblesses sont encore plus fréquentes lorsque l'entrepreneur cumule les postes d'actionnaire unique et de dirigeant. L'entrée de nouveaux actionnaires au capital de la société est souvent une opportunité pour améliorer ces standards de gouvernance et de gestion. Il est vrai que dans certains cas, la forme unipersonnelle ou familiale de l'entreprise n'est pas un obstacle à son développement, comme le prouve le succès de nombreuses sociétés à capitaux familiaux. Néanmoins, **dans un contexte d'accès aux compétences et au financement difficile, associer des individus ou des structures aux réseaux et compétences complémentaires de ceux de l'entrepreneur peut être un atout important du développement d'une entreprise.**

Associer des individus ou des structures aux réseaux et compétences complémentaires de ceux de l'entrepreneur peut être un atout important du développement d'une entreprise.



Besoin n°3 :

En plus du manque de financement de long terme et de compétences, la plupart des petites entreprises à fort potentiel sont freinées dans leur croissance par leurs propres insuffisances de gestion et de gouvernance.

② L'émergence d'une nouvelle solution de financement : le capital-investissement

1) Une solution adaptée aux besoins des PME

Le métier du capital-investisseur consiste à prendre des participations au capital d'entreprises non cotées pour une durée limitée dans le temps, généralement entre 5 et 7 ans, période au bout de laquelle il revend ses participations en réalisant une plus-value. Ces participations peuvent être majoritaires ou minoritaires. En plus du capital, il peut apporter des prêts d'actionnaires aux conditions flexibles.

Le capital-investissement est un modèle de « forte profondeur » et « faible amplitude ». L'investisseur sélectionne un très faible nombre d'entreprises à fort potentiel chaque année, sur lesquelles il concentre toutes ses ressources à la fois en termes de financement et d'accompagnement, afin de leur permettre de réaliser et maîtriser des croissances rapides. En tant qu'actionnaire, il contribue à la gouvernance et à la stratégie des entreprises et les accompagne dans leur croissance. Son succès dépend directement de leur performance : il est donc dans son intérêt de leur apporter l'appui le plus efficace possible.

L'investisseur en capital vise des rentabilités plus élevées que les banques : lorsqu'il accorde des prêts d'actionnaire, ceux-ci sont la plupart du temps mieux rémunérés que les prêts bancaires. En prenant une participation au capital de la société, il a droit aux dividendes et réalise une plus-value sur le prix de l'action. S'il bénéficie ainsi pleinement de la croissance et de l'entreprise, au même titre que l'entrepreneur, à l'inverse il prend aussi l'ensemble du risque à ses côtés.

Par rapport aux acteurs bancaires, le capital-investisseur se distingue par sa capacité à répondre efficacement aux besoins des petites entreprises à fort potentiel de croissance :

- **Financement risqué, personnalisé et de long terme** : il est équipé pour prendre beaucoup plus de risque, grâce à la sélection élevée des entreprises et à son accompagnement de proximité. Il peut ainsi apporter des financements en fonds propres plus risqués que les banques, sur le long terme et souvent sans garantie. Il adapte le montage financier et le contenu de l'accompagnement à chaque entreprise selon ses besoins (voir section 2, 1.3.)
- **Accès aux compétences** : en tant qu'investisseur impliqué, il apporte un appui important aux entreprises financées dans divers domaines d'expertise : stratégie, structuration financière et comptable, appui commercial, etc. (voir section 2, 2.2, et section 2, 2.3 et section 2, 2.4)
- **Amélioration de la gouvernance** : en tant qu'actionnaire institutionnel, il structure la gouvernance et met à niveau les standards de gestion, étape nécessaire dans la croissance d'une entreprise. (voir section 2, 2.1.)
- **Effet de levier sur les financements** : la présence d'un capital-investisseur au capital facilite l'obtention de financements bancaires en fiabilisant l'information financière de l'entreprise, en réduisant les risques de mauvaise gestion, et en augmentant les fonds propres et les actifs nantissables (voir section 2, 2.5).

Catalyseur de croissance, le capital-investisseur répond aux trois principaux besoins des petites entreprises à fort potentiel : les financements personnalisés de long terme, l'accompagnement pour maîtriser la croissance, et l'amélioration des standards de gestion et de gouvernance. En les incluant dans le système financier et bancaire, le capital-investisseur est un tremplin pour ces petites entreprises. Il joue le rôle du maillon manquant dans la chaîne brisée du financement des PME africaines.

Catalyseur de croissance, le capital-investisseur répond aux trois principaux besoins des petites entreprises à fort potentiel : les financements personnalisés de long terme, l'accompagnement pour maîtriser la croissance, et l'amélioration des standards de gestion et de gouvernance.

Conclusion 1 :

Le capital-investissement peut être un véritable acteur du développement africain en donnant les moyens aux petites entreprises à fort potentiel de croître et devenir des grandes entreprises formelles, compétitives et créatrices d'emploi.

2) Une couverture encore très partielle du segment des PME

La plupart des capital-investisseurs actifs en Afrique subsaharienne ne financent pas d'entreprises dont les besoins sont inférieurs à EUR 2 millions : seuls 2% des 34 milliards USD investis par le private equity en Afrique entre 2007 et 2014 l'étaient dans des transactions inférieures à 10 millions USD²². Ce sont donc les grandes entreprises et les entreprises moyennes déjà structurées qui reçoivent la grande majorité des ressources des investisseurs sur le continent.

Les capital-investisseurs sont aussi très concentrés géographiquement : entre 2011 et 2013, plus de 60% des investissements ont été réalisés dans seulement 3 pays : l'Afrique du Sud, le Nigeria et le Kenya²³. Ils visent principalement des secteurs dans lesquels les petites entreprises ont peu de place : l'énergie et les ressources naturelles représentent à eux seuls la moitié des capitaux investis en 2013²⁴, suivis par les télécommunications et les services financiers.

Ceci dit, le paysage du capital-investissement a beaucoup évolué dans les 5 à 10 dernières années avec l'émergence de fonds ciblant les petites et moyennes entreprises. Ces fonds sont capables d'investir des tickets unitaires inférieurs à 2 millions EUR, parfois en descendant jusqu'à 300 000 EUR et en ciblant des entreprises jeunes ou en création. Certains parmi eux s'inscrivent dans le secteur de l'« impact investment »²⁵ et financent des entreprises à fort impact environnemental ou social, ou trop petites pour rentrer dans les critères des investisseurs traditionnels. Ils acceptent ainsi une rentabilité nette inférieure aux taux du marché pour atteindre leurs objectifs d'impact. Néanmoins, la plupart de ces fonds d'investissement ciblent les entreprises de taille moyenne et déjà bien structurées, et ne financent qu'exceptionnellement des petites entreprises dont les besoins sont inférieurs à 500 000 EUR. Ils restent aussi très concentrés dans quelques pays du continent (Afrique du Sud, Kenya, Nigeria et Ghana) :

- Grassroots Business Fund (Kenya)
- Acumen Fund (Kenya, Nigeria, Ghana)
- Cauris Management (Afrique de l'Ouest francophone)
- Injaro Investments (Afrique de l'Ouest)
- Pearl Capital Partners (Kenya, Ouganda)
- Maris Capital (Afrique de l'Est)
- Fanisi Capital (Kenya)
- Bamboo Finance (Afrique de l'Est)
- Oasis Capital (Ghana)
- SONAPAR (Madagascar)
- TBL Mirror Fund (Nigeria, Kenya, Tanzanie, Ouganda)
- FIARO (Madagascar)
- Investisseurs & Partenaires, à travers le fonds I&P Afrique Entrepreneurs (panafricain).

²² AVCA, 2015, *African Private Equity Data Tracker*.

²³ EMPEA, 2013, *Annual Fundraising and Investment Review*.

²⁴ EMPEA, 2013, *Annual Fundraising and Investment Review*.

²⁵ D'après le GIIN, l'impact investment est l'activité d'investissement d'investir dans des sociétés, organisations et fonds avec l'intention de générer des impacts sociaux et environnementaux en plus d'un rendement financier.



Focus sur Injaro Investments



Injaro Investments est un gestionnaire de fonds de capital investissement créé en 2009 par une équipe d'entrepreneurs Ouest-Africains.

Injaro investit des montants compris entre 300 000 EUR et 5 millions EUR dans des entreprises de la chaîne de valeur agricole en relation avec des petits producteurs, et ce dans les pays suivants - Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Ghana, Mali, Niger et Sierra Leone.

Injaro investit en prise de participation minoritaire et en dette et apporte en tant qu'actionnaire un appui de proximité aux entreprises pendant 5 à 7 ans.

La stratégie sectorielle d'Injaro est fondée sur la recherche d'un impact social positif pour les petits agriculteurs et pour les personnes à faibles revenus.

Le gestionnaire recherche aussi un retour sur investissement par l'amélioration et la productivité de la chaîne de valeur agricole.

Depuis 2012, Injaro a levé 45 millions EUR auprès des principales institutions de financement internationales actives en Afrique (DFID, Proparco, FMO, Lundin, SEDF etc.).

Injaro a déjà financé 7 entreprises dans 5 pays, avec un investissement moyen de 400 000 EUR.

Avec deux bureaux à Accra et Abidjan et une équipe de 8 professionnels de l'investissement, Injaro fait partie du petit pool d'investisseurs ouest-africains capables de financer les entreprises jeunes avec des besoins inférieurs à 1 million EUR.



Focus sur Investisseurs & Partenaires (I&P)



**I&P INVESTISSEURS
& PARTENAIRES**

Investisseurs & Partenaires (I&P) est un groupe d'investissement basé à Paris, Abidjan, Accra, Dakar, Douala, Ouagadougou et Tananarive.

I&P a pour mission de promouvoir l'entrepreneuriat en Afrique en investissant dans les PME africaines sous forme de prise de participation minoritaire au capital et de prêts d'actionnaires participatifs ou convertibles. I&P apporte aussi aux PME un appui de proximité pendant une période de 5 à 7 ans à l'issue de laquelle sa participation est cédée.

Créé en 2002, I&P est l'un des premiers capital-investisseurs dédiés aux PME africaines et a réalisé plus de 50 investissements pour des montants unitaires compris entre 100 000 EUR et 1,5 million EUR dans 15 pays d'Afrique : Sénégal, Niger, Mali, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Ghana, Bénin, Cameroun, Gabon,

République Démocratique du Congo, Ouganda, Namibie, Kenya, Madagascar et Comores.

I&P a réalisé 10 sorties en revendant ses actions aux entrepreneurs eux-mêmes et/ou à des tiers.

I&P gère deux véhicules d'investissement : I&P Développement, une société d'investissement de 11 million EUR dédiée aux petites entreprises, et I&P Afrique Entrepreneurs, un fonds d'investissement de 54 million EUR qui finance les entreprises moyennes pour des montants compris entre 300 000 EUR et 1,5 million EUR.

En plus de son activité d'investissement direct, I&P appuie l'émergence d'équipes d'investissement africaines dont le mandat est de financer les petites entreprises aux besoins compris entre 30 000 EUR et 300 000 EUR. I&P a déjà sponsorisé 3 sociétés d'investissement au Niger (Sinergi Niger), au Burkina Faso (Sinergi Burkina) et au Sénégal (Teranga Capital), en prenant le rôle de partenaire métier. I&P leur apporte une partie significative de leur capitalisation, une expérience de l'investissement et un accompagnement de proximité.

Quelques investisseurs ont déjà démontré avec succès que financer les petites entreprises à fort potentiel en suivant une méthode inspirée du capital-investissement est à la fois rentable et générateur d'impacts développementaux importants.

L'analyse du secteur montre que les entreprises ayant le plus besoin du capital-investissement – les petites entreprises à fort potentiel – ont encore un faible accès à cette solution en raison de l'absence d'investisseurs aux stratégies adaptées.

Ces entreprises employant généralement entre 5 et 50 employés et au chiffre d'affaires compris entre 50 000 EUR et 500 000 EUR ne peuvent tout simplement pas absorber des investissements de l'ordre d'1 million EUR sans un risque pour l'entrepreneur de perdre le contrôle de sa société, ou pour l'entreprise de subir une crise de croissance. Rares sont donc les capital-investisseurs auxquels elles peuvent s'adresser.

Un nouveau type d'investisseurs peut saisir cette opportunité et faire émerger ces futurs champions en investissant des montants inférieurs (par exemple entre 50 000 et 500 000 EUR).

Quelques investisseurs ont déjà démontré avec succès que financer les petites entreprises à fort potentiel en suivant une méthode inspirée du capital-investissement est à la fois rentable et générateur d'impacts développementaux importants.

Ils ont développé des modèles innovants qui s'adaptent aux contraintes du segment des petites entreprises africaines, comme le fort besoin d'accompagnement, les standards de gouvernance insuffisants et les options de sortie limitées. Leur stratégie de création de valeur est souvent différente de l'industrie classique des fonds d'investissements, et met davantage l'accent sur la croissance du chiffre d'affaires et l'investissement que sur la restructuration interne ou la consolidation par fusion/acquisition.

Les investisseurs suivants ont pour mandat de financer les petites entreprises, dont les besoins se situent entre 30 000 EUR et 500 000 EUR, et qui sont souvent jeunes ou en création :

- Business Partners International (Afrique australe, Afrique de l'Est)
- XSMML (République Démocratique du Congo, République Centrafricaine)
- Grofin (Afrique de l'Est, Afrique du Sud, Ghana)
- Investisseurs & Partenaires, à travers le fonds I&P Développement (principalement Afrique francophone)
- Sinergi (Niger)
- Savannah Fund (Kenya)
- SME impact fund (Tanzanie)
- Kukula Capital (Zambia)
- Sinergi Burkina (Burkina Faso)
- Teranga Capital (Sénégal).



INVESTISSEUR - Pourquoi les capital-investisseurs sont-ils réticents à financer les petites entreprises ?



Olivier Lafourcade, Président d'I&P Développement

« Une des raisons pour lesquelles les petites entreprises sont encore peu financées réside dans le comportement naturel de « creeping up » des

investisseurs : même lorsqu'un investisseur débute en finançant des petites entreprises, il est mécaniquement poussé à augmenter son ticket d'investissement dans le temps. C'est ce qui s'est passé avec I&P, qui a démarré par des investissements de 100 000 ou 200 000 EUR et qui maintenant investit des montants entre 300 000 EUR et 1,5 million EUR.

Cela s'explique largement par les coûts de transaction : il est plus rentable de réaliser un investissement de 2 millions EUR dans une entreprise moyenne, plutôt que 10 investissements de 200 000 EUR dans 10 petites entreprises différentes.

En effet, l'appui personnalisé apporté à chaque entreprise exige de passer 10 fois plus de temps pour accompagner les entreprises dans le second cas, ce qui augmente les frais de suivi et diminue la rentabilité nette.

Mais il faut savoir regarder au-delà de l'arithmétique des coûts de transaction : par rapport aux grandes entreprises, les petites entreprises à fort potentiel sont très nombreuses, ce qui permet à l'investisseur d'exercer une grande sélectivité.

Leur stade de développement rend possible des croissances rapides et d'importants gains de productivité. Ce segment regorge d'un potentiel encore largement inexploité. »



Focus sur Business Partners



Business Partners est l'un des premiers investisseurs Africains à financer les petites entreprises à grande échelle.

Depuis 1981, la société sud-africaine a investi 1,5 milliard USD dans 70 204 petites entreprises en

Afrique du Sud, et a construit un réseau de 22 agences dans les pays gérés par 70 chargés d'investissements. Avec un investissement moyen de 250 000 USD par entreprise, Business Partners est l'un des seuls investisseurs capable de financer les petites entreprises.

Business Partners a développé un modèle unique, différent du capital-investissement classique.

En atténuant les risques et en standardisant la méthodologie d'investissement, Business Partners a pu atteindre une taille importante tout en offrant des montages financiers adaptés aux petites entreprises.

Sa stratégie est de financer des entreprises existantes avec une diversité d'instruments financiers, tels que la prise de participation en capital, les prêts d'actionnaires participatifs, les crédits de moyen terme garantis par des actifs, etc.

Business Partners accompagne aussi les entrepreneurs à travers un réseau de 400 experts qui parrainent les entreprises, et dont les interventions sont financées par des prêts à taux zéro offerts par Business Partners.

