



# LE LIVRE BLANC DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN AFRIQUE



POUR RENFORCER  
LE TISSU ENTREPRENEURIAL AFRICAIN

CLUB AFRIQUE DE L'AFIC



ASSOCIATION FRANÇAISE  
DES INVESTISSEURS  
POUR LA CROISSANCE



# LE LIVRE BLANC DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN **AFRIQUE**



POUR RENFORCER  
LE TISSU ENTREPRENEURIAL AFRICAIN

CLUB AFRIQUE DE L'AFIC



ASSOCIATION FRANÇAISE  
DES INVESTISSEURS  
POUR LA CROISSANCE

# SOMMAIRE

■	<b>Avant-propos</b>	<b>4</b>
■	<b>Partie 1 – PANORAMA DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN AFRIQUE</b>	<b>10</b>
	<b>Introduction : Émergence et développement du capital-investissement en Afrique</b>	<b>10</b>
	<b>1. L'activité du capital-investissement en Afrique</b>	<b>13</b>
	1.1 À la recherche d'une définition du capital-investissement africain	15
	1.2 Capital-investissement en Afrique, état des lieux en 2014	15
	1.3 Une dynamique d'activité soutenue	22
	1.4 La France dans le capital-investissement africain	24
	<b>2. Tendances et défis du capital-investissement en Afrique</b>	<b>26</b>
	2.1 Le rôle catalytique des Institutions Financières de Développement	26
	2.2 La problématique du financement des PME et le rôle du capital-investissement	28
	2.3 Les nouveaux acteurs du financement	28
■	<b>Partie 2 – STUCTURATION DES FONDS À DESTINATION DE L'AFRIQUE</b>	<b>38</b>
	<b>Introduction</b>	<b>38</b>
	<b>1. Panorama général</b>	<b>40</b>
	1.1 Les Places les plus couramment utilisées	40
	1.1.1 Les fonds domiciliés en Afrique : la prééminence de l'Île Maurice et la montée de challengers	42
	1.1.2 Les fonds domiciliés en Europe : la prééminence du Luxembourg	44
	1.1.3 L'émergence des pays du Golfe	44
	1.2 Le poids des Institutions Financières de Développement (IFD ou encore DFIs)	45
	<b>2. Focus sur la France, comme lieu d'établissement de fonds à destination de l'Afrique</b>	<b>46</b>
	2.1 Neutralité fiscale des fonds français	46
	2.1.1 Les véhicules d'investissement transparents fiscalement	47
	2.1.2 Les véhicules d'investissement non transparents (du type société holding)	48
	2.1.3 Le traitement fiscal du carried interest	50
	2.2 Des véhicules français adaptés aux exigences juridiques	51
	2.2.1 Les FPCI et FPS, des véhicules d'investissement transparents fiscalement	52
	2.2.2 Les véhicules d'investissement non transparents (de type société par actions)	56
	2.2.3 Particularités des fonds dédiés à l'Afrique	56
	<b>3. La commercialisation du fonds</b>	<b>58</b>
	3.1 Principe des passeports européens « gestion » et « commercialisation »	58
	3.1.1 Impact de la Directive AIFM en termes de commercialisation de FIA en France	58
	3.1.2 Application de la directive aux gestionnaires et fonds non UE : comment commercialiser un fonds localisé en Afrique au sein de l'Union Européenne?	59

3.2 Mise en œuvre de la commercialisation de fonds européens vers l'Afrique	60
3.2.1 Afrique du Sud	60
3.2.2 Maurice	60
3.2.3 Zone franc	60
3.2.4 Autres juridictions : Kenya, Nigeria	61
<b>■ Partie 3 – INVESTISSEMENT DES FONDS EN AFRIQUE</b>	<b>62</b>
<b>1. Introduction</b>	<b>62</b>
<b>2. Comment rentrer sur le marché ? Choisir sa cible</b>	<b>63</b>
2.1 Environnement macro-économique	64
2.2 Environnement des affaires	64
2.3 Analyse des facteurs liés aux infrastructures	66
2.4 Analyse des facteurs liés à la politique	66
<b>3. Organiser l'investissement</b>	<b>68</b>
3.1 Négocier la valorisation	68
3.2 Organiser les due diligences	69
3.3 Localiser la holding d'acquisition	70
3.4 Structurer l'investissement	74
3.5 Organiser et structurer la gouvernance	76
<b>4 L'environnement juridique et fiscal</b>	<b>79</b>
4.1 Focus sur l'environnement fiscal	79
4.2 Focus sur l'environnement juridique	80
<b>5. Gérer la société post-acquisition</b>	<b>83</b>
5.1 Les objectifs de l'accompagnement post-acquisition	83
5.2 Le rôle du Conseil d'Administration	83
5.3 Les missions d'assistance technique	84
5.4 Un reporting fiable et transparent	84
5.5 Définir et consolider les politiques de ressources humaines	84
<b>6. Rechercher la sortie</b>	<b>86</b>
6.1 Durée de l'investissement	86
6.2 Problématique - différentes formes de sortie	86
<b>■ Annexes</b>	<b>88</b>
<b>Annexe 1 – Approfondissement sur les éléments spécifiques relatifs à la localisation de la holding</b>	<b>88</b>
<b>Annexe 2 – Approfondissement sur les éléments spécifiques relatifs aux aspects fiscaux</b>	<b>90</b>
<b>Annexe 3 – Approfondissement sur les éléments relatifs à la réglementation des changes en zones CEMAC et UEMOA</b>	<b>92</b>
<b>■ Les partenaires du Livre blanc</b>	<b>94</b>

# AVANT-PROPOS

## MICHEL CHABANEL

---

*Président de l'AFIC*

La création, en février 2015, du Club Afrique de l'AFIC s'inscrit dans la dynamique sans précédent de croissance économique du continent africain depuis ces 10 dernières années, alors même que les besoins de financement y sont estimés par la Banque Mondiale à 90 milliards de dollars par an pour les 15 à 20 ans à venir, et que sa population est appelée à doubler d'ici 2050. Cette dynamique est également celle qui a porté ce nouveau club, témoin pour nous d'une démarche inédite : le Club Afrique est la première instance à réunir ses membres autour d'un secteur géographique.

Une autre de ses particularités est de rassembler au sein de l'AFIC, mais aussi au-delà (sous le contrôle de son président Hervé Schricke, lui-même ancien Président de l'AFIC), pour une ouverture la plus large possible aux talents. Et quel succès ! En moins d'un an, le Club Afrique a réussi à rallier une communauté de près de 250 professionnels, et à les faire travailler ensemble autour d'objectifs communs, au premier rang desquels figure ce « Livre blanc du capital-investissement en Afrique ».

L'AFIC est un organisme professionnel indépendant, qui représente et promeut le capital-investissement auprès des investisseurs institutionnels, des entrepreneurs et des pouvoirs publics. C'est une association, et à ce titre elle dépend de l'engagement des bonnes volontés. Charge à nous de les fédérer et de les accompagner dans des actions qui participent concrètement à l'évolution et au rayonnement de notre profession d'investisseur.

L'ouvrage que vous tenez entre vos mains témoigne de ce bel engagement et reflète le goût d'entreprendre qui est le nôtre. En France, le capital-investissement soutient aujourd'hui 5 400 entreprises, et a permis de créer, entre 2010 et 2014, 314 000 emplois. Depuis plus de 30 ans, les membres de l'AFIC conduisent ainsi les entrepreneurs sur la route du succès.

C'est ce savoir-faire que nous souhaitons mettre à profit vers le continent africain dans toute sa diversité, et ce dans une perspective de mutualisation des compétences. Il s'agit d'un formidable défi : ce « Livre blanc » se veut un guide pratique pour mieux le relever.

## HERVÉ SCHRICKE

---

*Président du Club Afrique de l'AFIC*

Acteur et observateur du capital-investissement depuis de longues années, tant en France où j'ai représenté la profession en tant que Président de l'AFIC, qu'au niveau international, j'ai été frappé par l'émergence de ce métier sur le continent africain. En particulier par mes expériences en Afrique de L'Est depuis quelques années et au Maroc autrefois. Et de ses similitudes avec l'histoire même du capital-investissement en France. C'est ainsi que l'AFIC (Association Française des Investisseurs pour la Croissance) qui a été créée en 1984, il y a donc un peu plus de 30 ans, a vécu la « courbe d'expérience » de ce métier qui est le 1<sup>er</sup> en importance en Europe continentale.

Il m'est donc paru utile, pour ne pas dire nécessaire, d'apporter notre contribution au développement de ce métier encore peu connu en Afrique, en l'aidant à franchir le plus rapidement possible les étapes de sa structuration et de la formation d'équipes de terrain.

Le Club Afrique de l'AFIC a vu le jour début 2015, et sa naissance a été annoncée par le Président de la République Française, François Hollande, le 6 février 2015, lors du Forum Franco-Africain pour un Développement Partagé et du lancement officiel de la Fondation AfricaFrance.

Le Club, qui compte déjà début 2016 près de 250 membres, français et africains pour la plupart, est ouvert à tous les acteurs de l'écosystème du capital-investissement africain et français, bien au-delà des membres de l'AFIC.

La vocation de l'AFIC elle-même est de représenter et promouvoir la profession du capital-investissement auprès des investisseurs institutionnels, des entrepreneurs, des leaders d'opinion et des pouvoirs publics.

L'AFIC contribue ainsi, dans le cadre d'un dialogue permanent, à l'amélioration du financement de l'économie française, en particulier à destination des PME-PMI, à la stimulation de la croissance et la promotion de l'esprit d'entreprise.

En ce qui concerne l'Afrique, notre démarche consiste en la mobilisation exceptionnelle d'une profession pour soutenir l'intégration accélérée, au niveau d'un continent en pleine croissance, d'un mode de financement créateur d'emplois et contributeur au développement comme cela a été démontré dans tous les pays où il s'est développé.

Le projet trouve sa source dans le constat de l'émergence du métier du capital-investissement sur le continent africain compte tenu de la croissance économique soutenue de ces dernières années et de ses perspectives.

L'écosystème français de ce métier n'y est évidemment pas resté indifférent, mais avec beaucoup d'interrogations sur la façon de l'adresser.

Qui dit métier nouveau, récent, veut dire que les expertises disponibles sont rares et en tout cas en nombre insuffisant. Toutes les économies des pays développés ont connu ce phénomène avec l'émergence de ce métier dans les années 80 en Europe continentale, et une forte accélération dans les années 2000. L'expertise technique existe certes en Europe, mais rarement associée à une expérience du continent africain.

La vocation du club est de réunir les écosystèmes du capital-investissement français et africain dans le but de promouvoir l'accompagnement :

- du développement des entreprises africaines de toutes tailles au moyen des fonds propres, mode particulièrement sain de financement des entreprises africaines.
- des entreprises déjà soutenues par le capital-investissement français dans le renforcement de leurs activités africaines.

Notre action vise ainsi à :

- soutenir et renforcer le capital-investissement africain par tous moyens, en en faisant mieux comprendre les enjeux en termes de développement économique,
- favoriser sa compréhension par les acteurs européens, notamment les investisseurs institutionnels,
- mobiliser les expertises disponibles au sein de l'AFIC et assurer un transfert de compétences,
- renforcer les relations entre l'AFIC et les acteurs du capital-investissement mobilisés en faveur du continent africain.

Cette action est appuyée actuellement par six groupes de travail qui ont œuvré à la préparation de ce livre blanc et montrent l'étendue de nos champs d'investigation et propositions : Observatoire du capital-investissement africain, juridique-structuration de fonds d'une part, investissement des fonds d'autre part, capital humain et développement des compétences, écosystème entrepreneurial africain et start-ups, compliance.

Puisse ce Livre blanc, malgré ses imperfections, constituer un message fort d'encouragement à ce métier, accélérateur du développement des PME et de leur intégration à l'économie formelle, et aider décideurs et investisseurs à en favoriser l'environnement et le financement, au service de l'emploi et des entreprises du continent africain.

Notre tâche ne fait que commencer. Nous continuerons avec le même enthousiasme à alimenter notre réseau de contributions successives sur les thèmes que nous n'avons encore fait qu'effleurer.

