

*Quinze ans
Quinze leçons d'Afrique*



4

Leçons d'investissement

- 10 • Leçon n°10: Monter, oui, mais de quelle manière?
- 11 • Leçon n°11 : La dette, le meilleur ami du capital – et la réciproque
- 12 • Leçon n°12 : Ne pas rester seul et s'appuyer sur l'écosystème entrepreneurial pour développer des pipelines d'entreprises prêtes à être financées

4

Leçons d'investissement

Au cours de ces quinze dernières années, I&P, partant d'un acquis méthodologique européen, a fait l'expérience de 70 investissements directs dans des jeunes pousses et PME africaines, se confrontant aux spécificités de ce tissu économique naissant. Cette expérience nous a conduits à évoluer dans notre expérience d'investisseur dans bien des domaines et de bien des manières, et nous souhaitons partager nos interrogations comme nos acquis à propos de trois sujets particulièrement importants dans notre pratique. Le premier est celui des montages financier. Il soulève des questions universelles comme des points plus pratiquement liés à la situation africaine. Le second est celui de la gestion de l'endettement des entreprises. Il conduit à évoquer encore plus particulièrement la question des banques. Le troisième est relatif au temps dont dispose un investisseur pour préparer une entreprise à l'investissement et les progrès importants observés ces dernières années dans l'amélioration de l'écosystème entrepreneurial, en particulier en Afrique Orientale.

10 Leçon n°10 : Monter, oui, mais de quelle manière?

Dans les premières années de l'activité de I&P, la priorité opérationnelle a été donnée à l'activité même des entreprises dans lesquelles nous investissions. **Au fur et à mesure des années, la formalisation des conditions d'investissement a pris de plus en plus de place** : les aléas rencontrés à la sortie comme le nombre de possibilités d'incompréhension ou de mésentente avec nos partenaires, et enfin l'entrée dans les fonds d'I&P d'un nombre croissant d'investisseurs nécessitant une formalisation plus importante de la gestion de nos fonds, ont conduit à préciser de plus en plus, au moment de l'investissement, les conditions d'entrée, de gestion, comme de sortie. La discussion des montages a occupé un temps croissant dans nos négociations avec les entrepreneurs. Ces montages se sont aussi resserrés sur un nombre plus limité d'options.

Le choix des montages juridiques est contraint pour un investisseur dans une PME africaine par l'acceptabilité des options qu'il a à proposer dans les cultures où nous opérons.

Au stade de maturité des PME dans lesquelles nous investissons, l'entrée au capital d'un tiers est particulièrement difficile à accepter. Comme nous l'avons déjà évoqué, dans tous les cas d'investissement de l'histoire de I&P, nous avons été le premier fonds d'investissement à rentrer au capital de la société partenaire. Nous avons dû en pratique former et informer nos interlocuteurs sur les méthodes de l'investissement en fonds propres.

Cette situation devrait conduire à préférer des montages sous forme de dette mezzanine, ou d'obligation convertible, moins intrusives, même si on l'assortit de clauses de participation au conseil d'administration, ou de consultation voire de veto sur les décisions stratégiques de l'entreprise. Dans la réalité, l'utilisation de formes de dette participative n'est ni souhaitable ni possible systématiquement : la dette est en effet payée par l'entreprise. Ceci peut conduire à des situations financières non soutenables, surtout quand les entreprises sont en forte croissance et ont d'importants besoins de fonds de roulement et d'investissement. Un créancier même en dette participative est également dans une position moins confortable qu'un actionnaire pour apporter un appui à la gestion de l'entreprise. Enfin, les espoirs de rendement sont plus importants en tant qu'actionnaire qu'en tant que créancier : même pour une dette participative, les entrepreneurs ont tendance à comparer les conditions d'endettement aux conditions offertes par les banques. Ils acceptent parfois difficilement des différentiels de taux pourtant économiquement parfaitement justifiables. Enfin, le traitement fiscal des intérêts de ces dettes est parfois très défavorable.

La préservation de leur position majoritaire est demeurée dans un grand nombre de cas un souci premier de nos partenaires

Ces considérations ont conduit I&P à préférer chaque fois que possible d'investir en capital dans les sociétés partenaires, quand les actionnaires majoritaires l'acceptaient. Néanmoins, même dans ces cas de figure, deux facteurs peuvent contraindre les rendements et peser sur les montages.