En 2005, Business Partners s'est associé à la Société Financière Internationale (SFI) pour répliquer son modèle en Afrique de l'Est et en Afrique australe.

Aujourd'hui Business Partners International a 5 filiales dans 5 nouveaux pays : Kenya, Rwanda, Malawi, Zambie et Namibie. Vous trouverez davantage d'information sur Business Partners en anglais dans le rapport Impact Assets 2013.



« Dans nos pays d'intervention, les grandes entreprises restent relativement rares. La plus forte demande de financement est en fait dans le segment des petites et moyennes entreprises, celles dont les besoins se situent entre 50 000 EUR et 2 500 000 EUR. Les financer demande aux investisseurs d'adapter leurs modèles.

XSML est un capital-investisseur créé en 2008 et avec une spécialisation géographique sur la République Démocratique du Congo et la République Centrafricaine depuis 2011.

En quatre ans, XSML a financé 26 petites entreprises dans une variété de secteurs (agroalimentaire, transport, éducation, pharma et santé, services), avec des investissements unitaires compris entre 246 000 EUR et 1 million EUR et un montant moyen de 495 000 EUR.

Cet historique en fait non seulement l'investisseur le plus actif en RDC et en RCA, mais aussi l'un des investisseurs en Afrique capable de financer les petites & moyennes entreprises avec réussite.

XSML a développé un modèle inspiré du capital-investissement, avec un fort taux de sélectivité et un accompagnement de proximité.

Toutes les PME sont financées sous forme de prêts sécurisés par des garanties, et XSML prend des participations minoritaires au capital de 40% des entreprises financées. C'est un vrai modèle de finance « mezzanine », combinant dette et equity.

XSML gère le Central Africa SME Fund, un fonds de 19 millions USD levé auprès d'institutions internationales comme l'IFC, le FMO et la Lundin Foundation for Africa.

L'équipe d'investissement et de suivi est constituée de 10 personnes et basée en RDC, RCA, Hollande et Angleterre ».

Conclusion 2 :

La plupart des petites entreprises Africaines à fort potentiel n'a pas encore accès au capital-investissement.

Très peu d'investisseurs sont présents sur ce segment qui présente pourtant des opportunités immenses de valeur ajoutée et d'impact développemental.

La section 2 montre comment plusieurs acteurs ont adapté le modèle du capital-investissement à ces cibles.



© Béchir Malum.

2

Le métier du capital-investissement - Investir, Accompagner, Sortir -

1

Investir

- 1) Instruire une opportunité d'investissement
Une analyse très exigeante
La nécessité de renforcer chaque projet avant l'investissement
- 2) Valoriser une entreprise
- 3) Structurer une opération d'investissement
- 4) Négocier un pacte d'actionnaires

2

Accompagner la croissance

- 1) Mettre en place la gouvernance
- 2) Formaliser et structurer l'entreprise
La conformité légale et fiscale de la société
L'obtention d'une information comptable et financière fiable
- 3) Appuyer le management
- 4) Organiser des missions d'assistance technique
- 5) Mobiliser des financements additionnels
- 6) Améliorer les pratiques environnementales et sociales et mesurer l'impact

3

Sortir

- Cession à l'entrepreneur
- Cession à un tiers

2

Le métier du capital-investissement - Investir, Accompagner, Sortir -

INTRODUCTION

La méthode du capital-investissement répond aux besoins de nombreuses petites entreprises à fort potentiel en Afrique, tout en étant créatrice de valeur pour l'investisseur à la fois en termes d'impact et de rentabilité. Mais investir dans des petites entreprises est un métier très différent du capital-investissement classique, souvent plus exigeant et difficile : il demande d'être l'un des premiers investisseurs dans une entreprise fragile et peu structurée, de prendre un risque important aux côtés de l'entrepreneur et de mettre en place avec lui les processus de gouvernance et de gestion. Son succès dépend de trois facteurs principaux :

- Une grande sélectivité pour identifier les meilleurs entrepreneurs.
- Une adaptation à la vision de chaque entrepreneur en préparation de la sortie.
- Une forte implication de l'investisseur pour accompagner l'entrepreneur.

Cette section n'est pas un guide technique détaillé du capital-investissement, pour lequel des documents de référence existent déjà. Son objectif est de présenter les méthodes que certains acteurs ont développées pour l'adapter à la cible des petites entreprises africaines, en mettant en valeur les leçons d'expérience des investisseurs et des entrepreneurs. Elle présente les trois temps d'un partenariat :



**L'instruction
du dossier et la
préparation du
partenariat**



**L'accompagnement
de l'entreprise dans
sa croissance**



**La réalisation
de la sortie**

Ces trois temps chronologiques sont en réalité étroitement imbriqués. Par exemple, le mécanisme de sortie est abordé dès le processus d'instruction et préparé par le pacte d'actionnaires.

1 Investir

La méthodologie d'investissement diffère selon la stratégie de chaque capital-investisseur : plus un investisseur prend de risque, et plus il approfondit l'instruction du dossier ; plus il investit en capital, et plus il insiste sur la négociation du montage.

1) Instruire une opportunité d'investissement

▣ Une analyse très exigeante

À la différence des autres acteurs (banques, institutions de microfinance), le capital-investisseur prend le risque de perte totale de capital lorsqu'il finance une entreprise ; il investit en effet la plupart du temps sans garanties. Il doit donc être très sélectif dans le choix des entrepreneurs qu'il accompagne, et conduit un processus d'instruction (la « due diligence ») très approfondi.

Du fait de la rareté des incubateurs et accélérateurs dans la plupart des pays d'Afrique, et de la connaissance limitée des standards d'un investisseur en capital, même les projets les plus prometteurs restent peu mûrs pour un investissement.



Les points-clés de l'instruction

Le capital-investisseur analyse en détail chaque entreprise et principalement :

- *L'entrepreneur : son parcours, sa vision, ses compétences.*
- *La performance historique de l'entreprise et le chemin déjà réalisé pour le projet d'investissement.*
- *Le marché et l'avantage concurrentiel de l'entreprise, notamment face à la concurrence informelle et aux importations.*
- *Les moyens humains et techniques de mise en œuvre du projet.*
- *Le modèle financier.*
- *La gestion des risques sociaux et environnementaux et le potentiel d'impact de l'entreprise.*



ENTREPRENEUR

Djibrilla Hima, Saphar, Niger



Saphar est un grossiste-répartiteur pharmaceutique créé en 2000 et qui est aujourd'hui le troisième distributeur de produits pharmaceutiques du pays, après deux filiales de groupes internationaux.

« Le processus d'instruction a été long : nous avons pris contact avec le fonds d'investissement en juillet

2004 et avons conclu en mars 2006.

Mais il nous a permis de construire une relation de confiance et préparer notre partenariat, de diagnostiquer les difficultés, expliquer les insuffisances et essayer de déterminer les solutions à apporter. L'instruction, et notamment l'audit financier réalisé par un cabinet d'audit désigné par l'investisseur, a mis en valeur des faiblesses comptables et financières qui cachaient d'importantes pertes dont nous n'avions alors pas connaissance ».

Rares sont les petites entreprises qui peuvent être financées avant une période de due diligence minimale de 4 mois, et certaines instructions peuvent aller jusqu'à plusieurs années dans les cas plus complexes comme les entreprises en création ou en redressement.

Le capital-investisseur rejette donc rapidement la plupart des demandes de financement, et ce dès la première lecture du plan d'affaires et des comptes, afin d'allouer son temps aux dossiers vraiment prometteurs.

📌 La nécessité de renforcer chaque projet avant l'investissement

L'instruction est non seulement une phase d'analyse, mais aussi de renforcement de l'entreprise. **En même temps qu'il réalise ses diligences, le capital-investisseur joue en réalité un rôle de conseil et de maturation** : il aide les entrepreneurs à réduire les risques de leurs projets pour mieux absorber un financement.

Ainsi le niveau d'implication de l'investisseur est souvent élevé : il contribue à la définition de la stratégie, à la construction du business plan, à l'étude de marché et au choix technologique le cas échéant. Cette période est très intense pour les entreprises et demande beaucoup de temps aux entrepreneurs et à leurs équipes : il n'est pas rare que cet effort se fasse au détriment de la performance de l'entreprise et l'investisseur doit rester vigilant sur ses exigences.

En même temps qu'il réalise ses diligences, le capital-investisseur joue en réalité un rôle de conseil et de maturation.

**Khady Nakoulima,
Nest for All :**

« I&P a une attitude très prudente et a tout questionné pendant environ 2 ans avant d'investir. Chaque aspect du modèle de l'entreprise est remis en question. Le rôle de l'investisseur est de challenger l'entrepreneur mais il reste impossible de tout prévoir ».



ENTREPRENEUR

Gabriel Fopa, ITG Store, Cameroun



Créée en 2006 à Douala par un tandem franco-camerounais, ITG Store est une société de services, d'intégration de services et d'outsourcing de services informatiques.

« La phase d'instruction est primordiale. Tous les rendez-vous préparatoires et toutes les missions techniques menées au sein de l'entreprise

avant l'investissement sont nécessaires pour se rencontrer et apprendre à se comprendre.

Au début, l'entrepreneur et l'investisseur parlent deux langages différents, il y a un temps d'explication de texte, d'harmonisation du dictionnaire.

D'un côté, il y a l'entrepreneur, passionné et persuadé que tout le monde comprend son métier, pourquoi il le fait et pourquoi il est riche en potentiel.

De l'autre, le financeur qui a ses invariants : il pose par exemple des questions sur le marché, le positionnement des concurrents, leurs forces et faiblesses, etc. alors que l'entrepreneur n'y a pas réfléchi minutieusement, il est trop centré sur ses propres forces et comment les capitaliser. L'investisseur fait prendre conscience au promoteur que finalement la passion et la technique ne suffisent pas, que ce n'est que le début de ce qui est nécessaire à une entreprise.

Au début, je n'étais pas très à l'aise avec les due diligences réalisées dans mon entreprise et auprès des clients et des prospects, je me sentais déshabillé en plein marché, j'ai failli demander à arrêter la mission. Mais j'ai rapidement compris que c'était un exercice utile : il a mis en avant les réelles perceptions des clients, la profondeur du marché et les forces et les faiblesses d'ITG, en l'occurrence que l'entreprise avait la capacité technique et technologique de porter les projets mais qu'elle manquait désormais de surface financière pour croître ».

Une relation de confiance et de compréhension mutuelle se construit.

En travaillant à ses côtés dès l'instruction du dossier, l'investisseur démontre aussi à l'entrepreneur sa valeur ajoutée et lui donne envie de l'accueillir comme nouvel actionnaire et administrateur. **Une relation de confiance et de compréhension mutuelle se construit**, d'ailleurs plutôt d'individu à individu qu'entre la société et l'investisseur. Dans un contexte où les petites entreprises sont détenues par des actionnaires très proches et souvent familiaux, cette « convergence des esprits » est aussi importante que la convergence d'intérêt entre un investisseur et une entreprise. La relation de confiance est nécessaire pour aborder la négociation, et peut même être l'élément déterminant pour convaincre un entrepreneur d'ouvrir son capital. Elle est bien sûr réciproque car l'investisseur prend la plupart du temps une participation minoritaire au capital de la société, ce qui le rend largement dépendant de l'entrepreneur qui est souvent à la fois actionnaire majoritaire et dirigeant.



ENTREPRENEUR

Appolinaire Tchakounang, Freshco, Cameroun



Créée en 1996, Freshco est une entreprise à capitaux 100% camerounais qui a pour activité la production et la commercialisation des produits laitiers (yaourt et crème glacée) et des jus de fruit naturels.

« C'est la première fois qu'il m'était demandé autant d'information. C'est une phase

qui peut être pénible, l'investisseur entre dans le détail de l'entreprise et cela demande de mettre en place des procédures et des outils de gestion de l'information. C'est beaucoup de pression, d'autant plus qu'on est plongé au quotidien dans l'opérationnel.

Même s'il n'a finalement pas abouti à un partenariat, le travail avec l'investisseur et les experts techniques lors des due diligence a été très constructif.

Avec le recul, il nous a donné une autre vision de notre entreprise, il nous a permis de mettre de l'ordre, de mieux nous organiser, de construire un business plan et de pouvoir le suivre, de mettre en place des outils pour lire et servir notre activité.

Ces phases d'instruction peuvent être éprouvantes et laborieuses mais elles sont très importantes, à la fois pour l'investisseur, pour qu'il comprenne le business, et pour le promoteur ou le gérant pour qu'il s'imprègne de cette nouvelle méthode de gestion. »

Au cours de l’instruction, l’investisseur et l’entrepreneur s’accordent sur un « term sheet » (protocole d’accord) qui présente les principales données de l’investissement : le montage financier, les projections financières, les règles de gouvernance, le mécanisme de sortie et la valorisation de l’entreprise.



INVESTISSEUR

Dadié Tayoraud,
Injaro Investments



« Le capital investissement est un financement nouveau en Afrique et il faut prendre le temps de l’expliquer aux entrepreneurs, qui comprennent mieux la dette.

Pour convaincre un entrepreneur à accueillir un partenaire à son capital, il faut souvent adopter une démarche de conseil et prouver qu’on lui apportera non seulement de l’argent, mais aussi une valeur ajoutée stratégique et managériale.

Il n’est pas rare qu’un investissement se conclue après plusieurs années de relations.

Au cours des diligences, nous contribuons la plupart du temps à la définition de la stratégie et à l’élaboration du business plan.

C’est un travail de co-construction nécessaire, qui aboutit à une stratégie commune et rend possible l’investissement.

Cela permet de gagner du temps et d’aligner l’investisseur et l’entrepreneur sur une stratégie et une vision commune de l’entreprise ».



2) Valoriser une entreprise

Prendre une participation au capital d'une société implique de définir une valeur pour la société, afin de fixer le prix des actions qui vont être acquises par l'investisseur, qu'il s'agisse d'une augmentation de capital ou d'un achat d'actions déjà existantes. Cette valeur doit traduire à la fois la situation de l'entreprise sur son marché, ses actifs, son fonds de commerce et son potentiel de développement.

Lorsque la société est en création, sa valeur correspond généralement à son capital social et les investisseurs achètent les actions la plupart du temps au nominal, c'est-à-dire sans prime d'émission. Ils peuvent accepter dans certains cas que les entrepreneurs valorisent des apports immatériels, dans une proportion limitée.

Lorsque l'entreprise existe depuis quelques années, plusieurs approches sont envisageables pour déterminer sa valeur, qui n'est jamais absolue mais reflète plutôt l'intérêt de chacune des parties pour la transaction.

Les trois méthodes les plus utilisées pour valoriser les petites entreprises africaines sont :

- **Les fonds propres de l'entreprise** : cette méthode patrimoniale évalue l'entreprise en calculant la différence entre les actifs et les dettes au bilan comptable. Elle détermine aussi le surplus éventuel de valeur « immatérielle » par rapport à sa valeur comptable.



ENTREPRENEUR

Jules Kébé, Duopharm, Sénégal



Duopharm est un distributeur de produits pharmaceutiques Sénégalais né du regroupement de plus de 300 pharmaciens actionnaires.

« Il y a dès le début un accord à trouver sur les modalités de valorisation de l'action de l'entreprise, à l'entrée comme à la sortie.

Le promoteur doit donc être très averti des différentes méthodes de valorisation et avoir une vision stratégique du développement de l'entreprise pour préparer en amont la sortie future du fonds d'investissement ».

- **La méthode des multiples** : elle définit la valeur d'une entreprise par un multiple de sa marge opérationnelle ou de sa marge nette (par exemple, 7 fois le résultat net). Elle peut prendre exemple sur les formules de valorisation utilisées dans des opérations d'investissement comparables, c'est-à-dire réalisées dans des secteurs et/ou pays similaires.
- **La rentabilité future de l'entreprise** : cette méthode détermine la valeur d'une entreprise à partir des prévisions de rentabilité futures ; elle dépend des hypothèses de croissance choisies dans le business plan.