## JEAN-MICHEL SEVERINO

---

*Président d'Investisseurs et Partenaires*

*Ancien Directeur Général de l'AFD – Agence Française de Développement*

Le paysage de l'investissement en fonds propres en Afrique et à destination de l'Afrique est très varié. Mais tous ses acteurs partagent un même instrument, opèrent dans une même conjoncture mondiale et africaine, et par ailleurs dialoguent, sur des plans certes différents, avec des pouvoirs publics africains et des pays de l'OCDE, comme avec les institutions internationales du développement.

Il est donc particulièrement pertinent que ces acteurs identifient des plates-formes pour se parler, échanger, et dialoguer tant avec les professions qui les entourent qu'avec les institutions publiques et le secteur financier. C'est le mérite et la grande innovation du club Afrique-AFIC que de fournir un nouvel espace pour le faire inédit par son positionnement, de part et d'autre de la Méditerranée. Ce faisant, le club apporte également une contribution à l'alimentation des courants d'affaires entre l'Europe, la France, et le continent africain.

Le continent africain a besoin d'accélérer sa croissance, et d'en améliorer la qualité. Les investissements dans les infrastructures de toutes tailles et dans les sociétés industrielles et financières sont fondamentaux pour diversifier le tissu économique, accélérer une création d'emplois insuffisante pour absorber les générations qui arrivent sur le marché du travail, améliorer la trajectoire environnementale de la croissance et son contenu social. La France, bien que dotée d'un capital accumulé considérable, a des besoins similaires : sa croissance est faible et son chômage élevé. Elle a autant besoin d'investir en Afrique dans des sources de croissance importantes qui dopent son commerce extérieur et sa balance des paiements que de recevoir des investissements significatifs qui concourront à sa compétitivité comme à son niveau d'emploi. Le capital-investissement est un instrument particulièrement utile pour contribuer à cette interdépendance positive.

I&P, pour sa part, est un acteur en forte croissance dans ce qu'il est convenu d'appeler « l'investissement de mission », ou « impact investment ». Pour nous, la concentration sur les petits projets d'infrastructure, sur les start-up et les PME africaines est un maillon essentiel de la construction d'une économie africaine performante, diversifiée, créatrice d'emplois, comme socialement et environnementalement saine, possédée par les Africains eux-mêmes. Il y a peu de grandes entreprises en Afrique, le tissu industriel est naissant, et un grand nombre des grandes entreprises africaines des années 2050 sont dans la tête de leurs créateurs, qui sont encore dans leur garage. L'enjeu est de faire gagner 20 ans au continent dans la course à la construction de son tissu économique moderne, tout en contribuant à résoudre les considérables problèmes environnementaux et sociaux auxquels le continent est confronté, problèmes qui sont un enjeu pour l'Europe également, tant la taille croissante du continent africain rejillira progressivement de manière de plus en plus considérable sur ses propres paramètres de croissance.

L'apport de capitaux et de capacité humaine est fondamental pour l'accélération que nous appelons de nos vœux. Mais la construction de relations partenariales avec des acteurs français, clients, fournisseurs, investisseurs, conseils etc. est également une contribution de première utilité. Le club Afrique – AFIC est un bon lieu pour rechercher ces partenariats. C'est pourquoi son développement est un élément stratégique dans la construction de l'écosystème de l'investissement, y compris de l'investissement de mission en Afrique.

## CHRISTIAN DE BOISSIEU

---

*Professeur à l'Université de Paris I et au Collège d'Europe (Bruges)  
Conseiller économique du Club Afrique de l'AFIC*

### **La résilience de l'Afrique: un atout rare et potentiellement durable**

Dans ce monde instable, l'Afrique fait preuve d'une grande résilience. C'était déjà le cas après 2007-2008, c'est aussi la réalité d'aujourd'hui et je suis globalement optimiste pour l'avenir. Car, par-delà des turbulences ici ou là, l'Afrique résiste plutôt bien aux chocs mondiaux. Elle a pour elle sa démographie, la qualité de sa main-d'œuvre, ses ressources naturelles, sa soif de « rattrapage », l'amélioration – lente mais la tendance est là – de ses systèmes d'éducation et de formation. . . Au moment où il n'est question que du ralentissement chinois, de contre-choc pétrolier et de crise des pays émergents, le FMI prévoit en moyenne pour l'Afrique subsaharienne 4 % de croissance en 2016 et 4,7 % pour 2017!

L'essor rapide des relations intra-africaines est une bonne nouvelle, susceptible de créer de nouvelles sources de développement endogène. Je pense par exemple à la stratégie offensive des banques et des entreprises marocaines, qui se tournent de plus en plus vers leur Sud (l'Afrique subsaharienne) sans divorcer pour autant de leur Nord (l'Europe). Il y a là, ainsi qu'avec d'autres lames de fond parallèles, de quoi renforcer la solidarité et pourquoi pas l'intégration commerciale et financière régionale.

Il ne faudrait pas que toutes ces potentialités de développement et d'emplois butent sur des contraintes de financement, qui seraient d'autant plus paradoxales que le continent africain regorge d'épargne, formelle ou informelle. C'est donc dès maintenant qu'il faut promouvoir des mesures complémentaires pour desserrer des contraintes potentielles risquant de frapper plus durement les PME et ETI, si indispensables à la croissance et à la lutte contre le chômage. Ne pas tuer l'épargne informelle mais s'efforcer au contraire de la « formaliser » avec les bons produits financiers et la politique fiscale adéquate, bien calibrer les nouvelles règles prudentielles portant sur les banques et autres intermédiaires financiers pour renforcer la stabilité financière sans tarir le financement de l'économie réelle, attirer les PME vers des marchés boursiers alternatifs, accélérer l'essor du « private equity », laisser vivre la finance participative (« crowdfunding ») tout en la surveillant de près pour éviter des accroc mortels pour la confiance, considérer la finance islamique comme un complément nécessaire de la finance classique: la feuille de route est claire et largement consensuelle. Il s'agit désormais de la concrétiser.

## Partie 1

# PANORAMA DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN AFRIQUE

Alhassane BA - Fiduxis  
 Danièle BATUDE - Mazars  
 Emilie DEBLED - Investisseurs et Partenaires  
 Elodie DOUSSA - Triago  
 Koly KEITA - Genève Développement Capital  
 Antoine RAES, Anne-Sophie RAKOUTZ - Proparco  
 François SCOLAN - Africa Hitech Fund  
 Paul THOLLY - Cairn Point  
 Jean-Luc KOFFI VOVOR - Kusuntu Partners  
 Nadia KOUASSI COULIBALY - AFIC



## INTRODUCTION : ÉMERGENCE ET DÉVELOPPEMENT DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN AFRIQUE

Actif depuis une vingtaine d'années, notamment en Afrique du Sud et au Maghreb, le capital-investissement africain a connu une notoriété en mars 2005 avec la médiatisation de l'opération de cession de l'opérateur de téléphonie mobile Celtel pour près de 3,5 milliards de dollars US par ses actionnaires. En 2010, la réalisation de la première coupe du monde de football sur le continent africain, au-delà de la confirmation de la primauté économique de la République Sud-Africaine, a permis au monde entier de découvrir le renouveau économique du continent africain ainsi que le dynamisme de ses entreprises. Depuis, l'actualité économique africaine, notamment celle de la finance, est rythmée par les annonces de levées de capitaux par les fonds d'investissement, de prises de participations et, depuis 2013, d'opérations de cessions avec des indicateurs de performances économiques, financières et sociales flatteuses. De même, la lecture des statistiques fournies par l'Association du capital-investissement dans les Marchés Émergents (EMPEA) montre une part croissante des levées de fonds à destination de l'Afrique<sup>1</sup>.

### CELTEL, LA PERCÉE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT AFRICAIN

Créé en 1998 par le Soudanais Mohamed Ibrahim, Celtel International B.V a pu mobiliser plus de 300 millions de dollars US auprès de plusieurs fonds de capital-investissement (Capital Group, Actis Capital, FMO, Blakeney Management) pour accélérer son développement dans 13 pays africains.

En mars 2005, la cession de 85 % du capital de Celtel au koweïti Zain (ex Mobile Télécommunications Company) pour 3,45 milliards de dollars US a permis aux fonds de capital-investissement participants de réaliser une plus-value exceptionnelle.

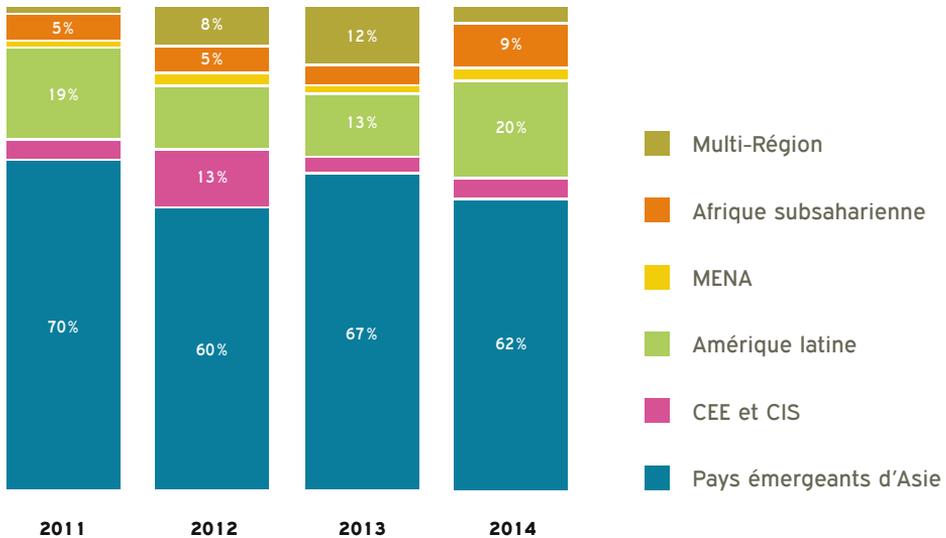
La réussite de cette opération a placé l'Afrique sur les radars des investisseurs internationaux et a créé une dynamique de lancement de plusieurs fonds, alors que ce domaine restait historiquement dominé par deux acteurs : Emerging Capital Partners et Actis.

<sup>1</sup>Afrique prend en compte l'Afrique subsaharienne et l'Afrique du Nord.



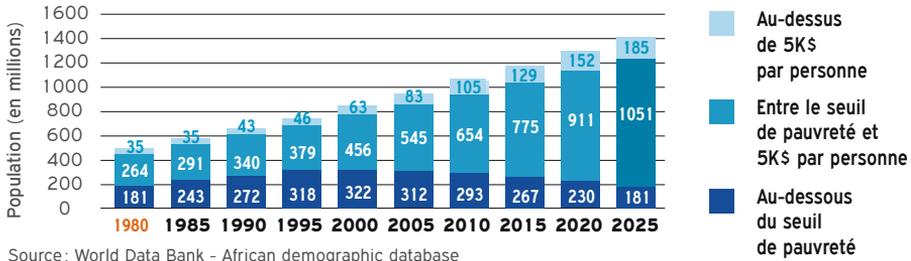
Travaux sur le barrage de Bujagali, en Ouganda

GRAPHIQUE 1 : LEVÉES DE FONDS À DESTINATION DES MARCHÉS ÉMERGENTS (2011-2014)

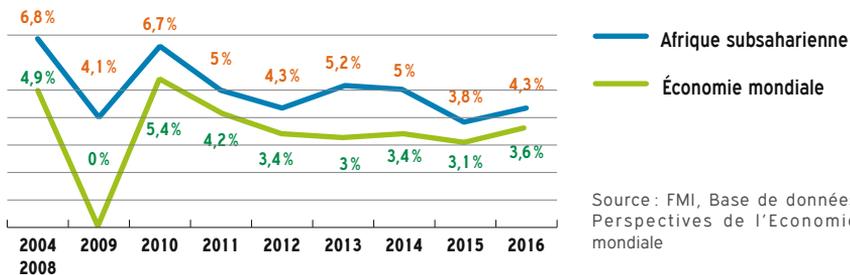


Poussée dans un premier temps par les besoins en matières premières de l'Asie (notamment la Chine) et par l'investissement dans le renouvellement et le développement des infrastructures, la croissance africaine est surtout portée par une démographie forte (population estimée à 1,5 milliard d'habitants d'ici 2025 – graphique 2) et par l'émergence d'une classe moyenne dont il faut satisfaire les besoins de consommation. Cette demande favorise particulièrement le développement de l'activité des entreprises dans les secteurs de la consommation, des télécommunications, des services (notamment financiers), de l'éducation et de la santé.