En premier lieu, l'expérience nous a conduits à n'avoir une position majoritaire que quand cela ne pouvait être évité. De leur côté, nos partenaires cherchent dans leur immense majorité à préserver leur position majoritaire. Ceci conduit à créer des plafonds en valeur absolue au montant du capital que peut apporter I&P. Nous sommes donc parfois contraints de recourir à un complément de financement sous forme de dette, participative souvent, pour boucler le financement, alors que nous aurions plus d'appétit pour du capital.

En second lieu, le souci de racheter nos parts en fin de la période d'investissement est souvent aussi une priorité pour nos entrepreneurs partenaires. Cette contrainte peut conduire aussi à limiter le montant de l'apport en fonds propres ou à imaginer des plafonds pour les valeurs de rachat qui peuvent peser sur la valorisation de l'investissement.

Une difficulté complémentaire affecte de nombreux montages. I&P opère dans beaucoup de pays à croissance significative, investissant dans des start-ups et face à des marchés difficilement prévisibles mais à fort espoir de croissance. **Nous sommes en conséquence souvent confrontés à de grandes difficultés de valorisation des sociétés dans lesquelles nous investissons.** Typiquement, les attentes des promoteurs, fondées sur des plans d'affaire très ambitieux, nous apparaissent souvent excessives. Trouver un accord peut s'avérer difficile. Les solutions envisageables peuvent conduire à repousser la reconnaissance de la valeur d'entrée... à la sortie, si le plan d'affaires a été respecté, organiser des mécanismes de « relation », ou demander des TRI minimaux garantis, par exemple. Dans tous ces cas de figure, le montage est complexifié par toutes ces clauses, parfois délicates à écrire juridiquement.

En outre, les montages sont contraints par les spécificités juridiques de chaque pays ou de chaque système. Ainsi, il n'a pas été possible en droit OHADA jusqu'à une date récente d'utiliser la mécanique des obligations convertibles. Les différences entre le droit européen continental et la Common Law britannique utilisée en Afrique anglophone interdisent en pratique de recourir à des montages uniformes pour tous les pays et toutes les entreprises, même quand les situations de fond sont comparables.



ACEP Madagascar © Zen Design

L'ensemble de ces considérations a conduit I&P à évoluer vers trois grands types de formule. La première famille de formules repose sur la négociation dès l'entrée de multiples de sortie sur le capital, avec des mécanismes de put et de call, et la cession envisagée à des investisseurs tiers de la fraction du capital détenue par I&P, ou plus. Dans une seconde famille, le montage repose sur une combinaison de dette participative ou convertible et de capital dont le rendement cumulé doit fournir un TRI cible. A échéance, le promoteur peut racheter la fraction de capital détenue par I&P sur la base du TRI cible. Ceci crée une forte incitation pour le promoteur à dépasser l'objectif de performance. La vente du capital à un tiers est bien entendu toujours possible en cas d'accord des deux parties. Enfin, une troisième famille de montage repose sur les principes du « venture » : reposant exclusivement sur du capital, avec une prévision d'injections successives à termes rapides, cette famille offre à l'investisseur précoce des « privilèges » dans les valorisations ultérieures qui rémunèrent le risque pris. Autour de ces grandes familles, un grand nombre de variantes prend en compte la psychologie de nos partenaires, comme la situation concrète de l'entreprise et du pays concerné.

C'est la dixième leçon d'Afrique. Malgré une attention croissante donnée aux conditions de montage des investissements et une formalisation de plus en plus poussée, la grande variété des profils psychologiques de nos partenaires, la maturité disparate mais en général faible vis-à-vis de l'intervention d'investisseurs tiers, les différences de situation économique et métier entre nos entreprises et les différents droits applicables dans différents pays rendent impossibles la mise en œuvre de montages standards, même si des grandes familles se détachent, alors même que la faible taille des investissements dans les PME justifierait des formules simples et uniformes. La combinaison d'apports en capital et en dette participative apparaît nécessaire, dans des proportions variées, dans nombre de cas.