La valorisation de l'entreprise à l'entrée de l'investisseur est une étape délicate : c'est un enjeu sensible pour l'entrepreneur et souvent hors de sa zone d'expertise. Il arrive parfois que les discussions aboutissent à une impasse. En effet, l'entrepreneur tend à donner un prix élevé à sa société, lié à la valeur symbolique du temps qu'il a consacré à la faire croître et à une vision optimiste de ses perspectives de croissance. De son côté, l'expérience de l'investisseur le rend plus mesuré sur les perspectives de l'entreprise compte tenu notamment de la fragilité de l'environnement ; il souhaite aussi maîtriser son risque sachant qu'il n'est pas en possession de toute l'information sur l'entreprise. En cas d'impasse sur la valorisation, un travail sur les clauses du pacte d'actionnaires (voir section 2, 2.4) peut faciliter l'accord entre l'investisseur et l'entrepreneur en élargissant la négociation.

En cas d'impasse sur la valorisation, un travail sur les clauses du pacte d'actionnaires peut faciliter l'accord entre l'investisseur et l'entrepreneur en élargissant la négociation.



INVESTISSEUR

ZOOM : Comment sortir d'une impasse sur la valorisation ?

Pierre Carpentier,
Directeur d'investissement, I&P



« L'investisseur doit faire preuve d'imagination et de pédagogie pour trouver un accord alignant les intérêts des parties. La valorisation est au cœur de son savoir-faire, c'est à lui de faire l'effort de s'adapter aux contraintes de l'entrepreneur.

Pour l'entrepreneur, la valorisation a un impact sur

trois éléments : le pourcentage de détention du capital par l'investisseur, la répartition des pouvoirs entre les actionnaires et la répartition des dividendes.

Or la valorisation doit être considérée dans une négociation plus large. En réalité, le pacte d'actionnaires peut fixer des conditions préférentielles pour l'entrepreneur sur ces trois éléments.

Sur la répartition du capital, le pacte peut prévoir des mécanismes d'ajustement du niveau de participation de l'investisseur sur la base de la performance réelle

future. Par exemple, en échange d'une acceptation par l'entrepreneur de la valorisation proposée par l'investisseur à l'entrée, l'investisseur peut s'engager à lui rétrocéder gratuitement un certain nombre d'actions si l'entreprise atteint certains objectifs de performance après quelques années. Ainsi, le promoteur augmentera sa part au capital s'il prouve que ses prévisions de croissance étaient justes.

La valorisation à l'entrée dépend aussi du mode de sortie : si par exemple l'entrepreneur souhaite racheter les parts de l'investisseur à l'issue de la période, la même formule de valorisation peut être utilisée à l'entrée et à la sortie, ce qui aligne les intérêts.

Concernant la répartition des pouvoirs, le pacte peut prévoir des droits de veto pour l'entrepreneur et le protéger sur les décisions stratégiques au conseil d'administration et en assemblée générale, notamment sur les sujets touchant à la géographie du capital.

Enfin, le pacte d'actionnaires peut fixer des dividendes prioritaires pour le promoteur ».

Le capital-investisseur se distingue par sa capacité à personnaliser les montages financiers en utilisant des instruments qui s'adaptent aux besoins des petites entreprises.

3) Structurer une opération d'investissement

Une caractéristique forte du capital-investisseur par rapport aux autres financeurs est sa capacité à personnaliser le montage financier en l'adaptant aux profils de chaque société.

Plusieurs modèles de financement de la petite entreprise se sont développés (voir section 1, 2.2) : certains investisseurs financent les petites entreprises principalement au moyen de participations en capital, et d'autres utilisent plus largement les outils de dette. En réalité la plupart des opérations d'investissement combinent ces instruments, et le métier de ces deux types d'investisseurs sont très proches : dans le contexte des petites entreprises africaines, le niveau de risque d'une dette au long terme partiellement garantie par des actifs et d'un investissement en capital ne sont pas si éloignés, et les investisseurs en dette accompagnent les entreprises d'une manière souvent aussi proche que ceux qui prennent des participations en capital. L'instrument financier se choisit donc principalement par rapport aux besoins de chaque entreprise au cas par cas.

Pour personnaliser les montages financiers, le capital-investisseur utilise une gamme diversifiée d'instruments financiers dont les deux principaux sont la prise de participation (capital) et le prêt d'actionnaire participatif et/ou convertible (quasi-capital) :

- **La prise de participation au capital** est un apport numéraire sous la forme de fonds propres, non remboursable par la société financée, qui vient augmenter son capital social. L'investisseur se porte acquéreur d'actions de l'entreprise qui sont rémunérées par la plus-value réalisée à la revente et éventuellement par des dividendes. Il devient actionnaire de l'entreprise et prend part à sa gouvernance.
- **Le prêt d'actionnaire participatif** est une dette à rembourser par la société mais sera la dernière dette remboursée en cas de liquidation. Il est rémunéré par un taux d'intérêt fixe, généralement en deçà des taux d'intérêts bancaires, auquel s'ajoute une rémunération variable indexée sur le chiffre d'affaires ou sur le résultat net de la société. Ainsi, il permet un certain partage des risques et des profits entre l'investisseur et l'entrepreneur, à la différence du taux d'intérêt bancaire qui est fixe. Il peut aussi être convertible en actions sous certaines conditions, ce qui permet alors d'augmenter la participation de l'investisseur au capital de la société. Il peut également donner accès à la gouvernance dans une certaine mesure.

Participation au capital

	+ Avantages	- Inconvénients
► Pour l'investisseur	<p>Partage total des profits</p> <p>Participation à la gouvernance de l'entreprise</p>	<p>Partage total du risque avec l'entrepreneur</p> <p>Possibilités de cession d'actions limitées et parfois restreintes à une cession à l'entrepreneur</p>
► Pour l'entrepreneur	<p>Partage des risques avec l'investisseur</p> <p>Pas d'engagement de remboursement pris par l'entreprise</p> <p>Absence de coût de financement au compte de résultat pour l'entreprise</p>	<p>Partage des profits avec l'investisseur</p> <p>Nécessité de racheter les parts de l'investisseur à l'issue de la période d'investissement, ou d'accepter qu'elles soient cédées à un tiers</p>

Prêt participatif

	+ Avantages	- Inconvénients
► Pour l'investisseur	<p>Taux d'intérêt fixe de base offrant un rendement minimum attendu</p> <p>Partage partiel des profits grâce un taux de participation fixé sur le résultat ou le chiffre d'affaires</p> <p>Remboursement par l'entreprise et non dépendant d'une sortie externe</p>	<p>Donne un accès moins systématique à la gouvernance de l'entreprise</p> <p>Rendement moins élevé que le capital en cas de succès</p>
► Pour l'entrepreneur	<p>Taux d'intérêt global faible en cas de mauvaise performance</p> <p>Pas de rachat des actions de l'investisseur ni de cession de ces actions à un tiers</p>	<p>Taux d'intérêt global élevé en cas de bonne performance</p> <p>Nécessité de rembourser le prêt avec la trésorerie de l'entreprise</p>

Grâce à cette gamme d'instruments, trois principes fondamentaux sont respectés :

- **Investir sur le long terme** : les petites entreprises africaines exigent un temps d'accompagnement long (5 ans minimum) pour monter en puissance, se consolider et s'inscrire pleinement dans le système bancaire.
- **Adapter les instruments financiers à la vision de l'entrepreneur** : la plupart des entrepreneurs souhaitent conserver le contrôle de leur entreprise, et donc que l'investisseur prenne une participation minoritaire au capital. Pour ne pas prendre la majorité, l'investisseur doit parfois réaliser une partie de son investissement en prêt participatif. Le montage tient aussi compte de la vision de l'entrepreneur sur la sortie de l'investisseur : par exemple, investir davantage en prêt participatif qu'en capital permet de faciliter le rachat des parts par un entrepreneur ayant une vision patrimoniale. Au contraire, si l'entrepreneur préfère que l'investisseur vende ses actions à un tiers en fin de période d'investissement, investir davantage en capital permet de renforcer l'entreprise sans trop l'endetter.
- **Adapter les instruments financiers à la performance de l'entreprise** : en investissant en capital et en prêt participatif, l'investisseur accepte que sa rentabilité dépende de la performance de l'entreprise, dans une logique de partage des risques et des profits.

**Folly Koussawo,
Trianon Gabon :**

« En Afrique centrale, au mieux les banques acceptent de financer le très court terme. La présence d'un fonds change la donne en termes de trésorerie notamment, c'est primordial dans la tranquillité de gestion de l'entrepreneur, ça permet de faire des projets de moyen-terme ».



INVESTISSEUR

**Barthout van Slingelandt,
XSML Capital**



« Dans nos pays d'intervention, les ressources financières ne sont pas nécessairement bien adaptées aux besoins des PME et sont souvent chères. Les acteurs traditionnels comme les banques ne sont pas toujours bien équipés pour prêter aux PME dans des conditions favorables pour une entreprise en

croissance. Cela rend un investisseur comme XSML complémentaire dans son offre de financement, car nous n'analysons pas seulement les garanties mais aussi le plan de croissance, les capacités de gestion d'une entreprise, les flux de trésorerie, etc.

En même temps, sortir d'une petite entreprise reste difficile et cela rend les investissements en prise de participation en capital risqués.

Nous utilisons donc beaucoup les instruments de quasi-capital, et notamment le prêt d'actionnaire « participatif ». Il est rémunéré par deux mécanismes : un taux d'intérêt fixe au niveau des taux bancaires, et un « revenue sharing » qui est un taux de participation à la performance de l'entreprise, par exemple fixé sur le chiffre d'affaires.

Cet instrument convient bien aux entrepreneurs car il partage les risques et les profits : si l'entreprise ne remplit pas ses objectifs de chiffre d'affaires, alors le prêt sera peu cher, et ce n'est que si l'entreprise fait des profits importants que le prêt sera cher.

Du point de vue de l'investisseur, ce type de montage limite les risques en assurant un revenu fixe et en ne faisant pas dépendre la performance de l'investisseur exclusivement sur sa sortie. Il conserve aussi un potentiel d'upside en assurant que le prêt est très bien rémunéré si l'entreprise remplit ou dépasse ses objectifs. »

4) Négocier un pacte d'actionnaires

Le pacte d'actionnaires est un contrat privé passé entre les actionnaires d'une société : en complément des statuts auxquels il est subordonné, il permet de donner une plus grande souplesse aux relations entre actionnaires au moyen de clauses portant sur l'organisation des pouvoirs, l'émission et le transfert des actions, le mécanisme de sortie de l'investisseur, etc. Il est utilisé de manière systématique par les capital-investisseurs.

L'investissement en capital est encore peu connu en Afrique. Le capital-investisseur est souvent le premier actionnaire non-familial qui entre au capital des petites entreprises. Les clauses standards d'un pacte d'actionnaires peuvent donc être perçues avec incompréhension ou méfiance par les entrepreneurs.

Le capital-investisseur doit faire preuve de pédagogie pour expliquer les clauses du pacte d'actionnaires et accompagner la découverte de ces éléments nouveaux pour les entrepreneurs.



ENTREPRENEUR

Jaco Chan,
Indian Ocean Trepang (IOT),
Madagascar



IOT est une entreprise industrielle d'aquaculture, de conditionnement et d'exportation de trépangs (concombres de mer) installée au Sud-Ouest de Madagascar.

« Lors des négociations du pacte d'actionnaires, certains termes techniques propres à la finance et au juridique méritent un effort de pédagogie

afin qu'ils soient plus simples et compréhensibles par l'entrepreneur qui n'a pas nécessairement la formation ou l'expérience adéquate ».

Il est souvent utile de procéder par étapes, en commençant par transmettre au promoteur un document de cadrage sur les termes généraux de l'investissement. Seulement après un premier échange sur la base de ce document, le term sheet (protocole d'accord) peut être proposé et discuté. Il rassemble l'ensemble des données de l'investissement de manière détaillée : montage financier, valorisation de l'entreprise, clauses de gouvernance, clauses de liquidité, etc. Il est généralement signé par l'investisseur et l'entrepreneur après l'approbation du dossier par son comité d'investissement.

Enfin, au moment de la réalisation de l'opération, l'investisseur rédige un pacte d'actionnaires qui traduit le term sheet sous une forme juridique valable. Ce pacte d'actionnaires est signé par tous les actionnaires de la société et sert de fondement juridique au partenariat.

Le pacte d'actionnaires respecte en général certains principes clés :

- **L'adaptation à la vision de l'entrepreneur, notamment sur la sortie de l'investisseur**

Certains entrepreneurs ont une vision patrimoniale de leur société : ils souhaitent accueillir un partenaire institutionnel pour quelques années, puis racheter ses actions. D'autres entrepreneurs préfèrent ouvrir leur capital sur le plus long terme car ils prennent goût au travail avec des associés.



ENTREPRENEUR

Folly Koussawo, Trianon BTP, Gabon



Trianon BTP Gabon est une société de construction de droit gabonais créée en 2012 par une équipe de jeunes professionnels formés et dotés d'une solide expérience professionnelle en France.

« Le pacte d'actionnaires est une étape décisive dans la négociation avec le fonds d'investissement.

C'est le moment où le partenariat est devenu concret pour moi, où j'ai pleinement pris conscience de l'impact de l'arrivée du fonds, que je n'allais plus décider et être seul à la tête de mon entreprise, que les engagements pris impliqueraient de réelles contreparties. Au début, le fait que le fonds soit minoritaire me rassurait beaucoup mais en rédigeant et en lisant le pacte, j'ai compris qu'il allait être associé à toutes les décisions importantes et allait avoir des droits particuliers.

Dans la négociation d'un pacte d'actionnaires, je dirais qu'il y a deux approches : un travail de compréhension purement juridique et puis un cheminement que je qualifierais de psychologique. J'ai été conseillé par des avocats et des financiers et j'ai échangé de manière transparente et ouverte avec l'investisseur afin de comprendre les termes juridiques et leurs implications, et accepter, ou non, les contraintes liées à l'arrivée d'un investisseur au capital de Trianon.

J'ai compris qu'il y avait dans ce pacte le fond et la forme, la théorie juridique et la pratique. J'ai compris l'esprit du pacte, qu'un tel contrat n'est pas rédigé pour les cas où le partenariat se passe bien mais pour régler d'éventuels aspects plus difficiles, par exemple dans le cas où l'entrepreneur ne respecterait délibérément plus les règles de gouvernance.

C'est en faisant l'exercice de me mettre à la place du fonds puis revenir à la mienne, que j'ai compris que le pacte était signé pour protéger les intérêts de chacun et non pour me contraindre. »

Dans les deux cas, les mécanismes de sortie de l'investisseur (voir section 2, 3.) sont prévus en détail dès le pacte d'actionnaires pour refléter le principe retenu. Le pacte protège l'entrepreneur autant que l'investisseur contre le non-respect de ces principes.

■ **L'alignement des intérêts des actionnaires et du management**

La réussite financière des actionnaires dépend de la performance des dirigeants, et ceux-ci travailleront mieux s'ils bénéficient de la valeur créée par la croissance de l'entreprise.

Si les dirigeants sont actionnaires de l'entreprise, ils profiteront de la valeur créée par l'augmentation de la valeur de leurs actions. Si les dirigeants sont actionnaires très minoritaires ou non actionnaires de l'entreprise, l'investisseur peut les intéresser à la performance avec plusieurs mécanismes : primes de salaire, droit d'obtenir des actions gratuites ou à prix préférentiel sur critères de performance, dividende préférentiel, rétrocession sur le prix de cession de l'investisseur, etc.

■ **La protection des intérêts de l'actionnaire minoritaire**

L'investisseur est souvent amené à prendre une participation minoritaire au capital et à réaliser des prêts avec peu ou pas de garantie matérielle ; il est ainsi dépendant de l'actionnaire majoritaire (qui est souvent aussi le dirigeant). En échange de cette adaptation forte du montage financier et juridique à la vision de l'entrepreneur, l'investisseur exige donc des clauses de protection de ses intérêts. Celles-ci garantissent par exemple qu'il sera associé aux décisions essentielles concernant la société dans le cadre du conseil d'administration, et qu'il disposera de recours en cas de rupture du contrat par l'entrepreneur ou d'événement grave.

Jaco Chan, IOT :

« La participation minoritaire du fonds rassure les entrepreneurs, l'inscription du schéma de sortie négocié dans le pacte d'actionnaires met en confiance ».



© Zen Design.