**GRAPHIQUE 2 : PROGRESSION DÉMOGRAPHIQUE EN AFRIQUE (1980-2025)**  
LE DÉVELOPPEMENT D'UNE CLASSE MOYENNE



**GRAPHIQUE 3 : PROGRESSION DU PIB AFRICAIN (2004-2016)**



Grâce à un cadre macroéconomique amélioré par des réformes politiques et économiques, la croissance du PIB africain s'est établie à un rythme annuel moyen de 5 % de 2004 à 2014 (graphique 3). L'évolution démographique, le bénéfice de l'innovation technologique et l'amélioration de la gouvernance ont fortement contribué à cette dynamique qui s'est révélée résiliente face à la récession mondiale.

La vigueur de la consommation intérieure, portée par l'émergence d'une classe moyenne éduquée et urbanisée, offre de nouvelles perspectives aux fonds de capital-investissement qui élargissent le spectre de leur intervention en dehors des industries extractives, des télécommunications et des infrastructures. Désormais, l'accroissement des besoins financiers des groupes privés pour saisir les opportunités de marché offre un relais de croissance à l'industrie du capital-investissement.

## Le capital-investissement africain, une industrie jeune avec un potentiel de développement réel

Malgré l'insuffisance de statistiques disponibles, les organisations professionnelles représentatives du capital-investissement en Afrique évaluent (tous secteurs et tous types d'investissement confondus) à près de 200 le nombre d'équipes gérant ou levant des fonds pour l'investissement dans le secteur productif privé. Rapporté à la taille et à la dimension démographique du continent, ce nombre révèle un secteur jeune et en croissance, mais encore insuffisamment dense et structuré pour couvrir les besoins du développement africain. Comparé à la France qui se positionne parmi les leaders européens avec près de 300 équipes, le niveau du capital-investissement africain laisse apparaître un réel potentiel de développement et de croissance.

Cependant, de nombreux obstacles et contraintes pèsent encore sur le développement des entreprises africaines, à savoir une relative faiblesse de l'environnement des affaires (bien qu'il soit en constante amélioration), une insuffisance des opportunités de financement de long terme, un accès limité et des coûts du crédit élevés, ou encore une gouvernance des entreprises limitée aux regards des standards internationaux. À l'instar des facteurs ayant conduit au développement des économies avancées, le capital-investissement apparaît comme un outil essentiel dans l'ensemble des solutions pouvant permettre l'accélération du développement économique et social de l'Afrique. Dans une étude publiée en février 2014, le cabinet de conseil en stratégie McKinsey révélait une demande de capitaux propres pour les entreprises africaines qui pourrait croître de 8 % en moyenne par an entre 2014 et 2018, évaluant le potentiel du marché à près de 50 milliards de dollars US<sup>2</sup>.

## 1. L'ACTIVITÉ DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN AFRIQUE

### 1.1 À la recherche d'une définition du capital-investissement africain

Le capital-investissement (Private Equity en anglais) a pour rôle économique de financer les entrepreneurs manquant de fonds propres, pour leurs projets de création d'entreprise, d'accélération de croissance ou de transmission d'entreprise existante. Bien plus que de l'argent il apporte conseils et soutien aux entreprises qu'il accompagne, pour les aider dans leur croissance.

#### Principaux acteurs

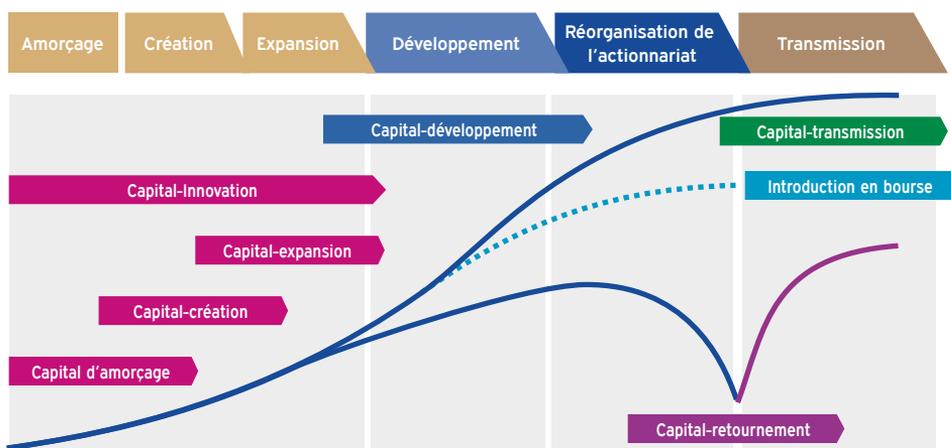
- Les investisseurs dans les fonds de capital-investissement détiennent des ressources à long terme et gèrent des actifs dans le but de générer des rendements attractifs. En ce qui concerne l'Afrique, il s'agit principalement des organismes de développement internationaux, des sociétés de gestion d'actifs et des compagnies d'assurances, des caisses de dépôt et d'autres institutions financières tels les caisses de retraite et les mutuelles, les fonds de pension, les fonds de fonds et les sociétés d'investissement. Il s'agit également des Family Offices, structures regroupant des capitaux souvent de nature entrepreneuriale, qui apprécient d'accompagner des entrepreneurs auprès desquels ils retrouvent leurs propres racines.
- Les sociétés de capital-investissement jouent le rôle d'intermédiation. Elles prospectent les sociétés cibles, étudient les projets de ces dernières et y investissent les capitaux confiés par les investisseurs institutionnels. Leur rôle est essentiel du fait de la valeur ajoutée apportée, du risque élevé associé à ce type de financement, nécessitant des études préalables approfondies ainsi que des niveaux de compétence et d'expertise élevés.
- Les entrepreneurs sont les chefs d'entreprises souhaitant accélérer le développement de leur entreprise et qui acceptent d'ouvrir leur capital en échange d'un financement long et du renforcement de leur structure.
- Les acquéreurs sont les nouveaux entrants, après la sortie des investisseurs. Il s'agit par exemple d'industriels, d'autres fonds spécialisés sur d'autres segments du capital-investissement, des managers de l'entreprise ou des marchés financiers en cas d'introduction en bourse.

<sup>2</sup> McKinsey Company, « Uncovering hidden investment opportunities in Africa » février 2014

## Type d'intervention et stratégie sectorielle

En Afrique, les opérations de capital-investissement servent le plus souvent à financer la croissance des Petites et Moyennes Entreprises (PME) établies. Il s'agit donc principalement d'opérations de capital-développement. À l'exception de l'Afrique du Sud, dont l'industrie est plus ancienne et dont le stade de maturité est proche de celui des pays développés, les fonds spécialisés dans le financement de situations spéciales telles que le capital-innovation, le capital-transmission ou le capital-retournement sont quasi inexistants.

Cycle de vie de l'entreprise et stades de développement



Source : AFIC

En termes de stratégie sectorielle, les fonds africains sont principalement des fonds multisectoriels. Toutefois, on identifie quelques fonds spécialisés, notamment dans les Infrastructures, l'Agro-industrie et les Technologies de l'Information et de la Communication.

Les incubateurs sont toutefois une première étape vers le financement de start-ups par des fonds professionnels (capital-innovation) sur un continent où la jeunesse ne manque pas ni la créativité. La numérisation ainsi que l'accès aux moyens de télécommunications mobiles ouvrent de larges perspectives. À l'autre bout du spectre, certains fonds sont bien installés sur le créneau des investissements majoritaires.

Par nature, le capital-investissement tend à se concentrer sur le secteur formel, et en tout état de cause à contribuer au développement de celui-ci.

## LA PETITE ET MOYENNE ENTREPRISE (PME) DANS LE CONTEXTE AFRICAIN

La notion de PME est très utilisée à travers les pays africains et dans le capital-investissement sans qu'il en soit donné une définition satisfaisante. Ainsi, les opérations de capital-investissement dans les PME africaines varient en taille, entre les plus petites à quelques milliers de dollars US et les plus importantes dont la taille avoisine plusieurs dizaines de millions de dollars US.

Quelques organismes ont proposé des définitions permettant ainsi de construire une compréhension commune. Par exemple, l'ANDE – Aspen Network for Development Entrepreneurs propose le terme de Petites Entreprises en Croissance (Small and Growing Business) pour catégoriser un segment d'entreprises qui correspondrait le mieux au segment de PME en Afrique.

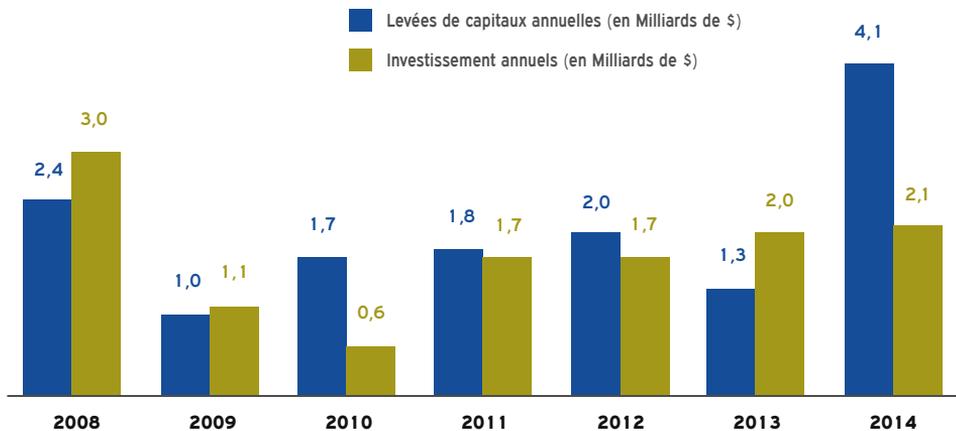
Ainsi, les Petites Entreprises en Croissance sont caractérisées par :

- Un effectif compris entre 5 et 250 salariés ;
- Une recherche de fonds propres pour leur croissance entre 0,2 et 2 millions de dollars US.

## 1.2 Capital-investissement en Afrique, état des lieux en 2014

La plupart des fonds de capital-investissement dédiés à l'Afrique ont été créés au cours des 10 dernières années. On estime à 14,3 milliards de dollars US le montant des capitaux levés sur le continent entre 2008 et 2014 (Graphique 4). Selon l'institut de développement international ODI (The Overseas Development Institute), l'année 2015 pourrait se révéler une année record depuis la crise avec des collectes estimées à plus de 5 milliards de dollars US<sup>3</sup>.

GRAPHIQUE 4 : ÉVOLUTION DES LEVÉES DE CAPITAUX ET DES INVESTISSEMENTS EN AFRIQUE (2008-2014)



Source : EMPEA (Data Book)

## Le poids de l'Afrique dans le capital-investissement à l'échelle mondiale

Comme sur les marchés développés, l'activité du capital-investissement africain a connu son plus haut niveau juste avant la crise financière. Les levées de fonds ont atteint 2,4 milliards de dollars US en 2008 contre 2 milliards par an en moyenne entre 2000 et 2005<sup>4</sup>. Elles se sont ensuite maintenues à 1,6 milliard de dollars US en moyenne annuelle entre 2009 et 2013 pour

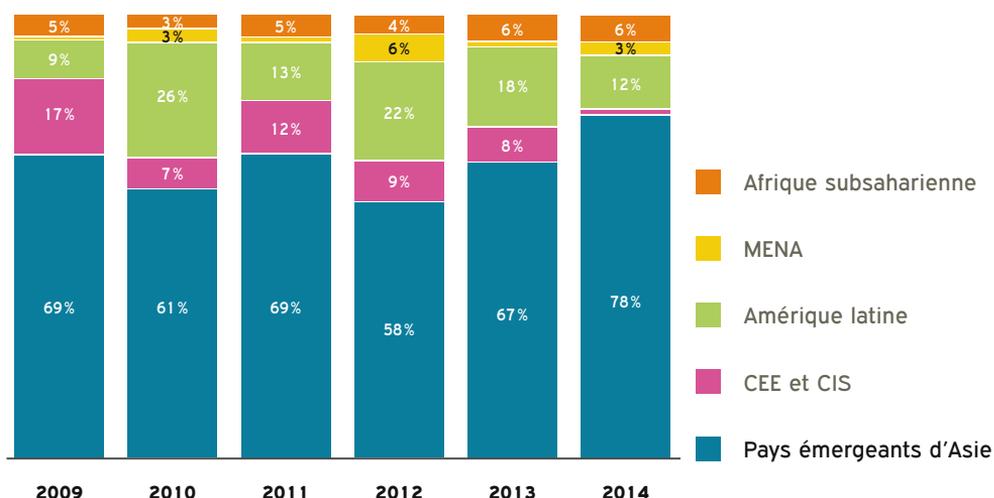
<sup>3</sup> Source : The Overseas Development Institute (ODI)

<sup>4</sup> Source : EMPEA, Fundraising & Investment Analysis, 2011

atteindre un niveau record de 4,1 milliards en 2014. Derrière cette croissance exponentielle, il est à noter une forte concentration sur une demi-douzaine de gestionnaires qui cumulent près de 70 % des capitaux levés depuis 2008. Toutefois, l'intérêt des investisseurs pour le continent ne cesse de croître, puisque depuis trois ans, l'Afrique apparaît dans le trio gagnant des destinations considérées les plus attractives<sup>5</sup> dans les pays émergents par les investisseurs avec une part de marché en croissance continue.

En 2014, l'Afrique a drainé environ 9,2 % du total des capitaux levés pour les marchés émergents (Graphique 1), un record absolu<sup>6</sup> (contre 4 % entre 2006 et 2008, et 5 % entre 2009 et 2012). Cette même année, le volume des investissements sur le continent a atteint 2,1 milliards de dollars US contre 34 milliards pour l'ensemble des marchés émergents : un record depuis 2009.

GRAPHIQUE 5 : INVESTISSEMENT DANS LES MARCHÉS ÉMERGENTS (2009-2014)



Source : EMPEA (Data Book)

Le poids de l'Afrique dans les montants investis sur l'ensemble des marchés émergents est passé de 5 % en moyenne entre 2009 et 2012, à près de 7 % en moyenne entre 2013 et 2014 (Graphique 5). Ce regain d'intérêt ne doit pas masquer la réalité : l'Afrique reste une niche pour le capital-investissement. En 2014, l'Afrique ne représentait encore que 1,3 % des fonds levés par le capital-investissement à l'échelle mondiale (les États-Unis et l'Europe de l'Ouest comptant pour plus des deux tiers), et tout juste 0,7 % des montants investis<sup>7</sup>.

## Tendances des levées de fonds

L'attitude plus positive des investisseurs à l'égard de l'Afrique s'est traduite par des engagements significatifs. Les levées de fonds destinés à l'Afrique ont plus que triplé entre 2013 et 2014 pour atteindre 4,1 milliards de dollars US grâce à quelques fonds régionaux. Cette forte progression s'explique en partie par une hausse significative du nombre de fonds ayant levé (Graphique 6)

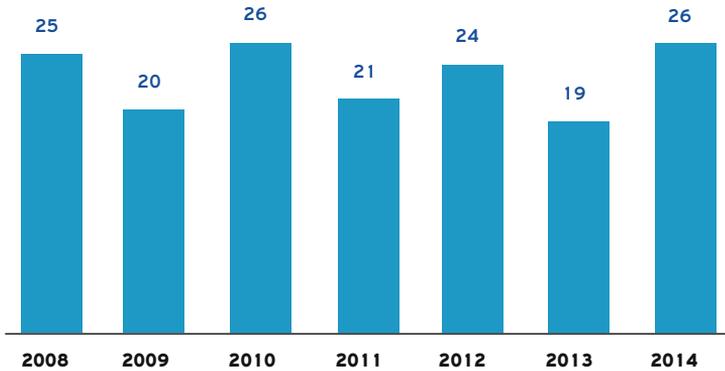
<sup>5</sup> Source : EMPEA, Investor's Views of Private Equity in emerging market 2015

<sup>6</sup> Source : EMPEA, Fundraising & Investment Analysis, Q4 2014

<sup>7</sup> Source : EMPEA, Fundraising & Investment Analysis, Q4 2014

atteignant là encore un niveau record depuis 2010 (26 fonds ayant collecté en 2014 contre 19 en 2013<sup>8</sup>), hissant l’Afrique à un niveau supérieur à celui du Brésil (15 fonds), de l’Inde (20 fonds), de la Russie (4 fonds) et de l’Europe centrale et orientale et la communauté des états indépendants (15 fonds).

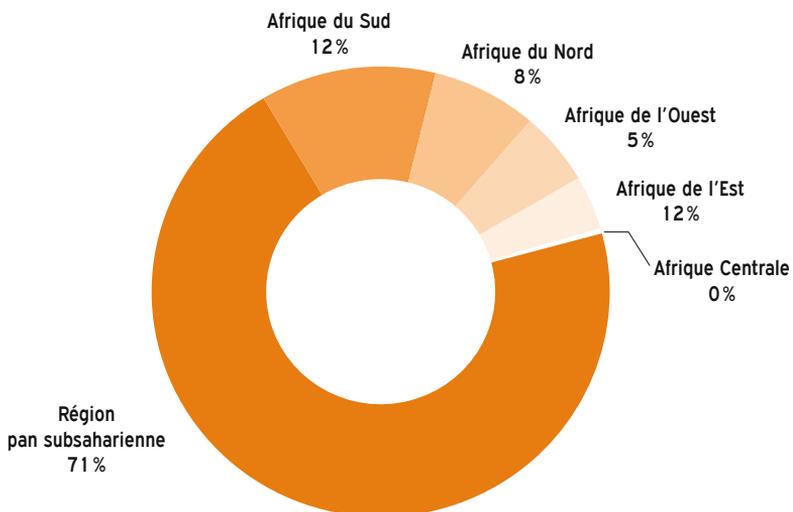
GRAPHIQUE 6 : ÉVOLUTION DU NOMBRE DE FONDS AYANT LEVÉ (2008-2014)



Source : EMPEA (Data Book)

De plus, en 2014, le continent a enregistré 3 opérations parmi les 10 plus importantes finalisées dans les pays émergents (hors Asie). Il attire désormais un groupe d’investisseurs de plus en plus diversifiés avec une prépondérance de fonds subsahariens qui cumulent 71 % des levées depuis 2008 (Graphique 7).

GRAPHIQUE 7 : RÉPARTITION DES LEVÉES PAR ORIGINE GÉOGRAPHIQUE (2008-2014)

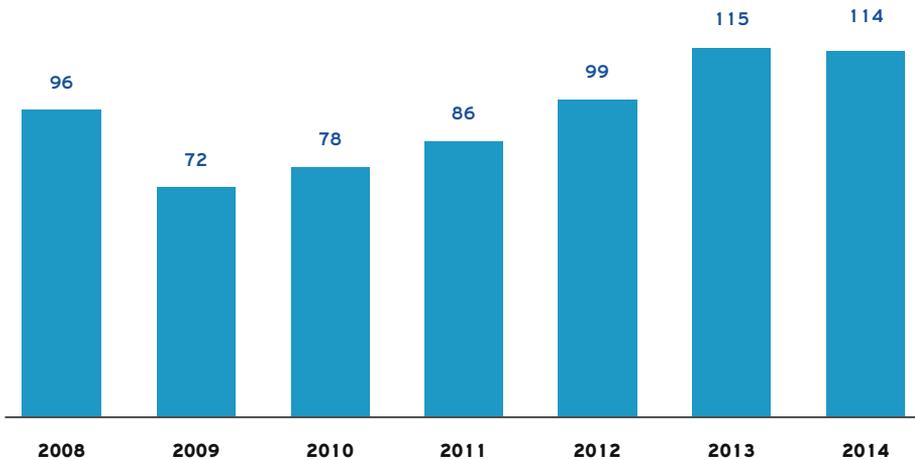


Source : EMPEA (Data Book)

## Tendances des investissements

Avec 114 opérations comptabilisées en 2014, l'activité a été équivalente en volume à celle de 2013, des niveaux records (Graphique 8). Symbole de cette montée en puissance, l'opération la plus importante réalisée et rendue publique en Afrique en 2014 s'élevait à 490 millions de dollars US, contre 175 millions pour la plus importante de 2008. L'activité, même si elle s'étend à un nombre croissant de pays, reste tout de même concentrée sur une poignée de marchés. De fait, en 2014, l'Afrique du Sud (18 opérations), le Kenya (19 opérations), le Nigeria (15 opérations) et le Ghana (13 opérations) cumulaient 65 des 114 opérations réalisées sur le continent. Mais la diversification géographique prend forme : alors que 38 % des opérations avaient été réalisées en Afrique du Sud en 2009, elles n'étaient plus que 16 % en 2014<sup>9</sup>. Au cours des deux dernières années, les investisseurs ont soutenu également des sociétés au Ghana, au Maroc, en Tunisie, au Congo, en Égypte et en Côte d'Ivoire.

GRAPHIQUE 8 : ÉVOLUTION DU NOMBRE DE TRANSACTIONS (2008-2014)



Source : EMPEA (Data Book)

## Un rythme d'investissement en progression constante

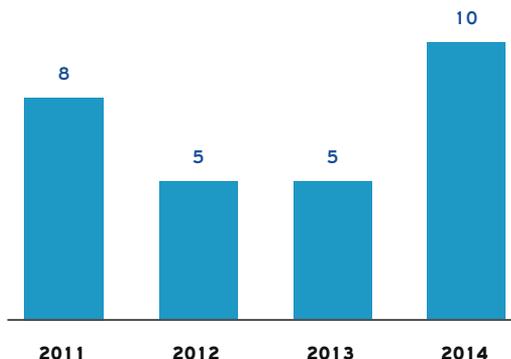
Le rythme d'investissement sur le continent est ainsi d'environ 2 milliards de dollars US par an depuis 2013, en constante progression depuis le net recul observé en 2009-2010 du fait de la crise financière mondiale. L'Afrique représente environ 6,5 % des montants investis dans les pays émergents (l'Asie représentant 78 % de ces montants)<sup>10</sup>. En termes de ticket d'investissement, l'Afrique subsaharienne (hors Afrique du Nord) a atteint en 2014 le niveau de l'Asie émergente avec un ticket médian de 10 millions de dollars US<sup>11</sup> (Graphique 9).

9 Source : EMPEA, Fundraising & Investment Analysis, Q4 2014

10 Source : EMPEA, Fundraising & Investment Analysis, Q4 2014

11 Source : EMPEA, Fundraising & Investment Analysis, Q4 2014

GRAPHIQUE 9 : ÉVOLUTION DE LA TAILLE MÉDIANE DES OPÉRATIONS (2011-2014)



Source : EMPEA (Data Book)

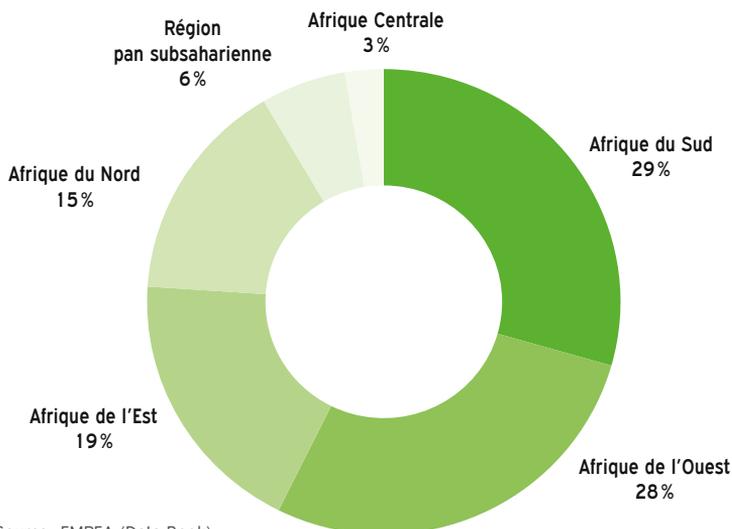
### Des stratégies d'investissement essentiellement orientées vers le capital-développement

À l'exception des secteurs énergétique et infrastructures, le capital-investissement africain s'inscrit majoritairement dans une stratégie de capital-développement dans des PME à fort potentiel de croissance, avec des tickets inférieurs à 20 millions de dollars US. Le fonds de capital-investissement, en qualité de nouvel actionnaire (généralement minoritaire), va s'atteler à fournir une expertise tant financière que managériale, ainsi que stratégique, afin de permettre à la société de rationaliser ses coûts, d'optimiser son fonctionnement, de développer de nouveaux produits et de conquérir de nouveaux marchés. Devant le manque de sociétés de taille critique mais bénéficiant d'un très fort potentiel, le capital-développement s'adapte également parfois à des cibles plus jeunes en matière de développement et se transforme en stratégie de « build, not buy ». Cette spécificité du marché africain implique un positionnement très « hands-on » des équipes et peut entraîner un temps de détention plus long que celui d'un fonds classique, afin de révéler tout le potentiel de ce type de sociétés. Néanmoins, en raison de la maturité de certaines sociétés, notamment créées juste après les indépendances, on peut constater un nombre croissant d'opérations majoritaires de LBO sur le continent, qui implique parfois des valorisations d'entreprises supérieures à 100 millions de dollars US.