2 Accompagner la croissance

Une fois le partenariat avec l'entrepreneur noué, démarre la seconde phase du cycle d'investissement : l'accompagnement, qui répond à un besoin important des petites entreprises à fort potentiel (voir section 1, 1.3.ii).

Alors que les fonds d'investissements classiques – ceux qui interviennent dans de grandes entreprises structurées – accompagnent surtout leurs participations dans le cadre du conseil d'administration, les petites entreprises requièrent un appui beaucoup plus rapproché. En recevant un investissement significatif et en entamant une phase de croissance forte, celles-ci se retrouvent généralement surchargées et en manque de compétences.

L'investisseur spécialiste des petites entreprises aide l'entrepreneur à consolider sa société et à gérer sa croissance. En tant qu'actionnaire, il dispose d'une information précise sur l'entreprise et est directement intéressé à son succès : cet esprit de partenariat l'incite à apporter un appui personnalisé de qualité dans la durée. L'intensité de cet accompagnement varie selon les acteurs et peut se faire soit par le capital-investisseur lui-même, soit par un réseau d'experts externes ou de mentors, et souvent en combinant les deux. Il représente un temps passé considérable pour les équipes du capital-investisseur.

Le chargé d'investissement qui a réalisé l'instruction, la structuration du montage et la négociation du pacte d'actionnaires avant l'investissement est souvent le même qui est responsable de l'accompagnement de l'entreprise une fois l'investissement réalisé. Les relations entre l'entrepreneur et l'investisseur se tissent en effet d'individu à individu et reposent sur la confiance. La qualité d'un partenariat dépend largement de la qualité de la relation personnelle qui la sous-tend, et cela est d'autant plus vrai pour les petites entreprises. Cette forte personnalisation des relations d'affaires est incontournable et doit être traitée avec soin.

Gabriel Fopa, ITG Store :

« Seul on va plus vite, mais ensemble on va très loin. La plus-value du capital-investisseur est sa mission de partenaire-développeur : il ne s'agit pas seulement de mettre de l'argent dans l'entreprise mais de l'accompagner, l'aider à plâtrer les fissures, à grandir ».



1) Mettre en place la gouvernance

La gouvernance est « l'organisation de la gestion et du contrôle de l'entreprise, c'est-à-dire l'ensemble des organes et règles de décision, d'information et de surveillance permettant aux parties prenantes d'une société (actionnaires, salariés, dirigeants) de voir leurs intérêts respectés et leurs voix entendues ».²⁶

Les petites entreprises africaines ont rarement une gouvernance structurée : l'entrepreneur est souvent le seul actionnaire et dirigeant (voir section 1, 1.3.iii.). Créer une gouvernance ou améliorer la gouvernance existante permet de dissocier le rôle des apporteurs de capitaux et celui des dirigeants, et ainsi de prendre les meilleures décisions pour la société.

L'investisseur exige la plupart du temps la création d'un conseil d'administration²⁷, le cas échéant en transformant la société en société anonyme. Le conseil d'administration est le lieu des décisions stratégiques, et rassemble ceux parmi les actionnaires qui vont apporter une valeur ajoutée au pilotage concret de la société (vote des budgets, orientations stratégiques, etc.). Il est souvent restreint à quelques individus à qui l'ensemble des actionnaires a délégué ces responsabilités pour encourager une prise de décision fluide. Le conseil d'administration peut aussi inclure des indépendants.

Folly Koussawo, Trianon :

« L'entrée d'un capital-investisseur au capital oblige à une rigueur particulière qui n'est pas celle d'un entrepreneur seul au capital de son entreprise ou accompagné de quelques connaissances ».

²⁶ AFIC, Capital Risque : Guide des Bonnes Pratiques.

²⁷ Cela suppose que la société ait une forme de Société Anonyme (SA).



ENTREPRENEUR

Bagoré Bathily, Laiterie du Berger, Sénégal



La Laiterie du Berger est la seule entreprise sénégalaise à fabriquer des produits laitiers à partir de lait frais local, collecté auprès de plus de 800 éleveurs de la zone de Richard Toll, au Nord du Sénégal.

« En 2005, j'ai créé la Laiterie grâce à un important soutien de mes frères et sœurs. J'avais alors 30 ans, j'étais jeune et

vétérinaire de formation, j'étais vraiment inexpérimenté sur la plupart des sujets liés à la gestion d'une entreprise. Etant le cadet d'un groupe d'actionnaires composés de personnes ayant déjà réussi professionnellement et ayant beaucoup investi dans ce projet, émerger comme le leader n'était pas facile. Dans ce contexte, l'appui d'I&P s'apparentait à du coaching et à un système de mentorat : il m'a donné confiance et m'a permis de développer les compétences nécessaires à la gestion de l'entreprise.

Il était aussi nécessaire de passer d'une gouvernance familiale, très informelle, à une structure plus formelle où chaque actionnaire a un rôle clair et où la prise de décision est organisée.

La transition ne s'est pas faite sans heurts mais a permis de mieux dépasser les crises. Surtout, elle nous a permis d'attirer Danone, Phitrust et Grameen Crédit Agricole au capital de la Laiterie.

I&P a été une antichambre avec qui j'ai appris les méthodes de gouvernance pour préparer l'arrivée de ces investisseurs. I&P a aussi servi de tampon entre l'entreprise et ces nouveaux actionnaires pendant deux à trois ans, en prenant le temps d'accompagner la transition.

Aujourd'hui, la gouvernance fonctionne très bien et les conseils d'administration sont le lieu véritable de prise de décision de l'entreprise.

Après cette première période d'appui très proche, I&P est en cours de sortie et est donc beaucoup moins impliqué au quotidien mais les autres actionnaires sont très engagés. »

Jaco Chan, IOT :

« Même si les espaces de gouvernance existaient déjà, le fonds oblige à formaliser les séances de travail pouvant être assimilées à des conseils d'administration, avec convocation, prise de note, compte-rendu, etc ».

Le conseil d'administration est désigné par l'assemblée générale des actionnaires, qui est le lieu des décisions essentielles sur les statuts de la société, l'approbation des comptes, la distribution des dividendes et l'évolution du capital social.

En participant à la gouvernance, le capital-investisseur apporte à la société un regard externe et expérimenté. Son implication structure un espace de discussion stratégique entre les actionnaires ou avec le dirigeant qui n'existait souvent pas auparavant. Le fait même de partager les décisions importantes fait éviter de nombreuses erreurs de parcours dans un contexte de croissance rapide. Une gouvernance structurée renforce aussi la crédibilité d'une petite entreprise vis-à-vis de ses partenaires (banques, clients, investisseurs, etc.).

2) Formaliser et structurer l'entreprise

L'un des premiers chantiers d'un investisseur entrant au capital d'une petite entreprise africaine est la formalisation et le renforcement de ses procédures financières et comptables. Il permet d'atteindre deux objectifs nécessaires à la construction d'un partenariat durable :

▣ La conformité légale et fiscale de la société

L'environnement partiellement informel des petites entreprises africaines est un fait incontournable. Afin de pouvoir financer ces entreprises, un capital-investisseur doit rester pragmatique dans ses critères de sélectivité dans le domaine.

En revanche, s'il accepte de financer des entreprises initialement informelles ou semi-formelles, il exige une mise à niveau rapide vers une conformité absolue une fois l'investissement réalisé. Le respect des règles est en effet un préalable à la croissance de l'entreprise dans un cadre formel sur le long terme et à des relations de confiance avec les banques, les autorités et les partenaires internationaux.

La formalisation est un impact important du capital-investisseur, qui contribue ainsi à l'amélioration du climat des affaires et à l'élargissement de l'assiette fiscale des Etats.



ZOOM:

La formalisation d'une entreprise diminue les risques juridiques et fiscaux et est une condition nécessaire pour sa croissance au long terme.

En revanche, elle peut aussi réduire ses marges et donc endommager sa compétitivité à court terme, notamment dans un secteur où prédomine l'informel.

Par exemple, lorsqu'aucune entreprise d'un secteur ne facture la TVA, il est plus difficile pour une entreprise formelle de s'imposer.

Cette contrainte doit être prise en compte par l'investisseur dans l'instruction des dossiers; elle peut à elle seule remettre en cause un investissement.



ENTREPRENEUR

Sidi Khalifou, CDS, Mauritanie



CDS s'est donné pour mission de favoriser l'accès de tous les Mauritaniens aux services d'eau et d'électricité, notamment dans les zones rurales de la vallée du fleuve Sénégal, les plus mal desservies par les services de base.

« Dans une PME, mettre en place un système d'information et de gestion

peut sembler secondaire : cela représente beaucoup de temps à consacrer à quelque chose qui n'est pas de la production ou de la vente, avec le risque de s'embourber dans ce processus.

Mais je me suis rapidement rendu compte que sans cet outil il est difficile d'avoir une information fiable, en temps voulu, et que cela peut même faire perdre de l'argent à l'entreprise.

Nous avons choisi de développer en interne un outil spécifique, qui soit réellement adapté aux besoins de l'entreprise, au lieu de nous intégrer à des solutions déjà existantes que nous ne maîtriserions pas complètement.

Désormais, en quelques clics, nous avons des tableaux de bord simples, mensualisés, avec un certain nombre d'indicateurs nous permettant de suivre avec précision l'activité, la comparer au budget et éventuellement analyser les écarts.

Nous avons également mis en place une comptabilité analytique.

Ce système d'information est un outil précieux de ventes, de contrôle interne, de pilotage et de reporting opérationnel et financier ».

■ L'obtention d'une information comptable et financière fiable

Rares sont les petites entreprises africaines ayant mis en place un reporting permettant aux dirigeants et aux actionnaires de suivre la performance de la société. Or, la connaissance de l'information financière et opérationnelle de l'entreprise est le fondement d'un pilotage stratégique correct : sans information analytique fiable sur l'entreprise, les administrateurs et les dirigeants naviguent à vue, ce qui peut être dangereux, d'autant plus en période de croissance rapide.

Folly Koussawo, Trianon :

« L'inconvénient majeur, c'est le travail de reporting : c'est du temps en moins que je passe sur le commercial ».

L'investisseur accompagne la place d'un Système d'Information et de Gestion (SIG), un outil de suivi adapté à l'entreprise et fondé sur des procédures solides. Il renforce ou parfois met en place le manuel de procédures financières et comptables et la comptabilité analytique de gestion. Un reporting financier et opérationnel est construit avec un tableau de bord mensuel rassemblant les indicateurs clés (qui varient selon l'entreprise) et un suivi budgétaire.

La mise à niveau du département comptable est souvent perçue comme une contrainte forte par les entrepreneurs. Or sans elle, l'entreprise augmente fortement son risque de prendre de mauvaises décisions fondées sur des informations inexactes ou trop partielles, et de succomber à une crise de croissance mal anticipée.



ENTREPRENEUR

Mamadou Sanankoua, RICA, Côte d'Ivoire



RICA est une société d'ingénierie, d'installation et de maintenance d'équipements de froid industriel, de climatisation et d'électricité solaire basée au Mali et en Côte d'Ivoire.

« Mettre en place un SIG est une démarche laborieuse et souvent pénible pour une PME africaine. Le processus

est coûteux et complexe, et la prise en main du logiciel par l'équipe peut échouer pour de nombreuses raisons. Néanmoins cet outil est indispensable pour pérenniser le développement de mon entreprise à moyen et long terme : j'ai besoin de connaître la rentabilité par segments d'activités par exemple, pour focaliser mes ressources sur ce qui nous rapporte le plus ; il me faut aussi chaque mois une vision claire de mon chiffre d'affaires et de mes coûts comparés au budget.

Tout cela était déjà très laborieux à gérer sous Excel. Cette année, j'ai multiplié mon chiffre d'affaires par 3 et mon nombre d'employés par 2 ; je ne peux plus suivre mon activité de tête comme avant. Rester sur l'organisation préalable sur Excel aurait été dangereux, j'aurais fait des erreurs de gestion.

La mise en place d'un SIG à l'échelle d'une PME est un vrai défi : elle demande un vrai chef de projet qui pilotera le projet au jour le jour, et exige surtout l'engagement personnel de la direction.

Elle va jusqu'à changer les procédures de la société et les habitudes des salariés, et demande donc de remettre à plat la gestion du personnel.

L'installation du logiciel a donc pris beaucoup de retard et a mobilisé beaucoup de ressources. Mais il me donne désormais des informations fiables pour anticiper ma trésorerie, connaître mes marges et mieux négocier auprès de mes clients et fournisseurs. Je ne pourrais plus m'en passer aujourd'hui. »

3) Appuyer le management

Une fois en possession de la bonne information grâce à un reporting mensuel et à des contacts réguliers, l'investisseur peut jouer à plein son rôle d'appui à l'entreprise.

Le contenu de cet appui varie selon les besoins de chaque entreprise mais va toujours au-delà de la simple participation à la gouvernance. L'investisseur ne prend pas de part directe à la gestion de l'entreprise mais occupe une position de copilote en appui à l'entrepreneur sur ses besoins spécifiques. Sur certains enjeux, l'investisseur peut détenir les compétences en interne pour réaliser cet appui :

- **Stratégie** : stratégie marketing et commerciale, processus budgétaire, expansion géographique, ouverture de filiales, mise en place de partenariats, etc.
- **Gestion financière** : formation et accompagnement d'un responsable financier ou d'un DAF, amélioration des procédures comptables et financières, relations avec les partenaires bancaires, optimisation du mix produit et des marges, etc.
- **Organisation** : ressources humaines, procédures internes, certification, etc.
- **Commercial** : contractualisation avec des clients importants, identification de débouchés à l'export, réponse à des appels d'offres, mise en place d'un plan d'action commercial, etc.

Bagoré Bathily, LDB :

« Le véritable accompagnement, c'est l'appui à l'entrepreneur, la mise en place d'un système de mentorat qui développe les aptitudes du dirigeant et lui donne la chance de pouvoir s'exprimer comme entrepreneur et réussir ».



INVESTISSEUR

Barthout van Slingelandt, XSML



« Du point de vue de l'investisseur, une petite entreprise avec un besoin de financement de 200 000 EUR ou 300 000 EUR requiert une approche complètement différente d'une grosse PME qui peut absorber 2 ou 3 millions EUR. Ce n'est pas le même monde. Une petite entreprise est en général très

limitée dans la direction financière ou les procédures, et l'entrepreneur est « homme à tout faire ».

Elle devra donc réaliser un gros effort de consolidation interne pour croître dans de bonnes conditions. C'est aussi le cas pour les entreprises moyennes.

La priorité de XSML est d'accompagner de manière proche la structuration des entreprises : nous travaillons systématiquement à améliorer la comptabilité, à recruter une direction financière

de qualité, à consolider la gestion financière, les procédures et l'organisation interne de la société.

Tout ce travail préalable donne à l'entreprise les moyens de maîtriser sa croissance. Les autres besoins, plus spécifiques à chaque entreprise, peuvent être remplis grâce à des missions d'experts externes financées grâce à un fonds de subventions des bailleurs.

Avec notre réseau sur place, nous pouvons aussi mettre en relation les PME avec des clients, des partenaires stratégiques, des conseillers qui vont soutenir sa croissance. C'est important de développer un écosystème avec des partenaires fiables dans des domaines variés.

Une implantation locale est indispensable pour réaliser cet accompagnement de proximité très consommateur en temps. Nous avons une équipe de 4 chargés de suivi qui appuient en moyenne 6 à 7 entreprises par personne en RDC et en RCA. »



Djibrilla Hima, Saphar, Niger



Saphar est un grossiste-répartiteur pharmaceutique créé en 2000 et qui est aujourd'hui le troisième distributeur de produits pharmaceutiques du pays, après deux filiales de groupes internationaux.

« L'apport le plus important d'un investisseur selon moi n'est pas le financement, qui est certes nécessaire mais

pas suffisant, c'est surtout l'appui à la gestion et la structuration. Nous avons déjà les connaissances techniques, le réseau commercial, des facilités d'importation, mais nous n'étions pas du tout au point sur les standards de gestion. Sans capital-investisseur, nous aurions pu trouver des fonds auprès des banques locales mais ils auraient été mal utilisés.