### Des opérations majoritairement pan-régionales

Toutefois, le capital-investissement reste concentré sur quelques pays où l'écosystème est suffisamment structuré. Les plus grosses opérations de capital-investissement en Afrique ont été des transactions pan-régionales même si l'Afrique du Sud et le Nigeria se distinguent très nettement dans cet environnement (Graphique 10).

GRAPHIQUE 10 : RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES MONTANTS INVESTIS EN AFRIQUE (2008-2014)



L'Afrique du Sud, berceau du capital-investissement en Afrique, reste un marché incontournable de l'activité sur le continent, bien que l'environnement y soit plus compétitif et intermédié, et que son économie soit aujourd'hui moins dynamique que celle d'autres pays africains.

Le Nigeria est quant à lui devenu la plus grande économie d'Afrique en termes de PIB, devançant l'Afrique du Sud en 2014 et devenant la vingt-sixième économie dans le monde. Outre sa place de premier producteur et exportateur de pétrole du continent, le pays le plus peuplé d'Afrique offre une grande diversité d'opportunités d'investissement dans tous les grands secteurs liés à la croissance du nombre de consommateurs locaux.

C'est cet environnement unique qui a attiré un grand nombre de fonds de capital-investissement africains. Enfin, il est à noter que bien que les pays d'Afrique francophone soient encore sous-représentés dans le capital-investissement africain du fait notamment de la taille relativement moindre de leurs marchés domestiques, leur part de marché a augmenté ces dernières années.

Fort de 54 pays et donc d'autant de marchés, le continent africain possède un immense potentiel en termes de construction de leaders régionaux, ce qui a été bien identifié par les fonds de capital-investissement. De même, la nécessité d'entrer dans un cadre plus formel pour leur croissance requiert des financements adaptés aux moins grandes PME que le capital-investissement devrait pour partie servir.

La création et la modernisation de zones économiques telles que la CEDEAO<sup>12</sup> en Afrique de l'Ouest ou de l'EAC<sup>13</sup> en Afrique de l'Est représentent ainsi des enjeux fondamentaux. D'autres pays tels que le Kenya, la Tanzanie ou l'Éthiopie ont également profité de la multiplication des gestionnaires de fonds à la recherche de transactions dans des marchés moins saturés et compétitifs que ceux de l'Afrique du Sud et du Nigeria.

<sup>12</sup> Communauté Economique des États de l'Afrique de l'Ouest

<sup>13</sup> East African Community

## Des stratégies désormais multisectorielles

La grande majorité des fonds de capital-investissement africains ont des stratégies dites multisectorielles. Les secteurs des services financiers et des télécoms représentent respectivement 15 % et 13 % des montants investis en Afrique entre 2008 et 2014 (Graphique 11).

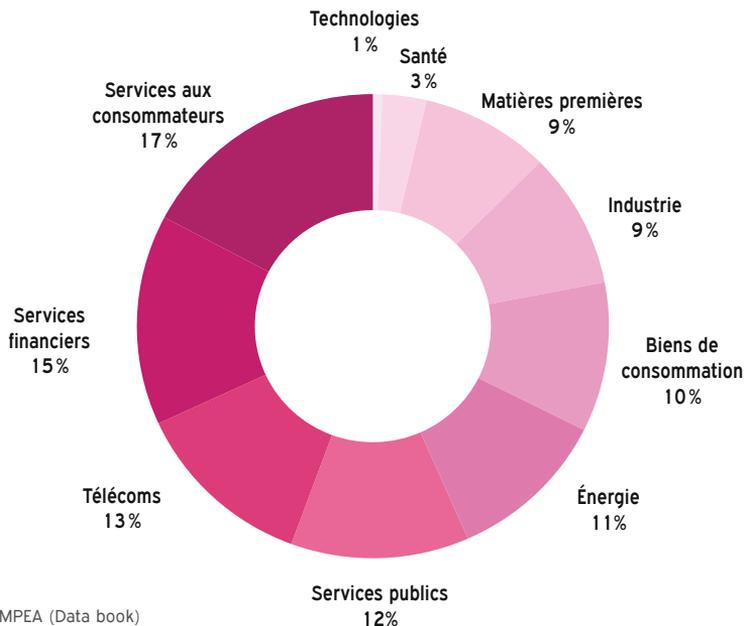
Ils ont bénéficié de l'essor économique de ces dix dernières années et de l'émergence d'une classe moyenne africaine afin de se transformer profondément. En effet, les fonds de capital-investissement africains ont accompagné un grand nombre de sociétés dans ces secteurs afin de répondre à la nouvelle demande domestique tant en termes d'accès à des services financiers basiques (tels que des comptes bancaires ou des contrats d'assurance), qu'à de nouveaux moyens de communication (les téléphones portables ou le réseau Internet) avec la construction de tours télécoms entre autres.

L'essor des transactions dans le secteur des services aux consommateurs a suivi la même logique et représente 17 % des montants investis en Afrique entre 2008 et 2014. Le secteur de l'énergie représente encore une large part des opérations de capital-investissement en Afrique, avec 11 % des investissements entre 2008 et 2014.

Néanmoins, ce secteur ne se résume plus uniquement pour les fonds de capital-investissement à des transactions dans le gaz et pétrole mais a connu un important essor d'autres sous-secteurs, tels que celui des énergies renouvelables, avec notamment la construction de centrales électriques thermiques et hydrauliques sur le continent.

D'autres secteurs tels que les biens de consommation, l'industrie, les matières premières, la santé et les technologies ont également pu bénéficier de l'appui de fonds de capital-investissement dans une moindre proportion.

GRAPHIQUE 11 : RÉPARTITION SECTORIELLE DES MONTANTS INVESTIS EN AFRIQUE (2008-2014)



Source EMPEA (Data book)

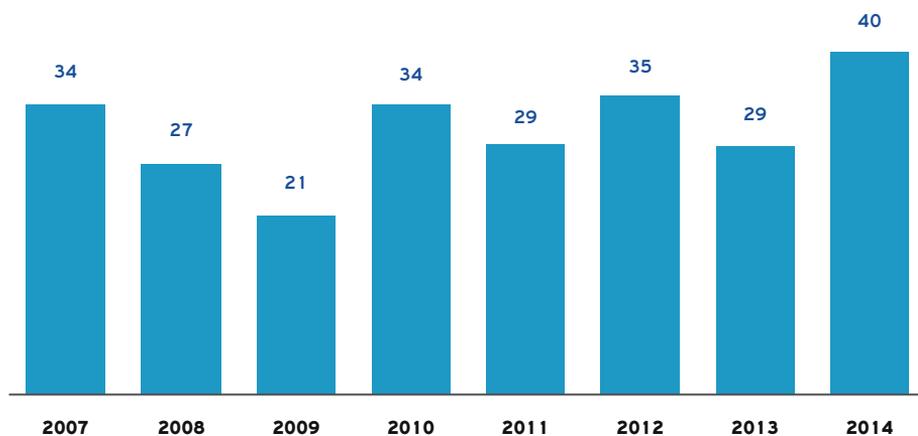
### 1.3 Une dynamique d'activité soutenue

#### Survenance des premières sorties et promesses du capital-investissement en Afrique

Si le capital-investissement africain reste encore un marché jeune à fort potentiel de développement, il est important de noter que le processus de sorties des sociétés en portefeuille sur le continent a grandement gagné en maturité au cours des dernières années et s'avère prometteur en matière de performance.

En effet, les fonds de capital-investissement africains ont réalisé près de 250 sorties depuis 2007, avec un record de 40 sorties en 2014, en progression de près de 40 % comparé à 2013 (Graphique 12). L'année 2014 a également connu la plus grosse sortie d'une transaction en capital-investissement de son histoire, avec la cession par Brait<sup>14</sup> de Pepkor<sup>15</sup> au groupe Sud-Africain Steinhoff International Holdings pour un montant de 5,7 milliards de dollars US.

GRAPHIQUE 12 : NOMBRE ANNUEL DE SORTIES EN CAPITAL (2007 – 2014)



Source : AVCA

En raison de la prépondérance du capital-développement dans les stratégies des fonds dédiés à l'Afrique, 77 % des sorties survenues entre 2007 et 2014 concernaient des participations minoritaires. Plus de la moitié des sorties se sont concentrées en 2014 sur des ventes stratégiques à des industriels (Graphique 13).

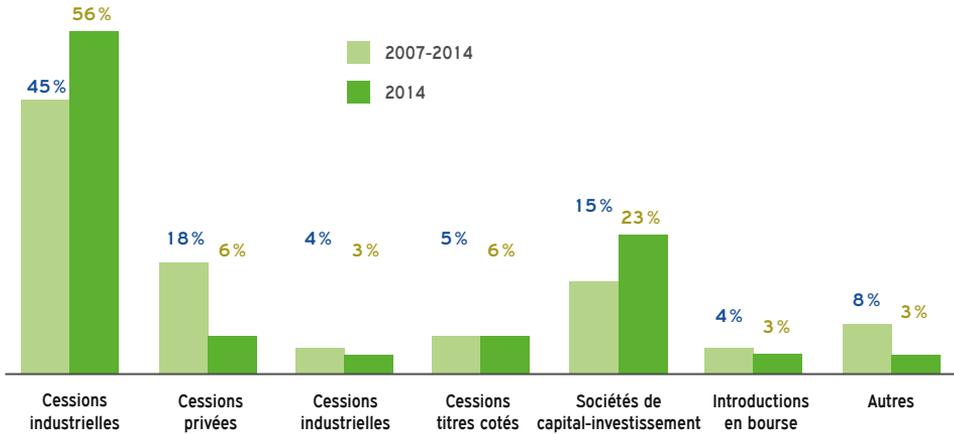
Il est cependant intéressant de noter qu'en raison du montant croissant de « dry powder » (capitaux disponibles à l'investissement) sur le continent, dû au récent succès de levées de fonds africains, la part des cessions à d'autres fonds de capital-investissement est passée de 15 %, entre 2007 et 2014, à 23 % en 2014. Les introductions en Bourse, quant à elles, restent très minoritaires et ne représentent que 3 % des sorties en 2014<sup>16</sup>.

<sup>14</sup> Fonds de capital africain Sud-Africain

<sup>15</sup> Enseigne de grande distribution Sud-Africaine

<sup>16</sup> Source AVCA - PE exits in Africa 2014

GRAPHIQUE 13 : RÉPARTITION DES CSSIONS EN MONTANT (2007-2014)



Source : AVCA

En termes de répartition géographique, l'Afrique du Sud représente encore 42 % des sorties en volume sur la période 2011-2014, tandis que l'Afrique de l'Ouest se maintient à 26 % des cessions, en ligne avec la précédente période de 2007 à 2010. L'Afrique de l'Est, en revanche fait une nette percée avec 14 % des sorties sur 2011-2014 contre 9 % entre 2007 et 2010<sup>17</sup>.

Le secteur des services financiers demeure le plus représenté dans les cessions de capital-investissement avec une part de marché de 20 % en 2014, suivi par les secteurs de la santé (18 %), des articles ménagers (10 %), du « retail » et des telecoms (8 % chacun)<sup>18</sup>.

En moyenne, les sociétés ayant fait l'objet d'une cession en 2014 ont été détenues 4,9 années par les fonds de capital-investissement, à comparer aux 6 années de détention moyenne pour les sociétés vendues en 2012 et 2013<sup>19</sup>.

## L'arrivée des acteurs internationaux

Le marché du capital-investissement africain n'est plus uniquement « trusté » par des fonds dédiés au continent, mais attire également depuis quelques années des figures historiques et emblématiques du private equity mondial.

Des managers tels que Warburg Pincus ou Blackstone sont ainsi actifs aujourd'hui dans le secteur énergétique en Afrique, au travers de fonds globaux ou de partenariats locaux. Carlyle, KKR ou TPG ont, quant à eux, des stratégies multi-sectorielles qui les amènent à s'intéresser au continent.

Seul Carlyle a levé un fonds Afrique de 698 millions de dollars US (en 2012).

17 Source AVCA - PE exits in Africa 2014

18 Source AVCA - PE exits in Africa 2014

19 Source AVCA - PE exits in Africa 2014

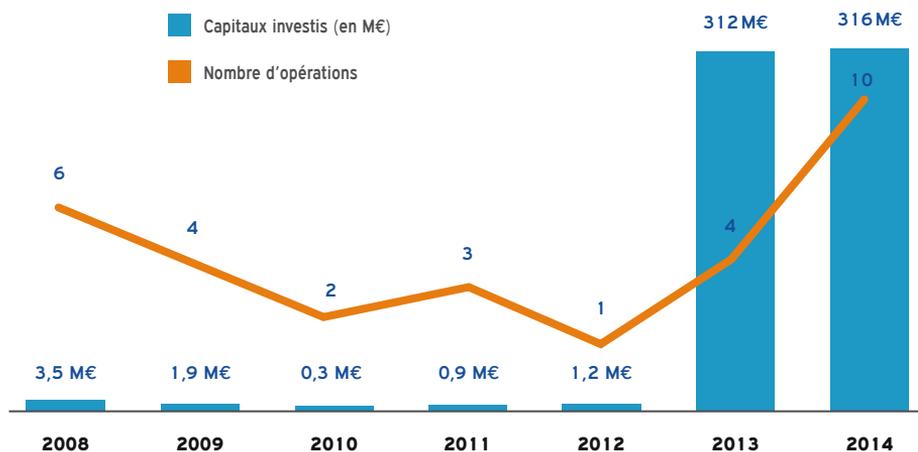
## 1.4 La France dans le capital-investissement africain

Le regain d'intérêt des investisseurs étrangers pour l'Afrique a aussi été observé dans l'écosystème du capital-investissement français, puisque l'activité de ces acteurs a été marquée non seulement par un nombre croissant de fonds sur le continent africain, mais aussi par l'intérêt et l'intervention de gros acteurs depuis 2013. Selon les statistiques de l'Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC), on dénombre en 2014 une dizaine d'acteurs du capital-investissement domiciliés en France qui ont investi en Afrique.

Depuis 2008, les fonds français ont investi 636 millions d'euros dans une douzaine d'entreprises, avec un rythme d'investissement annuel moyen de 1,3 million d'euros entre 2008 et 2012 (Graphique 14). Les années 2013 et 2014 ont été exceptionnelles du fait de deux grosses opérations qui ont porté d'une part, les montants investis sur 2008-2014, et d'autre part le rythme d'investissement annuel moyen à 79 millions d'euros sur cette même période.

On peut considérer qu'il s'agit d'un début et le Club Afrique de l'AFIC a pour vocation d'encourager ce mouvement.

GRAPHIQUE 14 : ÉVOLUTION DU NOMBRE D'OPÉRATIONS ET DES INVESTISSEMENTS (2008-2014)



Source : AFIC

### La majorité des entreprises soutenues en capital-développement

Les opérations de capital-investissement en Afrique sont majoritairement des opérations de capital-développement dans des entreprises déjà bien installées et à fort potentiel de croissance. Ce constat est vérifié pour les acteurs français (membres de l'AFIC) puisque plus de 90 % des entreprises financées en Afrique le sont en capital-développement.

Hormis les deux opérations de taille importante enregistrées depuis 2013, les entreprises financées ont reçu en moyenne 1,9 million d'euros. Cela confirme que ces opérations sont essentiellement des prises de participation minoritaires orientées vers le small-cap. Cette spécificité des fonds français va à l'encontre du constat général selon lequel le marché africain réclame des moyens suffisamment importants pour pouvoir intervenir en mid-cap, que le risque d'intervenir dans des petites entreprises reste encore trop élevé, et donc rares sont les équipes

qui s'aventurent à se spécialiser dans le small-cap. Toutefois, le mouvement d'intérêt général pour l'Afrique a notamment été marqué par l'arrivée du français Wendel qui considère désormais le continent comme une destination prioritaire dans sa diversification géographique. Les opérations de ce dernier ont très largement soutenu le volume des investissements depuis 2013. Enfin, alors que les opérations de capital-transmission sont quasi inexistantes; aucune opération de capital-innovation et de capital-retournement n'a été enregistrée.

## Prédominance de l'Afrique de l'Ouest et de l'Afrique du Nord

La grande majorité des investissements directs des fonds français a été captée par l'Afrique du Nord (59 % des opérations) et l'Afrique de l'Ouest (25 %). Cette tendance se vérifie aussi en termes de montants investis, mais elle est nuancée par le poids des deux régions. L'Afrique de l'Ouest concentre 83 % des montants investis en raison d'une grosse opération contre 17 % pour l'Afrique du Nord. Les investissements en Afrique Australe et en Afrique Centrale restent modestes.

### TROIS-QUARTS DES ENTREPRISES ONT REÇU MOINS DE 5 MILLIONS D'EUROS AVEC UN TICKET MOYEN DE 1,3 MILLION D'EUROS

En termes de taille d'opérations, il est à noter que trois-quarts des entreprises financées ont reçu moins de 5 millions d'euros, parmi lesquelles un tiers a reçu moins de 1 million d'euros avec un ticket moyen de 151 K€ (Graphique 18). Seules deux des entreprises soutenues ont reçu plus de 100 millions d'euros et cumulent près de 97 % du total des montants investis entre 2008 et 2014. Les secteurs des services financiers et des télécommunications concentrent les opérations les plus importantes de plus de 100 millions d'euros, alors que l'agroalimentaire, les biens de consommation, la communication, l'industrie, la santé et les transports ont reçu des tickets inférieurs à 5 millions d'euros.



Toit photovoltaïque à Ouagadougou, Burkina Faso



## 2. TENDANCES ET DÉFIS DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN AFRIQUE

### 2.1 Le rôle catalytique des Institutions Financières de Développement

#### Fonctionnement et principaux acteurs

Les Institutions Financières de Développement (IFD) ont été mises en place pour soutenir le développement du secteur privé dans les pays en développement et sont généralement détenues majoritairement par les gouvernements nationaux. Elles bénéficient de garanties publiques, ce qui contribue à renforcer leur solvabilité et leur permet d'emprunter à des taux attractifs sur les marchés de capitaux pour investir dans les entreprises à des taux d'intérêts plus élevés, qui prennent en compte le coût du risque de la contrepartie (« principe d'intermédiation »).

Les IFD peuvent prendre la forme d'institutions indépendantes (comme le FMO aux Pays-Bas) ou bien être des filiales de banques bilatérales de développement plus importantes (comme Proparco, rattachée à l'Agence Française de Développement - AFD). En 2014, le portefeuille consolidé des 15 membres de l'European Development Financial Institutions (EDFI) était de 32,9 milliards d'euros investis dans plus de 4 000 projets dont 50 % en fonds propres et quasi-fonds propres. 4 acteurs se démarquent par leur taille : Proparco en France, FMO aux Pays-Bas, DEG en Allemagne et CDC au Royaume-Uni.

#### La subsidiarité des IFD se concentre en Afrique subsaharienne

L'essor de l'économie africaine, soutenu par une croissance organique forte de ses entreprises, ne suffit pourtant pas encore à attirer suffisamment les acteurs privés du capital-investissement. Le manque d'équipes de gestion de fonds expérimentées, d'informations sur le marché et les insuffisances en termes de gouvernance freinent encore les investissements en Afrique subsaharienne. Les grands capital-risqueurs préfèrent s'orienter vers les grandes entreprises déjà largement formalisées.

C'est donc justement aux IFD de défendre leur rôle de pionnier dans des régions du monde où les enjeux de développement sont les plus importants. Durant la récente crise financière, les IFD ont joué un rôle important de stabilisation de la conjoncture en développant leurs activités pour éviter un assèchement brusque du crédit, compte tenu du désendettement et de l'aversion accrue des agents privés pour le risque. Les banques locales estiment que beaucoup de PME en Afrique subsaharienne présentent trop de risques et paraissent trop modestes pour justifier des due diligences approfondies. La stratégie de Proparco de ces dix dernières années a justement été de concentrer ses activités là où elle est le plus subsidiaire, l'Afrique subsaharienne, qui représente aujourd'hui près de 50 % de son activité annuelle. Sur la période 2014-2019, le Groupe AFD et Proparco ont pris l'engagement d'y investir 20 milliards d'euros avec des financements concentrés sur des secteurs clés du développement.

#### Impact de l'intervention des IFD sur le secteur privé

Les fonds d'investissement constituent un vecteur d'investissement privilégié pour démultiplier l'impact des interventions des IFD en catalysant des capitaux privés vers des zones géographiques plus reculées. Le secteur privé joue un rôle essentiel dans le développement endogène du tissu économique et social en contribuant à la création d'emplois, l'accès des populations défavorisées aux biens et services, l'augmentation de revenus fiscaux cruciaux pour les États ou encore le développement d'infrastructures pour l'énergie et les transports.



*Ouvriers travaillant dans une fabrique de caoutchouc, projet réalisé par Proparco pour la plantation d'hévéas, Ghana 2013*

photo © Iskander Ezzerelli

Le dernier rapport de suivi des impacts réalisé par Proparco<sup>20</sup> montre qu'au travers de 57 fonds en portefeuille, 250 entreprises ont été financées et 120 000 emplois créés ou soutenus. Sur un périmètre plus limité de 25 fonds ayant répondu sur ces points, une augmentation annuelle moyenne de l'emploi de 11 % est constatée, une contribution aux revenus des États de 230 millions d'euros, une augmentation moyenne du chiffre d'affaires de 16,5 % et une hausse moyenne de l'EBIT de 12 % enregistrée. Au-delà de l'impact financier, le gestionnaire de fonds, qui cherche à améliorer sur le moyen terme la valorisation de son investissement, essaiera d'influer sur la rentabilité et la valeur ajoutée de la société, en insufflant de bonnes pratiques de gestion, des règles de bonne gouvernance, une organisation plus adaptée, un reporting plus transparent ou encore un accompagnement dans l'amélioration des pratiques environnementales et sociales afin de préparer la sortie du capital dans les meilleures conditions. L'une des motivations essentielles des IFD est de contribuer au développement sain des économies dans lesquelles elles interviennent, en s'assurant du respect d'exigences tant dans le domaine de l'emploi que des conditions de travail, l'impact sur une filière, l'environnement et la gouvernance des entreprises.