Ensemble nous avons recruté un nouveau chef comptable, changé le logiciel commercial et comptable

qui n'était pas performant et réorganisé l'entreprise afin d'obtenir des informations financières et opérationnelles exactes.

L'activité a été pilotée de près avec un plan d'affaires sur 5 ans. Cet accompagnement a été fondamental pour permettre à l'entreprise d'être performante.

En outre, l'investisseur présentait un œil extérieur sur les décisions stratégiques et sur les questions de moyen terme qu'il nous était parfois difficile d'avoir alors que nous étions pris dans le quotidien de la gestion.

Il nous a par exemple encouragés à ajuster notre stratégie avec le développement vers les zones rurales et des produits génériques, qui nous a permis de développer un véritable avantage concurrentiel.

En 2006, quand le fonds est entré au capital de l'entreprise, la perte s'élevait pratiquement à -140 millions de FCFA ; en 2013, au moment de sa sortie, Saphar réalisait environ 140 millions de FCFA de bénéfice ».

4) Organiser des missions d'assistance technique

Sur de nombreux sujets, l'investisseur ne dispose pas des compétences internes nécessaires pour apporter une valeur ajoutée à l'entrepreneur. Des expertises externes sont donc nécessaires pour répondre à certains besoins des entreprises comme par exemple la technologie de production, le marketing, la formation, le contrôle qualité, la certification, le paramétrage et la mise en place d'un système d'information, etc. Ces sujets techniques ou spécialisés nécessitent l'intervention d'experts dont les missions peuvent rarement être financées entièrement par les entreprises elles-mêmes, car leur petite taille ne leur donne pas la surface financière requise.

Or, ces missions d'expertise sont un levier indispensable pour la croissance des petites entreprises, qui travaillent dans un contexte d'accès difficile aux talents et à la technologie. Au même titre que l'investissement et l'accompagnement, les missions d'assistance technique sont un ingrédient essentiel de leur croissance.

Elles permettent de mobiliser des profils de grande qualité, consultants nationaux ou internationaux, qui apportent une valeur ajoutée élevée permettant d'accélérer la croissance des entreprises et d'en atténuer les risques.

Les bailleurs de fonds internationaux (banques de développement, institutions financières internationales) ainsi que des fondations privées ont comblé ce besoin de financement en développant des lignes de subventions spécifiquement dédiées aux transferts de compétence et de technologie à destination des petites entreprises en Afrique. Selon les cas, elles peuvent être utilisées pour des entreprises en instruction ou déjà en portefeuille ; celles-ci doivent toujours contribuer au financement des missions pour un montant généralement compris entre 10% et 25%.

L'accès à ces lignes de subvention est une condition nécessaire au succès d'un capital-investisseur dont le mandat est d'accompagner les petites entreprises. En réalité, la plupart des fonds d'investissement actifs sur le segment des PME bénéficient de cet instrument.

L'accès à ces lignes de subvention est une condition nécessaire au succès d'un capital-investisseur dont le mandat est d'accompagner les petites entreprises.



ENTREPRENEUR

Khady Nakoulima, Nest for All, Sénégal



Nest For All (NFA) est un réseau médical Sénégalais proposant un suivi complet de la femme et de l'enfant en bas âge avec une offre adaptée aux ménages modestes.

« Nest For All s'est fait accompagner en 2012 par une consultante française, Danièle Claer, pour le démarrage et la mise en place

de sa maternité. Cette mission recouvrait la gestion opérationnelle des soins : hygiène et stérilisation, sécurité, ressources humaines et matérielles, étude des circuits, gestion des déchets et de l'environnement.

Nous avons besoin de compétences extérieures sur ces aspects et I&P nous a aidés à trouver une experte pouvant nous fournir cet appui au démarrage.

Nous avons été satisfaits et envisageons aujourd'hui de refaire appel à Danièle Claer pour une mission de suivi et d'évaluation.

Il ne s'agit pas seulement d'un appui ponctuel : il y a une composante de formation du personnel, de transfert de compétences.

Le management en a lui-même bénéficié pour qu'il ait aussi un rôle de formateur auprès des équipes ; c'est très valorisant.

Sans la ligne de financement d'assistance technique, nous n'aurions probablement pas pu financer seuls cette mission ».

Le capital-investisseur a un effet de levier important sur le financement des petites entreprises : il leur permet de franchir le pas de l'inclusion dans le système bancaire.

5) Mobiliser des financements additionnels

Une petite entreprise en croissance a souvent besoin de réinvestissements durant la période de partenariat avec le capital-investisseur. En tant qu'actionnaire, celui-ci doit réagir à ces événements caractéristiques d'une phase de croissance rapide. Dans le cas d'une crise temporaire ou d'une nouvelle opportunité d'investissement, il peut déboursier une nouvelle tranche d'un prêt participatif ou renforcer sa participation au capital pour permettre à l'entreprise de rebondir ou réinvestir. Cela peut se faire rapidement grâce à sa connaissance fine de l'entreprise.

Une petite entreprise en croissance a aussi des besoins auxquels le capital-investisseur est moins outillé pour répondre, et pour lesquels des produits plus adaptés existent sur le marché : financement de court terme (découverts, avances sur marché, crédits de fonds de roulement), et crédits de moyen terme.

Le rôle du capital-investisseur devient alors de faciliter l'obtention de ces financements auprès des banques commerciales et autres financeurs. Seules, les banques font face à des difficultés structurelles dans le financement des petites entreprises (voir section 1, 1.3.i). La présence d'un investisseur au capital atténue ces risques et facilite le financement.

Le capital-investisseur a ainsi un effet de levier important pour le financement des petites entreprises : il leur permet de franchir le pas de l'inclusion dans le système bancaire. Cet effet d'entraînement peut aussi se matérialiser pour d'autres types d'investisseurs, y compris des acteurs étrangers sans présence locale comme les institutions de financement internationales.



ENTREPRENEUR

Jaco Chan, Indian Ocean Trepang, Madagascar



IOT est une entreprise industrielle d'aquaculture, de conditionnement et d'exportation de trévangs (concombres de mer) installée au Sud-Ouest de Madagascar.

« IOT a réussi à obtenir à sa création un prêt bancaire de 750 000 Euros alors qu'il s'agit d'une start-up portant un projet innovant

dans le Sud de Madagascar. Je pense que la présence d'un investisseur en capital au sein d'IOT rassure les partenaires financiers et notamment les banques principalement pour trois raisons.

Tout d'abord, le fonds d'investissement apporte une stabilité dans le capital.

Ensuite, le fait qu'il ait nécessairement réalisé une analyse complète de l'entreprise avant d'investir – analyse de risques, de rentabilité financière, études techniques – rassure la banque dans son évaluation du dossier et complète sa propre analyse de risques.

Enfin, la participation du fonds d'investissement à la gouvernance de l'entreprise rassure la banque du fait de la structuration avec la tenue de conseils d'administration, l'obligation de reporting, d'approbation des comptes, etc.

Même si nous étions déjà en relation avec la Société Générale, la présence d'un fonds à nos côtés lors des négociations a été selon moi déterminante dans la décision d'octroi de ce prêt par la banque ».



ENTREPRENEUR

Djibrilla Hima, Saphar, Niger



Saphar est un grossiste-répartiteur pharmaceutique créé en 2000 et qui est aujourd'hui le troisième distributeur de produits pharmaceutiques du pays, après deux filiales de groupes internationaux.

« Le fait qu'un capital-investisseur soit actionnaire et administrateur, c'est-à-dire

une partie prenante active de l'entreprise, rassure immédiatement les partenaires et peut permettre de mobiliser des fonds supplémentaires. I&P nous a par exemple mis en contact avec la société belge d'investissement pour les pays en développement, BIO, que nous ne connaissions pas, qui nous a par la suite fait confiance et accordé un financement important alors même que c'était leur premier financement au Niger. Cette relation que nous avons nouée grâce à la présence d'I&P au capital de Saphar perdure bien sûr après leur sortie ».

6) Améliorer les pratiques environnementales et sociales et mesurer l'impact

Le capital-investisseur peut jouer un rôle moteur dans l'amélioration des pratiques environnementales et sociales des entreprises financées, et ainsi contribuer à l'émergence d'un tissu d'entreprises responsables en Afrique.

Les enjeux Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) font partie des diligences conduites par l'équipe d'investissement dans la phase d'instruction de chaque dossier. Ces diligences aboutissent à un **bilan ESG** qui recense les principaux risques de l'entreprise : par exemple en termes de sécurité au travail, de gestion des déchets ou de conformité juridique et fiscale. Le bilan recense aussi les opportunités d'impact social ou environnemental de l'investissement pour les parties prenantes de l'entreprise, par exemple : création d'emplois et amélioration de leur qualité, économies énergétiques, développement de produits ou services de base pour les populations défavorisées, etc.

Le bilan pré-investissement conduit à la proposition de **plans d'actions ESG** pour l'entreprise une fois que l'investissement est réalisé. En même temps que les budgets d'exploitation, le conseil d'administration de la société vote ainsi chaque année un plan d'action ESG qui porte sur l'atténuation des risques les plus importants et sur l'amélioration continue de l'impact de la société.



Focus sur une politique de responsabilité sociale « gagnante-gagnante »

ITG Store, Cameroun



Gabriel Fopa est le fondateur et directeur de l'entreprise ITG Store spécialisée dans l'informatique et les nouvelles technologies au Cameroun : ITG offre des prestations de stockage et gestion de données à des grands groupes qui utilisaient jusqu'alors des prestataires internationaux.

Pour accompagner une croissance rapide des activités, le renforcement des ressources humaines est vite devenu une priorité stratégique.

Du fait du manque d'experts dans le pays, l'entreprise emploie surtout des jeunes diplômés (68 au total, d'une moyenne d'âge de 27 ans) qu'elle forme en interne pendant une durée moyenne d'un an.

En 2012, M. Fopa a décidé d'aller plus loin en créant un centre de formation en partenariat avec l'université polytechnique de Yaoundé.

Dans ce centre bien équipé, les étudiants en dernière année d'université travaillent sur des cas pratiques jusque-là absents de leurs cursus, par manque de moyens de l'université.

A ce jour, le centre de formation a formé 30 étudiants de l'université et 33 employés d'ITG, pour un budget d'environ 40 000 Euros. Opérationnels plus rapidement, ces étudiants constituent un vivier unique pour le recrutement d'ITG. Parmi eux, certains vont même rejoindre les clients d'ITG et deviendront des prescripteurs pour ITG.

Pour encourager le suivi de ces plans d'actions par l'entreprise, l'investisseur peut mettre l'accent sur les sujets qui consolident la compétitivité de l'entreprise. Par exemple, l'amélioration de la sécurité au travail ou la mise en place d'un système d'assurance santé complémentaire engendre un coût pour l'entreprise, mais fidélise ses employés au long terme. Certaines étapes du plan d'actions peuvent être financées par des subventions d'appui technique (voir section 2, 2.4.) spécialement dédiées à l'ESG, ce qui limite le coût à court-terme pour l'entreprise.

La démarche ESG s'accompagne d'une organisation interne au sein du capital-investisseur. Elle peut se baser sur la boîte à outils du CDC²⁸, un guide méthodologique qui présente l'avantage d'être adapté au contexte des pays en développement. Un référent ESG est nommé dans l'équipe d'investissement pour conduire et suivre l'application de la méthodologie décrite. Il peut être appuyé dans ce pilotage par un comité spécifique sur l'ESG et l'impact.

Le capital-investisseur évalue aussi l'impact des entreprises financées sur leur environnement, a fortiori lorsqu'il s'inscrit dans le mouvement de l'impact investment (voir section 1, 2.2).

La mesure de l'impact s'appuie sur un système de suivi d'indicateurs collectés annuellement auprès des entreprises, et ce autour de thèmes clés : création d'emplois, relations de l'entreprise avec ses fournisseurs et clients, empreinte énergétique, etc. Le choix des indicateurs et la mise en place du processus de collecte se font en étroite collaboration avec l'entrepreneur.

²⁸ (<http://www.cdgroup.com/PageFiles/147/finalcdctoolkitforfundmanagers20101.pdf>).
La CDC propose régulièrement des formations d'une journée à Londres pour les gestionnaires ou futurs gestionnaires de fonds.



ENTREPRENEUR

Sidi Khalifou, CDS, Mauritanie



CDS s'est donné pour mission de favoriser l'accès de tous les Mauritaniens aux services d'eau et d'électricité, notamment dans les zones rurales de la vallée du fleuve Sénégal, les plus mal desservies par les services de base.

« Renseigner les indicateurs d'impacts économiques, sociaux et environnementaux

de l'entreprise demande un effort et implique de nouvelles procédures qui prennent du temps à court terme mais cette capitalisation bénéficie directement à l'entreprise à plus long terme. »

Produire des indicateurs d'impact fiables permet par exemple de convaincre certains types d'investisseurs : CDS a mobilisé en 2014 un prêt de 15 000 USD auprès de la plateforme de finance participative Kiva, qui lui a permis d'équiper un village en pompes à eau fonctionnant grâce à l'énergie solaire.

L'investisseur doit néanmoins rester modeste sur cette mesure d'impact : il est en effet difficile de prendre en compte tous les impacts indirects d'un investissement, et d'évaluer ce qui serait advenu en son absence.

La collecte d'information par l'investisseur est partielle et donne donc des résultats imparfaits. Par exemple, il est facile de suivre le nombre d'emplois directement créés par une entreprise ciblée, mais ce n'est qu'une vision partielle de son impact en termes d'emploi qui ne prend pas en compte les créations (ou destructions) d'emplois indirectes chez les fournisseurs, les clients ou les concurrents. D'autres méthodes plus approfondies que la collecte d'indicateurs à distance existent, telles que les études d'impact à 360° (voir l'exemple d'une étude réalisée sur la société Nutri'Zaza à Madagascar). Elles construisent un cadre théorique très détaillé illustrant les impacts potentiels d'une entreprise et le testent par une enquête approfondie sur le terrain.

Conclusion :

Toutes les actions de renforcement et d'accompagnement des entreprises engrangent des coûts à court terme et sont très consommatrices de temps, à la fois pour l'entrepreneur et pour l'investisseur.

Néanmoins elles se révèlent très utiles à long terme, pour l'entreprise d'abord car elle en ressort plus solide et plus efficace sur les plans organisationnels et de gouvernance, opérationnels, financiers ainsi qu'ESG ; mais aussi très profitables à l'investisseur puisqu'elles se valorisent à la sortie.

En effet, la mise en place de la gouvernance, la mise à niveau financière et comptable et l'amélioration des pratiques ESG démarquent la société de ses concurrents moins structurés et en font une PME attractive pour des acteurs industriels et fonds d'investissement.

Accompagner l'entreprise dans sa structuration, c'est donc aussi garantir son attractivité.

3 Sortir

Le capital-investisseur est contraint par les attentes de ses propres investisseurs, qui lui confient des fonds pour une durée limitée. Son modèle économique lui impose généralement de céder ses participations au bout de 5 à 7 ans.

L'étroitesse du marché secondaire et la rareté des options de sortie classiques dissuadent la plupart des investisseurs de financer les petites entreprises en Afrique. Néanmoins, les dizaines de sorties réalisées par les premiers acteurs du secteur démontrent que ce modèle peut être adapté avec succès. Si les introductions en bourse restent bien sûr très rares, plusieurs options alternatives peuvent être envisagées parmi lesquelles deux cas opposés se distinguent :

▣ Cession à l'entrepreneur

La revente des actions de l'investisseur à l'entrepreneur ou aux actionnaires historiques de l'entreprise demande d'en préparer les modalités avant même l'investissement. Plusieurs mécanismes sont possibles : par exemple, la formule de valorisation des actions de l'investisseur à la sortie peut être prévue dès le pacte d'actionnaires pour donner une visibilité aux deux parties, et définie de la même manière que la formule de valorisation des actions à l'entrée de l'investisseur. D'autres options peuvent faciliter le rachat de l'entrepreneur tout en protégeant la rentabilité de l'investisseur, comme par exemple la relation de l'entrepreneur sur objectifs de performance. Ces éléments font partie de la négociation du pacte d'actionnaires, et demandent souvent que l'investisseur accepte de limiter son attente de rentabilité au-delà d'un certain point, en échange d'une promesse de rachat de ses actions par l'entrepreneur.