### **L'effet catalytique des IFD sur le capital-investissement**

En complément de l'impact sur le secteur privé, les IFD jouent aussi un rôle structurant sur le capital-investissement qui requiert des gérants de fonds à même de repérer les entreprises prometteuses, d'accompagner leur développement et de s'en désengager. Cette capacité s'acquiert avec l'expérience. À cette fin, les IFD, qui connaissent bien la dynamique des entreprises privées et les obstacles à leur développement, apportent un soutien actif aux gérants débutants en Afrique subsaharienne. Elles leur fournissent une aide indispensable, notamment pour amorcer le fonds, trouver la structure juridique adaptée, optimiser leur stratégie d'investissement et leur donnent accès à leurs réseaux mondiaux. Les IFD peuvent rassurer les investisseurs et aider les fonds et les entreprises à remplir les critères requis en jouant un rôle d'intermédiaire et de partenaire. Pour attirer un plus large éventail d'investisseurs

<sup>20</sup> Étude de suivi des impacts, Proparco, 2013

privés en Afrique subsaharienne, il faut connaître les critères de sélection des Limited Partners potentiels, tels les fonds de pension et les compagnies d'assurances. Grâce à leur soutien continu, un nombre croissant de gérants de fonds de capital-investissement subsahariens ont pu constituer un deuxième ou un troisième fonds successeur. C'est positif, car le secteur a besoin d'expériences réussies pour se développer. À terme, s'installe alors un cercle vertueux dans lequel davantage de ressources sont allouées au capital-investissement, la masse critique est alors atteinte plus rapidement et un plus grand nombre d'investisseurs se retrouvent disposés à prendre des risques. Les IFD vont continuer à jouer un rôle moteur et faciliteront ainsi l'accès au marché du capital-investissement en Afrique subsaharienne.

## 2.2 La problématique du financement des PME et le rôle du capital-investissement

### Les PME au cœur du développement africain

Le manque d'accès aux ressources financières de long terme est d'autant plus surprenant que les PME sont identifiées et reconnues comme des acteurs clés d'une croissance durable et inclusive sur le continent.

Les PME africaines sont en effet au cœur du tissu économique local. Elles contribuent à le structurer et le renforcer à travers l'effet d'entraînement qu'elles ont sur leurs clients et fournisseurs locaux, favorisant la création de filières de production et de distribution entièrement intégrées au tissu local.

Les PME contribuent également à la réduction de la pauvreté et permettent une croissance équitablement répartie sur le continent, notamment par les deux mécanismes suivants :

- un accès amélioré aux biens et services essentiels sur les marchés domestiques
- la création d'emplois pour des travailleurs qualifiés ou non

La question de la création d'emplois devrait en effet représenter un enjeu croissant de stabilisation politique et sociale sur le continent dans les années à venir. Selon une estimation du Fonds Monétaire International, entre 2010 et 2020, 45 millions de personnes partiront à la retraite et 125 millions d'emplois nets seront créés pour accroître la population active. Au total, 170 millions d'individus entreront sur le marché du travail sur cette période.

Le secteur informel représente actuellement 84 % des emplois sur le continent<sup>21</sup>, or les PME représentent les meilleurs relais de la formalisation de ces emplois et d'importants pourvoyeurs de recettes pour les États africains.

Pour autant, les PME manquent d'accès au financement et doivent renforcer leurs fonds propres pour financer leur croissance et accéder à des crédits bancaires.

### Le chaînon de financement manquant des économies africaines

Les PME africaines 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 majeure<sup>22</sup> à leur croissance. Les institutions financières existantes sont peu outillées pour répondre à leurs besoins d'investissements de long terme, qu'il s'agisse des institutions de microfinance ou des banques commerciales.

Le secteur de la microfinance est en développement rapide en Afrique mais ses procédures

21 Source : Youth Employment in Sub-Saharan Africa, AFD-The World Bank

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

standardisées (taux d'intérêts élevés, maturités courtes, prêts rarement supérieurs à 20 000 d'euros) sont peu adaptées aux besoins des petites entreprises à fort potentiel et ne leur permettent pas d'investir sur le long terme.

En parallèle les PME africaines présentent des caractéristiques qui les rendent peu éligibles au financement bancaire classique. Ceci étant, les banques commerciales ont connu un fort développement sur le continent. Elles se trouvent dans certaines zones dans un état chronique de surliquidité alors même que le taux de bancarisation reste à un niveau très bas (25 % à comparer à un taux de 91 % dans les États de l'OCDE<sup>23</sup>). L'augmentation attendue du taux de bancarisation devrait, logiquement, leur permettre de disposer encore davantage des liquidités nécessaires.

Le manque de données financières fiables des entreprises de cette taille et leur insuffisance de fonds propres conduisent les banques soit à ne pas accorder de crédits, soit à le faire à des taux trop élevés rapportés aux possibilités de l'entreprise dans une phase de croissance. En outre, la relative petite taille des concours demandés entraîne pour les banques des investigations disproportionnées par rapport à la rentabilité escomptée de tels concours.

Rares sont les PME africaines capables de s'adapter aux conditions posées par les banques commerciales pour les financements 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 développement. Les banques ne disposent d'ailleurs généralement que de peu de ressources de long terme nécessaires au financement des investissements.

Le financement par renforcement des fonds propres et un partage de valeur dans la durée apparaît intellectuellement le mieux adapté aux caractéristiques de ces entreprises qui peinent à réunir par elles-mêmes ou par leur entourage familial les capitaux nécessaires.

### **CAPITAL-INVESTISSEMENT ET PME EN AFRIQUE**

Il existe près de 30 millions de PME en Afrique parmi lesquelles 8 millions peuvent être considérées comme cibles potentielles pour des fonds de capital-investissement déployant entre 0,1 et 5 millions de dollars US par transaction. Environ 25 %, soit 2 millions d'entre elles, appartiennent au secteur formel.

La problématique du financement en capitaux propres est corrélée à la problématique de l'entrée dans le secteur formel.

Les PME africaines sont principalement détenues par des familles qui sont réticentes à accueillir des investisseurs au sein de leur capital et tendent à préférer le financement par la dette. Le secteur bancaire cependant ne pourvoit actuellement que faiblement aux financements stables ou de long terme. Cet état de fait pousse les acteurs à proposer des solutions de financement long alternatifs. On note ainsi l'émergence de fonds de dettes longues (mezzanine, obligations convertibles...) mais le coût de ces ressources demeure très élevé pour ces entreprises.

### **Une nouvelle solution de financement pour les PME africaines**

Le capital-investissement apporte donc une réponse pertinente aux besoins de ces PME car il bénéficie de plusieurs avantages dans ce contexte particulier :

- Il opère par partage de la création de valeur et non par un prélèvement direct sur la profitabilité de l'entreprise ;

<sup>23</sup> World Bank Group, The global finindex database 2014, Measuring Financial Inclusion around the World

- Il propose à l'entreprise à la fois un accompagnement dans la phase de due diligences que le fonds a le temps de réaliser et un véritable partenariat pendant la vie en commun ultérieure ;
- Il peut permettre au travers d'un pacte d'actionnaires adapté de faire bénéficier l'entrepreneur de la valeur de l'entreprise qui n'est pas toujours facilement démontrable au moment de l'entrée du partenaire financier.

L'analyse comparée des besoins en fonds propres des PME africaines pour le financement de leur croissance, et de la capacité du capital-investissement à y répondre, fait ressortir une présence encore limitée des investisseurs. Le renforcement en fonds propres des entreprises est pourtant une des principales conditions pour la mise en place de concours bancaires.

Cependant, la pratique du capital-investissement dans les marchés matures ne peut être transposée sur le marché africain. Une adaptation est nécessaire, avec notamment :

- Un diagnostic précis et indépendant mené dans la phase de due diligences qui peut s'étendre sur une durée plus longue que les durées observées dans les pays matures ;
- La mise en place d'une organisation interne de qualité et le passage complet vers l'économie formelle ;
- Un accompagnement pédagogique des entrepreneurs locaux ;
- Le ticket d'entrée étant faible, des procédures standardisées de sélection devront être mises en place par les fonds dans leurs choix d'investissement tenant compte de leurs propres objectifs ;
- La valorisation à l'entrée étant parfois sous-estimée compte tenu des incertitudes, le pacte d'actionnaires devra donner des perspectives au dirigeant ;
- L'accompagnement proposé par le fonds devra être important soit au travers de ses propres équipes soit par recours à des experts externes.

## 2.3 Les nouveaux acteurs du financement

D'autres acteurs du financement sont apparus plus récemment et apportent les premiers soutiens financiers aux projets à fort potentiel. En amont des financements par les fonds, les jeunes sociétés africaines peuvent, comme dans les pays occidentaux, trouver des ressources auprès de Business Angels (particuliers investissant dans des projets innovants principalement en début d'activité), dont certains ont lancé des initiatives visant à financer des centaines de start-ups. De plus, les incubateurs, dont plus d'une centaine a été créée sur le continent, peuvent aussi apporter un premier financement (de faible montant) à ces projets à fort potentiel. Enfin l'Impact investing qui définit une approche de l'investissement qui a comme premier objectif une réponse à un besoin social ou de développement général. Des fondations peuvent alors venir en complément des acteurs institutionnels présentés plus haut. Comme dans les pays développés, on assiste au développement de nouvelles méthodes telles que le Crowdfunding (financement participatif), bien adapté au contexte africain qui connaît de temps immémoriaux la « Tontine », associée ici à Internet, facilitant l'accès de la diaspora à l'investissement. Ce mode de financement est parfaitement adapté à cette diaspora qui a souvent des capacités plus importantes que la population locale.

## L'IMPACT INVESTING (INVESTISSEMENT D'IMPACT)

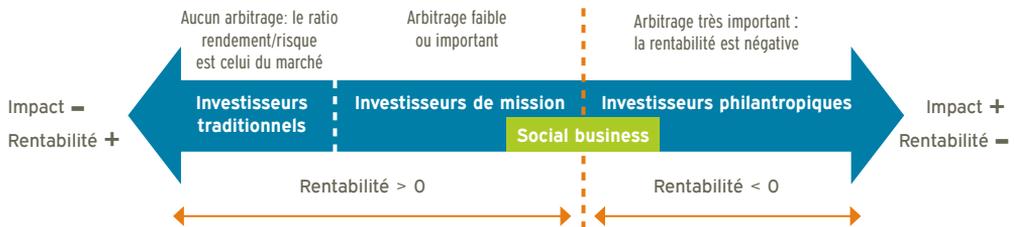
Les investisseurs d'impact (ou « Impact investors ») réalisent des investissements au sein d'entreprises, d'organisations et de fonds avec l'intention de générer un impact social et environnemental tout en générant un retour financier.

Selon le Global Impact Investing Network (GIIN), 4 critères majeurs caractérisent ces investissements :

1. INTENTIONNALITÉ : l'intention première de l'investisseur est de générer un impact social et/ou environnemental à travers ses investissements
2. RENTABILITÉ FINANCIÈRE : les investissements doivent générer un retour financier et *a minima* un remboursement de capital
3. MESURE D'IMPACT : l'investisseur s'engage à mesurer et communiquer sur la performance sociale et environnementale de ses investissements
4. VARIÉTÉ DES ACTIFS ET DES EXIGENCES DE RENDEMENT : les retours financiers peuvent être inférieurs ou égaux au taux de marché

Les investisseurs peuvent être classés dans différentes catégories selon :

- Le niveau de rentabilité et les impacts attendus (arbitrage)
- Le choix d'une stratégie « impact first » ou « finance first »



La notion d'*Impact investing* a émergé à la fin des années 1990, soutenue en premier lieu par les « family offices » et les fondations dédiées aux entrepreneurs et aux entreprises. Les IFD (Institutions Financières de Développement) ainsi que les fondations qui interviennent dans ce domaine, sont particulièrement sensibles à l'Investissement d'Impact et au reporting des effets de leurs investissements.

Le secteur de l'impact investing est en pleine évolution et connaît une croissance très rapide<sup>24</sup> : il représente actuellement un total de 46 milliards USD d'actifs sous gestion dans le monde, dont 70 % sont investis dans les pays émergents.

Les destinations principales des investissements sont l'Amérique du Nord (22 %), l'Amérique latine (19 %) et l'Afrique subsaharienne (15 %).