INVESTISSEUR

Jerry Parkes,
Injaro Investments



« Revendre sa participation dans une PME ouest-africaine est difficile, mais c'est possible. Il est important de s'y préparer dès le moment de l'investissement. »

Chez Injaro nous privilégions la sortie par le rachat progressif de notre participation par l'entreprise et ses actionnaires historiques.

Nous envisageons la sortie sur la bourse dans les pays où cela est possible. La Bourse du Ghana par exemple a un marché dédié pour la cotation des PME.

Si la BRVM au niveau de l'UEMOA offrait une telle opportunité, nous serions prêts à en profiter.

Dans tous les cas, quelle que soit la forme de la sortie, il faut que l'entreprise soit attractive et nous nous employons à lui donner de la valeur ».



ENTREPRENEUR

Djibrilla Hima, Saphar, Niger



Saphar est un grossiste-répartiteur pharmaceutique créé en 2000 et qui est aujourd'hui le troisième distributeur de produits pharmaceutiques du pays, après deux filiales de groupes internationaux.

« Le partenariat entre Saphar et I&P a duré sept ans, et même près de dix ans si l'on

compte la période d'instruction.

Dès le début des négociations, I&P nous avait prévenus que par vocation il était appelé à rester 5-7 ans au capital, c'était inscrit dans notre pacte d'actionnaires.

Cette sortie n'a donc pas été douloureuse car nous l'avons préparée.

Nous nous sommes organisés financièrement, nous avons mis de l'argent de côté au fur et à mesure et nous avons mobilisé en amont nos connaissances et des personnes de confiance afin de racheter les parts d'I&P.

La revente aux entrepreneurs et non à des structures extérieures nous semble la formule idéale. Cette priorité de rachat qui nous était donnée dans le pacte d'actionnaires était d'ailleurs rassurante.

Nous sommes sortis de ce partenariat avec une entreprise performante que nous contrôlons avec plus de 50% du capital et que nous voulons continuer à développer ».

▣ Cession à un tiers

Dans de nombreux cas, les entrepreneurs apprécient la présence de partenaires dans l'actionnariat et préfèrent que l'investisseur cède ses parts à un autre investisseur ou bien à un acteur industriel, qui poursuivra l'accompagnement de l'entreprise dans une nouvelle phase de développement. L'investisseur recherche alors un tiers à qui céder ses parts. L'entrepreneur souhaitera parfois en profiter pour céder une partie de ses propres actions ou même l'ensemble de l'entreprise.

Les options de sortie externe pour l'investisseur sont encore limitées car les marchés financiers africains restent peu développés. Néanmoins, plusieurs tendances lourdes sous-tendent l'émergence d'une gamme d'acquéreurs potentiels pour des participations dans les PME africaines :

- **La multiplication des fonds d'investissements et des « impact investors »** actifs sur le continent (voir section 1, 2.2) offre des possibilités de sortie pour un investisseur capable de faire monter en gamme des petites entreprises jusqu'à un point où elles peuvent absorber des investissements plus élevés (de l'ordre d'1 million EUR ou plus).

- **L'émergence de groupes industriels régionaux et panafricains** permet aussi aux investisseurs de céder leurs parts à des acteurs stratégiques qui cherchent à consolider des groupes régionaux. Leur dynamisme a été souligné par une étude panafricaine menée par Ernst & Young et l'AVCA²⁹. Ils peuvent apporter des compétences sectorielles et faire bénéficier aux entreprises de synergies importantes.
- **Le secteur privé international retrouve un intérêt pour l'Afrique**, lieu d'une croissance économique forte, et nombreux sont les acteurs qui souhaitent prendre un pied sur le continent en acquérant une participation dans des entreprises africaines.

Ces trois types d'acteurs à la recherche de PME africaines perçoivent avec beaucoup d'intérêt des entreprises déjà structurées et ayant bénéficié de l'accompagnement d'un capital-investisseur pendant plusieurs années.

²⁹ Ernst & Young and AVCA, *Harvesting growth*, 2013.



INVESTISSEUR

Sébastien Boyé,
Directeur d'investissement,
Investisseurs & Partenaires



« L'idée que les sorties externes sont très difficiles en Afrique et que cela fait fuir les investisseurs était peut-être vraie il y a quelques années, mais elle est largement dépassée aujourd'hui.

En réalité, les investisseurs qui se sont lancés il y a 7 ou 10 ans ont aujourd'hui finalisé leur premier cycle

d'investissement et ont tous réalisé des sorties externes. Par exemple, sur les 8 sorties totales et les 2 sorties partielles réalisées par I&P, l'entrepreneur a racheté des parts dans seulement deux cas.

Dans les huit autres, les parts d'I&P ont été cédées à des fonds d'investissement, à des fournisseurs, à des clients ou à des acteurs industriels, et ce avec le soutien des entrepreneurs eux-mêmes.

Cela est vrai y compris pour des pays réputés difficiles comme le Mali et le Niger.

Nous sommes sur des zones en forte croissance où le nombre d'investisseurs augmente progressivement, mais où les entreprises moyennes suffisamment structurées pour accueillir un investissement en capital restent rares.

Dans ce contexte, une PME qui a déjà été accompagnée par un investisseur devient attractive car ses standards de gouvernance, son meilleur niveau de structuration et de fiabilité des comptes la font sortir du lot.

La liquidité en tant que telle n'est donc plus un problème majeur pour les investisseurs.

Plutôt que la liquidité, c'est la valorisation des PME à la sortie qui reste souvent un enjeu. Il est parfois difficile de mettre de nombreux acheteurs en concurrence sur une cession d'actions, ce qui empêche l'investisseur d'en tirer le meilleur prix. »

Le processus de cession d'une participation à un tiers est très consommateur de temps et sa durée peut vite devenir difficile à contrôler. L'investisseur doit donc l'organiser méticuleusement en s'assurant que la documentation est complète avant d'approcher les acquéreurs potentiels (teaser, mémorandum d'investissement, comptes audités), en ne déclenchant le processus qu'une fois que plusieurs acheteurs peuvent être mis en concurrence, et en fixant un calendrier clair. Il peut utiliser les services d'un intermédiaire financier dans certains cas, mais son succès sera souvent étroitement associé à son propre réseau et à sa réputation parmi les trois types d'acteurs cités ci-dessus.

Conclusion :

La profondeur de l'accompagnement du capital-investisseur en fait un instrument efficace pour structurer et faire croître des petites entreprises à fort potentiel. En cela, il a un potentiel de création de valeur et de rentabilité important, en plus d'un véritable rôle développemental.

Il doit toutefois prendre en compte les données particulières au segment des petites entreprises, et notamment le caractère fragile des cibles d'investissement, leur fort besoin de maturation avant l'investissement et d'accompagnement une fois l'investissement réalisé, et les options de sortie limitées pour les participations minoritaires en capital.

Ces contraintes sont le corollaire des grandes opportunités d'impact et de création de valeur qui existent sur ce segment d'entreprise en Afrique.

Elles n'ont pas empêché certains investisseurs de trouver des modèles efficaces pour financer les petites entreprises à fort potentiel, et ce avec succès.

La section 3 synthétise les principales étapes que ces acteurs ont traversées pour lancer leur fonds en Afrique, et présente quelques enseignements à destination des futurs investisseurs.



© Béchar Malum.

3

Démarrer une activité d'investissement en Afrique

- 1 • **Mobiliser une équipe d'investissement sur le terrain**
- 2 • **Définir une stratégie d'investissement**
- 3 • **Construire un modèle financier**
 - 1) Les principales hypothèses du business plan
 - 2) Analyse du modèle économique
- 4 • **Choisir une structure juridique**
 - 1) Deux modèles sont possibles pour structurer un véhicule de capital-investissement
 - 2) Un exemple de cadre juridique et fiscal pour le capital-investissement : la zone UEMOA
- 5 • **Organiser la gouvernance**
- 6 • **Lever des fonds**
 - 1) Cibler des investisseurs à motivation d'impact et stratégique
 - 2) Réussir sa levée de fonds : quelques enseignements
- 7 • **Développer un flux d'affaires**

3

Démarrer une activité d'investissement en Afrique

Rares sont les investisseurs déjà actifs sur le segment des petites entreprises en Afrique. La croissance de ce secteur se fera donc par l'émergence de nouvelles équipes d'investissement qui lèveront des fonds pour la première fois.

Or, lancer un premier fonds est difficile pour une équipe d'investissement, car sans « track record », elle n'a pas encore fait ses preuves. Dans son processus de levée de fonds comme dans sa prospection d'entrepreneurs, elle sera mise en concurrence avec des équipes expérimentées qui ont déjà construit un historique d'investissement, réalisé des sorties et développé des procédures.

Pour réussir son premier fonds, une nouvelle équipe doit donc se différencier au maximum, par exemple en adoptant une stratégie d'investissement unique. En effet, les investisseurs sont davantage prêts à parier sur une nouvelle équipe si elle est le premier entrant sur un secteur encore inexploré. Elle aura ainsi de meilleures chances non seulement de convaincre ses investisseurs, mais aussi de travailler avec les meilleurs entrepreneurs car ceux-ci auront moins d'alternatives de financement. Elle pourra prendre le temps de réaliser ses premiers investissements, de construire ses outils et son expérience, sans subir une pression concurrentielle qui la pousserait à sauter des étapes et commettre des erreurs. Une stratégie d'investissement originale est donc un moyen de réduire son risque et d'améliorer ses chances de succès.

Une stratégie d'investissement qui cible les petites entreprises offre plusieurs avantages pour une nouvelle équipe. C'est avant tout un élément fort de différenciation, car sur le continent ce segment est largement délaissé par les équipes plus expérimentées, qui tendent à monter en gamme. C'est aussi une manière de diversifier le risque et d'apprendre plus vite en investissant des montants plus faibles dans de nombreuses entreprises. Enfin, cela demande une levée de fonds moins importante, qui dans certains contextes sera plus facile à réaliser.

Une telle stratégie ne vient néanmoins pas sans ses défis et ses obstacles. Cette section présente quelques repères clés pour démarrer une activité de capital-investissement ciblant les petites entreprises africaines. Sans donner de réponses définitives, elle synthétise les questionnements liés à un tel projet et propose un cheminement en 7 étapes.



INVESTISSEUR

Mark Paper,
Business Partners



“Investir dans les petites entreprises exige une grande proximité, non seulement pour être efficace mais aussi pour baisser les coûts. Construire des équipes sur le terrain offre plusieurs atouts indispensables : un savoir-faire et des réseaux locaux, une capacité à trouver des opportunités d'investissement

de qualité, ainsi qu'une capacité à nouer des relations de confiance fortes avec les entrepreneurs et les parties prenantes telles que les banques et consultants. Les phases d'instruction en sont aussi facilitées.

L'ancrage local est également clé une fois l'investissement réalisé, et particulièrement pour contribuer aux décisions stratégiques de l'entreprise, identifier les ressources humaines et financières

adéquates pour les accompagner, et pour suivre leur performance. En général, plus l'investissement est petit en taille, et plus le besoin d'accompagnement, et donc de proximité, est essentiel.

Construire des équipes sur le terrain requiert beaucoup de formation et de transfert de compétences, mais se révèle très bénéfique sur le long terme.

Chez Business Partners, nous avons des agences dans toutes les régions d'Afrique du Sud et dans tous nos pays d'intervention : elles sont principalement responsables de la recherche d'opportunités d'investissement et de l'instruction.

Nous sommes très positifs sur les recrutements réalisés dans des pays aussi diversifiés que le Malawi et la Zambie, et cet ancrage local nous permet de pénétrer le tissu économique bien plus efficacement que les investisseurs internationaux. »

① Mobiliser une équipe d'investissement sur le terrain

Comme exposé dans la section 2, l'activité d'investissement dans les petites entreprises demande un accompagnement de proximité. **Construire une équipe d'investissement dans chaque pays d'intervention d'un fonds est un facteur clé de succès.**

Le secteur du capital-investissement en Afrique est encore naissant. Dans de nombreux pays, il est en fait inexistant. Rares sont donc les individus disposant à la fois d'une longue expérience de l'investissement en capital (un track record) et d'une connaissance fine de l'environnement visé. Un nouvel acteur du capital-investissement en Afrique doit donc rassembler une équipe dont les membres n'auront pas toujours une expérience de l'investissement en capital. Elle doit néanmoins réunir des compétences qui correspondent aux besoins des petites entreprises et aux stratégies de création de valeur sur ce segment :

- **Un esprit entrepreneurial** : accompagner des petites entreprises en croissance requiert un sens de l'initiative et de la prise de risque ainsi qu'une persévérance proches du tempérament de l'entrepreneur.
- **Une expérience d'accompagnement de proximité des entrepreneurs** : les relations de partenariat se construisent avant tout d'individu à individu entre un investisseur et un entrepreneur. Investir et accompagner une petite entreprise demande donc une aisance et une connaissance des entrepreneurs qui s'acquièrent principalement avec l'expérience.

Construire une équipe d'investissement dans chaque pays d'intervention d'un fonds est un facteur clé de succès.



© Béchir Malum.

- **La connaissance approfondie du secteur des petites entreprises dans la zone considérée** : identifier les meilleurs entrepreneurs parmi le nombre des petites entreprises requiert une connaissance fine du tissu économique et des intermédiaires les plus efficaces; personnaliser les montages financiers et les appuis apportés nécessite aussi une perception claire des besoins des entreprises.
- **Une rigueur analytique** : la réussite de l'investisseur dépend largement de la justesse de l'analyse des projets en amont et en aval de l'investissement. L'équipe doit associer analyse stratégique, analyse des risques et analyse financière afin d'estimer la solidité et le potentiel de chaque projet.
- **Une expertise financière et comptable** : le segment des petites entreprises se caractérise par sa fragilité comptable et financière; un investisseur doit donc détenir en interne les compétences nécessaires pour consolider l'entreprise sur ce plan.

L'association avec un sponsor ou partenaire-métier peut faciliter la levée de fonds et renforcer le projet d'une nouvelle équipe d'investissement, mais elle implique aussi des contreparties: l'équipe d'investissement devra le plus souvent partager avec lui une partie de sa rémunération et lui céder des droits particuliers en termes de gouvernance (par exemple un siège au comité d'investissement). Il est donc primordial pour l'équipe d'investissement de choisir le bon partenaire, avec lequel sa vision et ses intérêts seront alignés.



INVESTISSEUR

Omar Cissé et Olivier Furdelle, Teranga Capital

Teranga Capital est une société d'investissement sénégalaise dont la mission est d'investir et d'accompagner des petites entreprises à fort potentiel. Teranga Capital a été créée par Omar Cissé et Olivier Furdelle, en partenariat avec I&P.



Omar : « Olivier a l'expérience de l'investissement dans les PME en Europe et en Afrique où il a réalisé des diligences pour de nombreux investisseurs. De mon côté, j'ai l'expérience de l'accompagnement des start-ups au Sénégal grâce à mon passé d'entrepreneur et de directeur d'un incubateur à Dakar.

Nous sommes donc très complémentaires, et nous avons décidé de créer un fonds dédié aux PME au Sénégal.



Olivier : « Nous aurions sûrement pu nous lancer tout seuls, réunir des investisseurs particuliers et démarrer une activité « artisanale », au cas par cas, sur le modèle d'un club de business angels par exemple.

Mais nous étions plus ambitieux : nous voulions lancer un véritable fonds

d'investissement pérenne avec des institutionnels et une forte capacité d'investissement.

Pour cela il faut un track record plus classique : il faut savoir gérer tout le cycle d'investissement du démarrage à la sortie, il faut une expérience pratique du métier de capital-investisseur de 5 ou 10 ans que nous n'avons pas. »

Omar : « C'est pourquoi on s'est associés avec I&P, qui est notre partenaire métier sur le fonds Teranga Capital. Un investisseur vraiment aguerri et spécialisé dans la PME africaine fait bénéficier de tout un historique et d'un savoir-faire : on apprend de ses échecs et de ses réussites, on intègre une méthodologie éprouvée. Ça change complètement la donne pour le démarrage du fonds. »

② Définir une stratégie d'investissement

Un capital-investisseur doit convaincre ses futurs investisseurs de lui confier des capitaux, sur la base d'une stratégie d'investissement claire.

Il cible un certain type de petite entreprise : une entreprise qui détient un potentiel de croissance très important, qui est menée par un(e) entrepreneur hors-du-commun et capable de gérer une croissance rapide, mais qui manque de financement et d'accompagnement. Or derrière ce profil général se cache une multitude de stratégies possibles :

- Quelle maturité et niveau de risque : des entreprises existantes, en création ou en retournement ?
- Quelle fourchette de montants d'investissement et quel montant moyen d'investissement par entreprise ?
- Quelle nature des cibles : entreprises sociales ou classiques ? Tous les entrepreneurs ou spécialisation par exemple sur l'entrepreneuriat jeune ou féminin ?
- Quel(s) secteur(s) d'intervention et quelles exclusions ?
- Quels standards de formalisation et de structuration des entreprises : des sociétés déjà structurées ou aussi informelles ou en voie de formalisation ?
- Quels instruments financiers ? Quelle proportion moyenne de capital et de dette dans les investissements ?
- Quels besoins d'accompagnement des entreprises ? Avec un appui réalisé par l'équipe d'investissement ou bien externalisé à des mentors et experts externes ?
- Quelle période moyenne de détention des investissements ?
- Quels objectifs de rendement pour les investisseurs ?
- Quels objectifs en termes d'impact social, environnemental et de gouvernance ?

Le capital-investisseur trouve les réponses à ces questions en croisant trois réflexions complémentaires :

- **Son analyse du marché** : le secteur des PME est différent dans chaque pays et doit être étudié en profondeur afin de choisir la cible d'investissement et les instruments financiers adaptés.
- **Ses motivations** : l'équipe adapte sa stratégie à ses propres buts en termes de rendements financier et extra-financier, ainsi qu'aux buts des investisseurs visés dans sa levée de fonds.
- **Ses caractéristiques internes** : les compétences, le réseau et l'expérience spécifique d'un capital-investisseur influencent son choix stratégique, par exemple en l'orientant vers un type de cible ou de secteur particulièrement connu.



INVESTISSEUR

Jerry Parkes,
Injaro Investments



“Injaro investit exclusivement dans la chaîne de valeur agricole ouest-africaine, dans l'objectif de générer une rentabilité financière raisonnable tout en produisant un impact positif sur sa cible : les petits agriculteurs et les populations à faibles revenus.

Injaro peut financer des PME dans une diversité de secteurs, comme par exemple les intrants, la production agricole, la logistique et le transport, l'industrie et les services.

Ceci dit, les sociétés transformatrices de produits agricoles qui achètent leur matière première auprès des petits agriculteurs, et les sociétés productrices d'intrants à destination des petits agriculteurs offrent les meilleures opportunités de maximiser l'impact social.

Injaro cible généralement les sociétés existantes avec un fort potentiel de croissance, et les finance sous forme de capital et quasi-capital tout en restant un actionnaire minoritaire.

Aujourd'hui nos 7 entreprises en portefeuille travaillent avec 9000 petits agriculteurs.

Nous avons choisi cette stratégie d'investissement car nous souhaitions financer les PME qui ont le plus fort impact sur les populations à faible revenus, et la chaîne de valeur agricole était clairement le secteur à plus fort potentiel à ce niveau.

Par ailleurs l'agroalimentaire bénéficie de plusieurs tendances lourdes telles que la croissance de la population et de la demande de produits alimentaires ; une large partie de la population africaine dépend de l'agriculture pour son revenu, et le continent contient 40% des terres arables non cultivées dans le monde. Toutes ces caractéristiques rendent possible une stratégie à la fois rentable et à fort impact.

Fondamentalement, le capital-investisseur doit choisir une stratégie claire en laquelle il croit et que l'équipe peut crédiblement mettre en place : c'est un élément indispensable du succès de la levée de fonds.

En tant que nouveau capital-investisseur, il faut aussi faire attention à la cohérence de la stratégie avec les objectifs des investisseurs visés au moment de la levée de fonds, et rester vigilant vis-à-vis de la concurrence : lever des fonds en même temps que d'autres fonds similaires peut fragiliser le processus ».

3 Construire un modèle financier

1) Les principales hypothèses du business plan

Le « profil-type » d'entreprise identifié au cours de la réflexion sur la stratégie d'investissement détermine le niveau de revenus du capital-investisseur ainsi que sa structure de coûts.

Ces six variables sont les indicateurs les plus importants du business plan. Une fois fixés, on peut en déduire la capitalisation nécessaire (le montant de fonds à lever auprès d'apporteurs de capitaux) ainsi que le rendement attendu pour les investisseurs.



Les 6 variables clés du modèle économique d'un capital-investisseur

- 1 Montant moyen d'investissement par transaction : son niveau aura un impact important sur la rentabilité nette du modèle économique.*
- 2 Proportion moyenne de capital et dette par investissement.*
- 3 Durée moyenne de détention de l'investissement et maturité des prêts : les petites entreprises requièrent des durées d'accompagnement longues pour croître et se structurer.*
- 4 Rentabilité moyenne attendue sur le capital et la dette : elle doit tenir compte de la sinistralité, du potentiel du marché et des instruments d'investissement choisis.*
- 5 Nombre d'investissements par an : il dépend de la maturité du marché visé et du degré de sélectivité du fonds.*
- 6 Nombre d'entreprises suivies par chaque membre de l'équipe d'investissement : plus ce nombre est faible et plus l'accompagnement de chaque entreprise est personnalisé, mais plus la structure de charges de la société est lourde.*

2) Analyse du modèle économique

▣ **Comportement des coûts** : les principaux coûts d'un capital-investisseur sont liés à l'équipe d'investissement. Ils peuvent être facturés aux apporteurs de capitaux au forfait (« management fees ») ou au réel (budget annuel). Ils augmentent avec le nombre d'entreprises en portefeuille, et dépendent fortement du paramètre n°6 cité plus haut : plus le nombre d'entreprises suivies par chaque Chargé d'investissement est élevé, et moins les charges salariales seront élevées.

▣ **Comportement des revenus** : en face, les revenus dépendent de la rentabilité moyenne des investissements (rentabilité brute) et des montants moyens investis. Plus le montant d'investissement moyen par entreprise est élevé, et plus les revenus seront élevés.

Ce modèle économique implique qu'il est bien moins coûteux et bien plus rentable de réaliser un seul investissement d'1 million EUR plutôt que 5 investissements différents de 200 000 EUR, même si chacun de ces investissements apporte une rentabilité brute similaire. En effet, il faut passer 5 fois plus de temps pour accompagner les entreprises dans le second cas par rapport au premier, et les coûts de suivi seront multipliés par 5.

Dans un contexte peu concurrentiel où le capital-investisseur est le seul à même d'apporter un financement adapté aux petites entreprises, les performances réalisées sur les investissements peuvent être très bonnes. Il reste qu'en supposant une rentabilité moyenne des investissements fixe, un capital-investisseur ciblant les petites entreprises a des coûts relatifs aux montants investis structurellement plus élevés que les fonds d'investissement classiques investissant plusieurs millions d'euros par opération.

Ce modèle accepte une rentabilité plus faible que les standards du marché pour atteindre des objectifs stratégiques et/ou développementaux d'émergence des petites et moyennes entreprises.

Il est bien moins coûteux et bien plus rentable de réaliser un seul investissement d'1 million EUR plutôt que 5 investissements différents de 200 000 EUR, même si chacun de ces investissements apporte une rentabilité brute similaire.

4 Choisir une structure juridique

1) Deux modèles sont possibles pour structurer un véhicule de capital-investissement.

Le capital-investisseur peut adopter deux montages différents selon le type d'apporteurs de capitaux et l'expérience de l'équipe d'investissement. Le choix du montage change peu son profil de rentabilité qui demeure dépendant des variables détaillées ci-dessus.

- ✚ **Le modèle intégré**, avec une seule société d'investissement dont le capital est constitué des apports des investisseurs et qui salarie sa propre équipe d'investissement. Dans ce cas, tous les coûts liés à l'activité sont répercutés « au réel » aux investisseurs. Ce modèle a l'avantage de la transparence pour les investisseurs. Il est aussi plus simple et particulièrement adapté pour les fonds de petite taille et les équipes en formation ou en démarrage.
- ✚ **Le modèle dual** qui sépare fondamentalement l'activité d'investissement et les apporteurs de capitaux, distingue une société (ou fonds) d'investissement rassemblant les investisseurs, et une « société de gestion » possédée par l'équipe d'investissement. La société de gestion est rémunérée par la société (ou fonds) d'investissement selon un forfait annuel (« management fees ») négocié à la signature de la convention entre les deux sociétés. Ce modèle donne plus de latitude à l'équipe d'investissement qui gagne en autonomie. Il est toutefois plus complexe et peut générer des frottements fiscaux lorsque son statut n'est pas reconnu par la loi du pays. Il est adapté aux fonds de taille plus grande et aux équipes d'investissement ayant déjà un « track record ».

2) Un exemple de cadre juridique et fiscal pour le capital-investissement : la zone UEMOA

Reconnaissant son rôle d'acteur du développement, certains Etats ont choisi de promouvoir le capital-investissement en lui donnant une reconnaissance juridique et un traitement fiscal particulier. L'impact des impôts et taxes sur le modèle économique de l'investisseur est un élément clé, déterminé par la forme juridique choisie et par les dispositions prévues par le droit national et régional.

L'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA) a créé des conditions incitatives pour les sociétés d'investissement en votant une loi uniforme reconnaissant son statut ainsi qu'une directive accordant des exonérations. Cinq fiches-pays téléchargeables, dans la boîte à outils sur le site www.financerlespmeenafrique.com, donnent des exemples de législation en vigueur dans la zone UEMOA.

5 Organiser la gouvernance

Mettre en place une gouvernance irréprochable et impliquée est un facteur clé de succès pour un fonds d'investissement. Les instances de gouvernance aident l'équipe à prendre les bonnes décisions à tout moment et sont garantes de la stratégie qui a été fixée. Elles assurent aussi la crédibilité de l'équipe d'investissement vis-à-vis des partenaires externes et des investisseurs. Les rôles des instances de gouvernance sont de trois ordres :

- Prendre les décisions de pilotage relevant de leur compétence et prévues par la loi : budget, approbation des comptes, contribution aux orientations stratégiques, et plus largement application des procédures qui auront été élaborées au préalable.
- Prendre les décisions d'investissement et de désinvestissement.
- Apporter des conseils et des compétences à l'équipe d'investissement au moyen de différents comités, y compris sur des sujets opérationnels (connaissance d'un secteur, d'une situation, etc.) et de résolution de situation de crise en cas de nécessité.



© Béchir Malum.



ZOOM : Les principes fondamentaux de la gouvernance d'un fonds d'investissement

- Les décisions d'investissement ou de désinvestissement sont impartiales et conformes à la stratégie approuvée par les actionnaires et aux intérêts du fonds.
- Les conflits d'intérêt pouvant intervenir pour les membres de l'équipe, du comité d'investissement ou des actionnaires, ou encore entre différentes participations, sont prohibés.
- L'équipe d'investissement est intéressée financièrement à la performance financière et d'impact du véhicule d'investissement.

En fonction de la forme juridique retenue (société d'investissement autogérée ou confiant la gestion à une société de gestion), les organes de gouvernance peuvent être :

- Le comité d'investissement : il approuve ou rejette les investissements et désinvestissements (sorties) proposées par l'équipe d'investissement, apporte des commentaires et remarques sur le montage des dossiers ou les risques encourus.
- Le comité d'audit : il conduit une revue annuelle des participations en évaluant les éventuelles plus-values et moins-values latentes et en prenant les provisions le cas échéant. Il est composé au moins en partie par des membres indépendants.
- Le comité ESG, d'Impact, de déontologie ou de gouvernance : ce type de comité pilote et accompagne la stratégie d'impact de l'équipe de gestion (concentration sur des thèmes clés de développement, évaluation de l'impact social et environnemental des participations).
- Le conseil d'administration
- L'assemblée générale des investisseurs

Ces divers comités réunissent des représentants des actionnaires mais aussi souvent des personnalités indépendantes nommées en raison de leur expérience et de leur compétences, afin qu'elles renforcent les chances de succès de l'équipe.



INVESTISSEUR

Djibo Ibrahima, Sinergi



Sinergi est une société d'investissement créée en 2007 au Niger pour financer les petites entreprises en création et en développement dans le pays, en appliquant la méthode du capital-investissement.

« Une équipe d'investissement seule peut difficilement répondre à tous les besoins d'accompagnement des petites

entreprises en croissance. Il est très utile de s'entourer d'actionnaires pouvant apporter des compétences complémentaires.

Dès son démarrage, Sinergi a associé à son tour de table 7 entrepreneurs Nigériens, tous d'excellente réputation, aux expériences sectorielles très diverses et tous motivés par l'accompagnement de jeunes entrepreneurs au Niger. Ils s'impliquent de plusieurs façons.

Au cours de l'instruction des dossiers, ils guident l'équipe d'investissement sur la réputation des entrepreneurs ciblés

et sur les spécificités de tel ou tel secteur. Ils apportent au comité d'investissement un œil essentiel, celui de l'entrepreneur qui connaît le terrain et les difficultés, donc bien placé pour juger du réalisme des projets.

Ils sont aussi la base d'un système de mentorat : chaque PME financée est accompagnée par l'un de ces entrepreneurs, qui joue le rôle de Parrain. Le Parrain apporte un appui stratégique, partage son expérience, son carnet d'adresse et devient un modérateur en cas de crise. Fatalement il arrive au cours du partenariat des moments de confrontation difficile entre l'investisseur et l'entrepreneur : les Parrains peuvent les résoudre en jouant le rôle de modérateur et de conciliateur.

Ils participent aussi à la gouvernance de Sinergi, notamment aux conseils d'administration. Enfin ils renforcent la crédibilité de Sinergi, à la fois en termes de levée de fonds locale et auprès des PME ciblées : il est très rassurant pour un entrepreneur d'apprendre que Sinergi est elle-même dirigée par des entrepreneurs connus sur la place. Leur nom suffit à apporter cette crédibilité ».

6 Lever des fonds

1) Cibler des investisseurs à motivation d'impact et stratégique.

Le capital-investisseur doit proposer une stratégie attractive pour les investisseurs motivés par l'impact ou par l'accès stratégique aux PME.

Lever des fonds pour un capital-investisseur dédié aux petites entreprises est un processus long et difficile. Le modèle est mal connu par la plupart des apporteurs de capitaux car le secteur est naissant. Il est encore jugé sur les critères du private equity classique qui finance des sociétés pour plusieurs millions d'euros³¹, alors que son modèle économique (voir section 3, 3.) l'en distingue fondamentalement.

Un capital-investisseur ciblant les petites entreprises se différencie par trois facteurs :

- **La rentabilité est un critère parmi d'autres** : bien que la pérennité financière de l'activité soit son objectif premier, il propose aux investisseurs une stratégie à l'impact développemental fort et non uniquement une maximisation du profit.
- **Un horizon d'investissement long** : le temps de maturation des petites entreprises, les options de sortie plus complexes ainsi que la flexibilité nécessaire dans les montages financiers nécessitent des investisseurs patients.
- **Une capitalisation relativement faible** : les faibles montants d'investissements par PME impliquent une capitalisation beaucoup plus faible que les fonds classiques.

Pour ces trois raisons, le capital-investisseur qui vise les petites entreprises ne pourra pas toujours satisfaire les standards des investisseurs internationaux classiques. Il peut néanmoins cibler d'autres profils d'apporteurs de capitaux, aux motivations différentes et qui peuvent accepter ces trois contraintes.

▪ **Les investisseurs à motivation d'impact.**

Le mouvement de l'impact investment a considérablement amélioré les possibilités de financement pour le capital-investissement en Afrique. Ces investisseurs sont des fondations, des institutions financières et des individus dont le but est de remplir des objectifs d'impact tout en atteignant une rentabilité financière. Il peut aussi s'agir de grandes entreprises dans le cadre de leurs actions de responsabilité sociale. Certains ont pour mandat de soutenir les petites entreprises africaines et peuvent être approchés pour ce type de fonds. Par exemple, les organes des bailleurs de fonds dédiés au financement du secteur privé (Development Finance Institutions) ont joué un rôle clé dans le développement du capital-investissement en Afrique.

▪ **Les investisseurs à motivation stratégique.**

L'accès aux petites entreprises africaines est un enjeu stratégique de taille pour plusieurs acteurs, et notamment pour les banques, les sociétés d'assurance et les grandes entreprises recherchant des sous-traitants ou des cibles de croissance externe.

³¹ Gill et al., *Growth Finance in Sub-saharan Africa*, 2011.



André Bayala, SONAR



« La SONAR est le leader de l'assurance au Burkina Faso. Nous avons investi un montant significatif dans la société d'investissement Sinergi Burkina, et ce pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, il est stratégique pour la SONAR d'encourager les PME du pays. La prime d'assurance moyenne par

habitant au Burkina Faso est encore très faible, autour de 5 dollars : sans tissu industriel, il n'y a pas de grandes chances de croissance de l'industrie des assurances.

Il faut donc soutenir les bons entrepreneurs, ceux qui veulent croître dans la pérennité, en les finançant et en les accompagnant. En dupliquant des opérations d'investissement, nous renforcerons le tissu économique

et créerons nos futurs clients, car toutes ces PME auront besoin d'assurer leurs outils de production et leur personnel.

En tant que société d'assurance, donc investisseur institutionnel, la SONAR a elle-même vocation à prendre des participations dans des sociétés, grandes ou petites.

Et comme le dit un ami qui est dans l'agriculture, le meilleur apprentissage est de regarder par-dessus le talus : en siégeant au comité d'investissement de Sinergi Burkina, nous observons les méthodes d'un capital-investisseur pour améliorer nos propres pratiques.

Ceci étant dit, chez un investisseur comme dans une PME, le plus important c'est les Hommes et leur expertise. L'élément clé pour notre décision d'investissement a été la qualité du Management de Sinergi Burkina et l'historique d'investissement en Afrique de son partenaire-métier I&P ».



INVESTISSEUR

Mark Paper, Business Partners



« Lever des fonds auprès d'institutions financières et de grandes entreprises nationales peut être une très bonne stratégie pour une nouvelle équipe d'investissement.

La naissance de Business Partners montre comment une levée de fonds locale peut marcher: créée en 1981, Business Partners a levé

24 million USD en capital, dont 50% provenait du gouvernement et 50% du secteur privé Sud-africain et notamment des banques (ABSA, Nebank, FirstRand Bank, Standard Bank), des sociétés d'assurance (Old Mutual Life Assurance), des entreprises (South African Breweries) et des groupes d'investissement.

Ces actionnaires privés ont investi avec l'objectif d'encourager la croissance des PME Sud-africaines de manière pérenne et rentable.

Ce sont les principales banques et institutions financières du pays, et leur intérêt stratégique de long terme est d'y soutenir l'émergence d'un tissu de PME solide.

Leur horizon d'investissement de long terme nous a donné la marge de manœuvre nécessaire pour développer un modèle innovant dédié aux petites entreprises.

Ils ont été très fidèles à leur mission originelle, et sont toujours avec nous 30 ans plus tard ».

Lancer son premier fonds d'investissement, c'est prendre un risque entrepreneurial.

Financer un capital-investisseur leur donne un point d'accès stratégique aux petites entreprises à fort potentiel qui en croissant deviendront des clients pour leur cœur de métier (le crédit ou l'assurance), des potentiels sous-traitants ou des partenaires.

Ces acteurs à motivation stratégique ont un profil commercial, mais les synergies du capital-investisseur avec leur cœur de métier créent de la valeur et les rendent plus flexibles sur leurs attentes de rentabilité et de liquidité. Ils peuvent donc être très adaptés aux contraintes d'un capital-investisseur qui vise les petites entreprises.

Enfin, ces investisseurs apportent une valeur ajoutée extra-financière au capital-investisseur. Bien implantés dans sa zone d'intervention, ils partagent leur réseau et renforcent la crédibilité et la visibilité du capital-investisseur dans le tissu économique local.

2) Réussir sa levée de fonds : quelques enseignements.

Un apporteur de capitaux qui finance un capital-investisseur accepte un niveau de risque important. Il analyse donc en profondeur quatre critères principaux : l'équipe, la pertinence de sa stratégie d'investissement, son historique d'investissement et les opportunités d'investissement qu'elle a déjà identifiées (« dealflow »).

En tant que nouvelle équipe d'investissement, la levée de fonds est plus difficile et plus longue que pour des équipes expérimentées. La réussite demande d'abord de se différencier nettement des fonds concurrents, par exemple avec une stratégie de premier entrant sur un segment inexploré, et exige en plus des atouts particulièrement convaincants tel qu'un réseau local profond, un dealflow déjà mur, des compétences rares, etc.

Lancer un premier fonds d'investissement passe par une phase préparatoire consacrée à la définition du projet, à la levée de fonds, à l'identification des premières opportunités d'investissement et au montage juridique et financier. Pour couvrir le temps passé et les frais externes de cette phase, l'équipe ne tire alors aucun revenu du fonds ; elle prend donc un risque entrepreneurial en s'autofinçant pendant une période souvent plus longue qu'anticipée, et qui dépasse généralement une année. Ainsi, au défi de trouver des investisseurs s'ajoute celui de les trouver suffisamment rapidement pour ne pas fragiliser la viabilité de l'équipe. Un facteur clé de succès d'une levée de fonds est donc de bien préparer cette phase de lancement en organisant des revenus annexes ou en obtenant des subventions.



INVESTISSEUR

Jerry Parkes,
Injaro Investments



« En tant que nouvelle équipe d'investissement, lever son premier fonds peut être un processus long et imprévisible : il nous a fallu plus de deux ans et beaucoup de persévérance pour atteindre nos objectifs.

Enfin nous avons mobilisé un total de 49 millions USD et réalisé l'une des plus grosses levées de fonds pour un capital-investisseur dédié aux PME en Afrique de l'Ouest, une région où peu d'investisseurs sont actifs.

L'une des raisons de ce succès était notre stratégie d'investissement : nos investisseurs l'ont trouvée convaincante, claire et cohérente avec leurs propres objectifs d'impact.

Une autre raison était que nous avions déjà identifié nos premières opportunités d'investissement : ces PME ont convaincu nos premiers investisseurs de faire confiance à une équipe d'investissement relativement neuve.

Grâce au financement de ce premier groupe d'investisseurs, nous avons pu investir dans les premières PME et ainsi construire un track record précieux.

Lorsqu'elles n'ont pas de track record développé, les nouvelles équipes d'investissement doivent savoir avancer par étapes : notre première levée de fonds était de 17 millions USD en Mai 2012 : elle était trop faible pour nos objectifs mais elle nous a permis de développer notre track record qui nous a permis à son tour de lever 32 millions USD supplémentaires lors de notre second closing. »



INVESTISSEUR

Omar Cissé et Olivier Furdelle,
Teranga Capital

Teranga Capital est une société d'investissement sénégalaise dont la mission est d'investir et d'accompagner des petites entreprises à fort potentiel. Teranga Capital a été créée par Omar Cissé et Olivier Furdelle, en partenariat avec I&P.



Omar : « Si je devais résumer la clé du succès d'une levée de fonds en un mot, c'est la crédibilité. Tout l'enjeu est de donner confiance à des institutions pour qui ce type d'investissement est nouveau. Ce n'est pas facile pour une nouvelle équipe en création, donc il faut cocher toutes les cases. Le préalable à toute discussion, c'est la

qualité de l'équipe d'investissement et son expérience pratique du métier du capital-investissement dans les PME africaines : dans notre cas, nous étions deux individus avec des expériences très pertinentes dans l'entrepreneuriat et l'investissement, mais c'est notre partenaire-métier I&P qui a vraiment confirmé notre crédibilité auprès des investisseurs.

La deuxième étape est la mise en place d'une gouvernance irréprochable avec des individus connus pour leur intégrité. Notre président du conseil d'administration M. Lamine Loum et notre président du comité d'investissement M. Cheikh Tidiane Mbaye ont rassuré tous nos investisseurs et en ont attiré beaucoup. Seulement après viennent la qualité du dealflow déjà identifié et la clarté du modèle économique proposé.



Olivier : « On est davantage crédible face à ceux qui nous connaissent déjà. Le modèle d'un fonds PME en Afrique est tellement nouveau qu'il faut avoir des relations de confiance préexistantes avec certains investisseurs pour qu'ils prennent le risque d'innover. Une fois les premiers investisseurs

convaincus, il est plus facile d'être crédible vis-à-vis des suivants. Je ne recommanderais pas à quelqu'un de lancer un fonds en Afrique s'il n'a pas déjà un réseau solide de potentiels investisseurs et individus-clés ».

7 Développer un flux d'affaires

Le capital-investisseur doit prouver qu'il a déjà approché et convaincu plusieurs entreprises qui remplissent les critères de sa stratégie d'investissement.

Afin de valider la pertinence de la stratégie de l'équipe d'investissement, les apporteurs de capitaux analysent son « dealflow » (ou flux d'affaires), c'est-à-dire les entreprises déjà présélectionnées qui pourront devenir des investissements une fois le fonds levé. Le capital-investisseur doit prouver qu'il a déjà approché et convaincu plusieurs entreprises qui remplissent les critères de sa stratégie d'investissement. Il valide ainsi l'existence du profil d'entreprises qu'il cible, et montre sa capacité à déployer les capitaux dès la finalisation de sa levée de fonds.

Il est facile de trouver des petites entreprises en recherche de financements en Afrique ; il est plus difficile d'identifier celles dont le potentiel de croissance est suffisamment fort pour répondre aux critères d'un capital-investisseur. La qualité du flux d'affaires est un déterminant direct de la réussite des investissements réalisés : si le dealflow est mauvais, il sera très difficile pour l'investisseur de réaliser de bonnes performances. Développer un bon flux d'affaires est donc une étape incontournable du lancement et de la vie d'un fonds d'investissement.

Construire un flux d'affaires de qualité requiert :

- ✚ **Une bonne réputation :** La réputation vient avec la reconnaissance du travail réalisé dans l'appui aux entreprises. Ce n'est souvent qu'une fois plusieurs premiers investissements réalisés que le capital-investisseur est perçu comme un acteur crédible par les entrepreneurs. Cette reconnaissance dépend aussi d'une stratégie de communication adaptée à la cible.
- ✚ **Un réseau d'intermédiaires efficace :** La construction d'un réseau d'intermédiaires nécessite une bonne connaissance de l'écosystème d'appui aux entreprises dans le pays et un bon réseau personnel. Nouer un partenariat efficace demande



ZOOM : Les trois canaux d'identification d'une opportunité d'investissement

- **La mise en relation par un intermédiaire** permet d'identifier des opportunités déjà filtrées par un intermédiaire, ce qui représente un gain de temps pour le capital-investisseur. Cela requiert la construction d'un réseau d'intermédiaires ayant bien intégré les critères du capital-investisseur.
- **La demande de financement spontanée** est d'une qualité très variable mais ne prend pas de temps au capital-investisseur. Elle n'est possible qu'une fois que la réputation de l'investisseur est suffisamment développée, car elle provient surtout du bouche à oreille.

- **Le démarchage proactif** a l'avantage de cibler directement des opportunités de qualité mais prend beaucoup trop de temps à l'équipe pour être suffisant.

du temps et de la pédagogie sur les critères et les standards du capital-investisseur. Entretenir des relations proches avec quelques intermédiaires de qualité est souvent plus fructueux que reposer sur une multitude de partenariats moins approfondis.

La construction d'un dealflow efficace est inséparable d'une stratégie de communication qui développe la réputation du capital-investisseur et entretient son réseau d'intermédiaires.

Elle est d'autant plus nécessaire que le capital-investissement est souvent mal connu et que la sensibilisation de l'écosystème entrepreneurial requiert un effort important. Elle remplit trois fonctions complémentaires :

- **Créer une marque**, qui est un support essentiel à la visibilité et la crédibilité du capital-investisseur. Elle développe sa notoriété avec une approche de long terme.
- **Informers les parties prenantes** : les outils de communication ciblés (plaquette, présentation institutionnelle, site internet, présence sur les réseaux sociaux, newsletters, etc.) structurent le discours du capital-investisseur et tiennent les entrepreneurs, les intermédiaires et autres parties prenantes informés de l'actualité du fonds.
- **Sensibiliser l'écosystème** : le capital-investisseur organise également des événements physiques de sensibilisation à visée plus large (tables rondes, séminaires), ainsi que des communiqués de presse lors des moments marquants de son développement (conclusion d'une levée de fonds, nouveaux investissements, premières cessions réalisées, etc.). Il se fait aussi connaître auprès de sa cible en approchant les organisations et personnes ressources clés (événements sectoriels, organisations professionnelles, etc.).

Les premières initiatives de financement des petites entreprises ont été souvent isolées et peu connues à cause d'une trop faible communication. Elle est néanmoins une condition nécessaire au changement d'échelle du secteur.



ZOOM: Les intermédiaires utiles pour trouver des cibles de financement

- Incubateurs et pépinières d'entreprises.
- Compétitions de business plans.
- Consultants spécialisés dans l'accompagnement des entrepreneurs, par exemple dans la levée de fonds ou l'appui stratégique.
- Réseaux d'entrepreneurs et associations professionnelles.
- Institutions financières apportant des instruments complémentaires au capital-investissement : banques commerciales, sociétés de leasing, sociétés de garantie bancaire, autres investisseurs.
- Institutions étatiques (chambre de commerce et organes connexes).

Conclusion :

Le capital-investissement peut répondre de manière efficace aux besoins des petites entreprises à fort potentiel. Il porte les promesses d'une forte création de valeur et d'un profond impact sur le développement du tissu économique africain.

Le travail de proximité avec les meilleurs entrepreneurs Africains fait aussi de ce métier l'un des plus stimulants. Ceci dit, investir dans ces petites entreprises est un défi constant. Elles restent fragiles et les accompagner coûte cher. Un capital-investisseur doit donc réunir un ensemble de conditions pour surmonter ces obstacles et réussir.

Plusieurs acteurs pionniers montrent depuis quelques années que c'est possible. Ils se sont entourés d'une équipe, d'un tour de table et d'un réseau de partenaires qui trouvent un intérêt commun à faire émerger les champions de demain. Ils ont prouvé que des petites entreprises bien accompagnées peuvent réaliser de belles performances, et que les financer peut offrir au capital-investisseur les rendements financiers et extra-financiers souhaités.

Afin de financer les petites entreprises, celles dont les besoins de fonds propres sont inférieurs à 300 000 EUR, I&P accompagne l'émergence de nouvelles équipes d'investissement en Afrique.

I&P a ainsi sponsorisé 3 sociétés d'investissement au Niger (Sinergi), au Burkina Faso (Sinergi Burkina) et au Sénégal (Teranga Capital).

I&P a pour stratégie d'accompagner les équipes d'investissement les plus prometteuses dans une dizaine de pays Africains en leur apportant un coaching personnalisé, un transfert de méthodologie et d'outils, et surtout la possibilité d'un sponsoring et d'un investissement financier significatif.

Pour aller plus loin.

La méthode du capital-investissement.

- AFIC, *Capital Risque : Guide des Bonnes Pratiques*.

L'investissement dans les PME dans les pays en développement.

- ANDE, *Small Growing Businesses: Investing in the Missing Middle for Poverty Alleviation*.
- Toniic E-Guide to Early-stage Global Impact Investing.
- Ernst & Young, *Private Equity Roundup Africa, 2014*.
- Ernst & Young and AVCA, *Harvesting Growth, 2013*.
- GIIN Fund Manager Training Program: "Raising Impact Investing Capital".
- ANDE and GIIN Investment Manager Trainings.
- World Bank, *Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries The Role for Technical Assistance, 2014*.
- JP Morgan, *Spotlight on the Market: The Impact Investor Survey, 2014*.

L'environnement juridique et fiscal pour l'investissement en Afrique.

- ANDE, East African Legal Guide
- Ernst & Young, Analyse de l'environnement juridique et fiscal en zone UEMOA : Cinq fiches-pays téléchargeables dans la boîte à outils.

Finance et Management d'entreprise.

- African Management Institute
- IFC SME Toolkit
- Khan Academy: Finance and Accounting



www.ietp.com