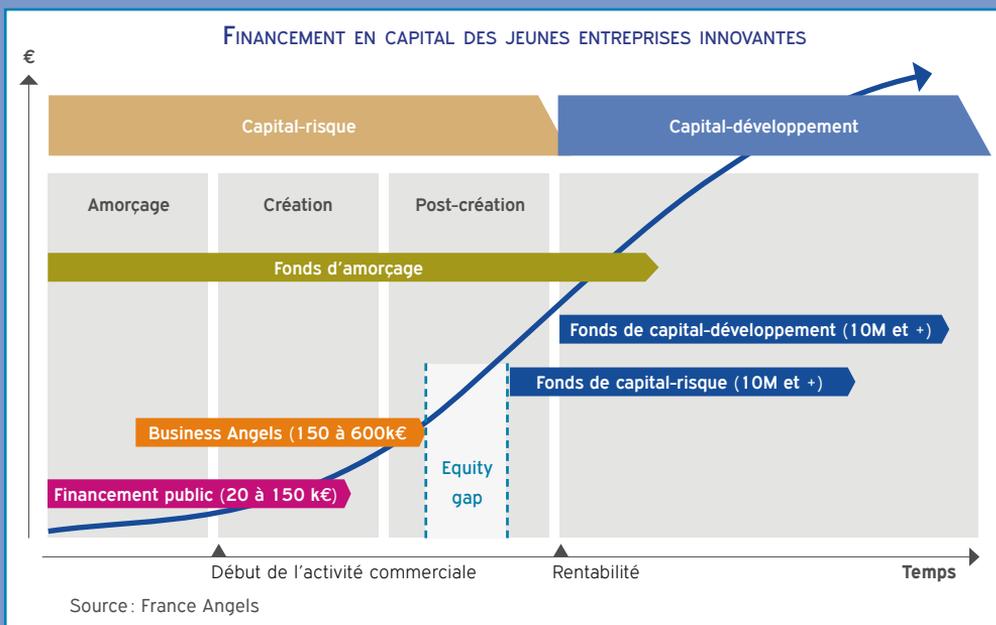
Les investissements se concentrent majoritairement dans le secteur de la microfinance (21 % des actifs gérés), suivi par l'énergie (11 %), et l'habitat (8 %).

24 Source : GIIN and JP Morgan, Spotlight on the Market, The Impact Investor Survey, May 2014

## LES BUSINESS ANGELS

Les Business Angels sont des personnes physiques qui investissent leur argent personnel dans de jeunes entreprises aux concepts novateurs. Ces particuliers, indépendants, peuvent financer un projet dans n'importe quel secteur d'activité à condition d'avoir une affinité avec l'entrepreneur, une bonne impression générale du projet et que la société présentée soit à fort potentiel de croissance.

Ils apportent à l'entrepreneur soutien financier ainsi qu'accompagnement et conseil tout au long du projet. Leur prise de participation au capital de l'entreprise financée est minoritaire. Les Business Angels, seuls ou à plusieurs, sont susceptibles de financer des investissements de 50 à 700k€ (rarement davantage).



Comme le montre le graphique ci-dessus, l'intervention des Business Angels se situe généralement après l'intervention du « love money », des soutiens publics et des prêts d'honneur (qui permettent à l'entrepreneur de trouver les financements pour démarrer son activité) et avant l'intervention des professionnels du capital-développement.

## LE CROWDFUNDING (FINANCEMENT PARTICIPATIF)

Le crowdfunding ou financement participatif est un nouveau mode de financement de projets par le public. Il permet de récolter des fonds - généralement de faibles montants - auprès d'un large public en vue de financer un projet artistique (musique, édition, film, etc.) ou entrepreneurial. Les opérations de crowdfunding peuvent être des soutiens d'initiative de proximité ou des projets défendant certaines valeurs.

Le crowdfunding fonctionne le plus souvent via Internet, et l'essor de ce dernier a provoqué le développement de plateformes spécialisées ayant vu leur nombre de collaborateurs augmenté significativement d'années en années.

À ce jour, le Crowdfunding se présente sous différentes formes. La forme de financement la plus courante est le don (avec ou sans contrepartie), suivie du prêt, et enfin de la prise de participation dans le capital des entreprises.

Contrairement aux précédentes méthodes de financement présentées, le Crowdfunding ne propose pas d'accompagnement des entreprises.

### 2.4 Les défis du capital-investissement africain

Les évolutions récentes du capital-investissement en Afrique aussi bien en montants levés qu'en montant moyen des transactions démontrent un biais vers le développement de fonds de grandes tailles et par conséquent un attrait vers des opérations de tailles importantes. Cette tendance crée une situation de concentration sur un nombre limité de cibles conduisant de facto à une valorisation potentiellement excessive des quelques entreprises présentant un intérêt pour ces fonds. Le modèle ainsi créé conduit d'une part à une éviction des PME africaines porteuses de croissance inclusive qui ne peuvent se développer du fait de la difficulté d'accès aux financements et de l'autre, un terrain favorable au développement d'une bulle financière face à une abondance relative de capitaux intéressés par l'opportunité du développement africain.

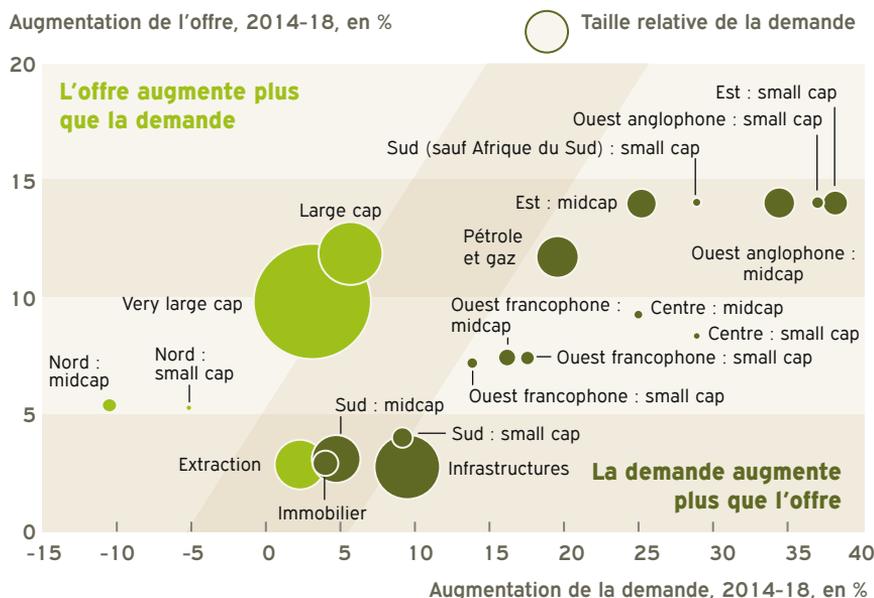
Mc Kinsey<sup>25</sup> indique une large dispersion entre les pays et les secteurs d'investissement avec une inadéquation entre l'offre et la demande de capitaux (Graphique 15). Les PME en Afrique de l'Est et de l'Ouest, présentant une forte attractivité, semblent être délaissées au profit de quelques grandes entreprises panafricaines dans le domaine de la distribution, de l'infrastructure et de l'immobilier.

<sup>25</sup> Mc Kinsey, Uncovering hidden investment opportunities in Africa, (Février 2014)



photo © Béchir Malum

GRAPHIQUE 15 : ÉVOLUTION DE L'OFFRE ET LA DEMANDE DE FINANCEMENT À HORIZON 2014-2018



Avec un appétit de plus en plus marqué des investisseurs internationaux pour les entreprises et les projets africains, la prochaine étape du capital-investissement du continent doit se tourner vers la définition et la mise en œuvre d'un modèle adapté qui permette l'orientation des capitaux vers les PME. L'analyse des fonds opérant actuellement sur le continent conduit à déplorer un nombre insuffisant d'acteurs et de véhicules d'investissement permettant à la fois de répondre aux contraintes des investisseurs et à l'atteinte des cibles permettant d'obtenir les objectifs de rendements financiers.

À la lumière de ces problématiques, de nombreux défis se posent pour le développement du capital-investissement africain. Pour ne citer que quelques-uns :

- la constitution d'équipes locales et de gérants de **fonds de tailles comprises entre 50 et 100 millions** de dollars US ;
- la constitution de **véhicules intermédiaires**, notamment des fonds de fonds, de taille importante, permettant l'orientation des capitaux internationaux et domestiques vers des fonds de tailles plus modestes ;
- l'**adoption de réformes réglementaires et juridiques** essentielles permettant d'orienter l'épargne locale<sup>26</sup> vers ces fonds d'investissements ;
- Le **développement de fonds de proximité** de taille plus modeste encore, permettant de financer un nombre beaucoup plus grand de PME, et donc d'emplois.

26 Le Think Tank « Make Finance Works for Africa » promu par la Banque Africaine de Développement évalue à 500 milliards de dollars US la capacité des investisseurs institutionnels africains, dont 35 milliards qui pourraient s'orienter vers les entreprises africaines via les fonds de capital-investissement in « Pension Funds and Private Equity Unlocking Africa's Potential » 2014.

## LES START-UP : UN AXE DE CROISSANCE POUR LE CAPITAL-INVESTISSEMENT EN AFRIQUE

Le développement du capital-investissement en Afrique passe par une prise de conscience de l'existence d'un vrai écosystème de l'entrepreneuriat innovant, porté par plusieurs facteurs : l'explosion démographique, le dynamisme économique de certains pays « phares » et la « révolution numérique » qui est en train de se produire sur le continent.

La vision de l'investisseur en Afrique a été historiquement concentrée, d'une part sur le financement des infrastructures (les grands projets de développement) et d'autre part sur des projets d'aide aux populations les plus démunies. Le financement en capital de petites entreprises, même à fort potentiel, est encore très peu développé, sans doute à raison d'une perception d'une trop forte accumulation des risques : politique, entrepreneurial, juridique, fiscal.

Un véritable écosystème start-up / fonds d'investissement se crée grâce à un engagement des acteurs concernés. Cette dynamique a été, pour partie, amorcée par la création d'incubateurs et hubs, espaces de rencontres, d'échanges et surtout lieu valant labellisation implicite pour les entreprises ou investisseurs parties prenantes.

Le label ouvre droit à une reconnaissance dans la communauté du capital-investissement car elle confère à la start-up un gage de qualité sur ses données techniques, juridiques, financières et présente une gamme de données / présentations dans un format connu et apprécié des investisseurs. Les start-up labellisées peuvent être promues au sein d'un répertoire en ligne. Cette place de marché virtuel peut faciliter et construire la rencontre entre start-up et fonds.

La procédure d'obtention du label doit être simple mais efficace et concerner en premier lieu les entreprises en phase de démarrage (seed) à l'image de ce qui a été réalisé en France par les pôles de compétitivité, avec l'appui de l'AFIC (label Entreprise Innovante des Pôles).

Cela repose sur :

- ▶ Une information et une sélection « amont » méthodique.
- ▶ Des séances de « pitch » et de coaching associant professionnels de l'investissement et experts du secteur, publics et privés.
- ▶ Des jurys à chaque étape, pour mesurer les progrès accomplis et délivrer « in fine » un label de qualité.

Cette procédure de labellisation de « Jeunes Entreprises Innovantes du Territoire Africain » (JEA) pourrait être mise en place rapidement avec les acteurs publics et privés locaux et les investisseurs actifs en Afrique sur quelques pays d'Afrique francophone, pour lesquels s'est constitué un véritable écosystème de l'entrepreneuriat (Sénégal, Côte d'Ivoire, Burkina Faso, Cameroun...).

## UNE CARTOGRAPHIE DES INVESTISSEURS EN AFRIQUE

Les membres du Cluster Ecosystèmes du Club Afrique de l'AFIC ont souhaité créer un outil référent des investisseurs en Afrique qui permettra de faciliter la rencontre entre porteurs de projets et investisseurs. Le constat général est qu'il y a un manque de visibilité des investisseurs intéressés au continent africain et, très certainement, pour ces derniers, une difficulté à repérer des entreprises à fort potentiel. De ce fait, le rapprochement investisseurs/entreprises est long et coûteux, quand il n'est pas simplement abandonné. La qualification des parties prenantes est également un frein à ce marché des investissements en Afrique : beaucoup s'y perdent sur des politiques d'investissements difficiles à cerner. En se rapprochant d'un travail de cartographie des incubateurs en Afrique, qui est un premier pas pour des investisseurs vers du flux qualifié de jeunes entreprises à potentiel (leur thématique, phase de développement, ...), les membres du Cluster Ecosystèmes veulent créer une cartographie des investisseurs et financeurs de projets en Afrique : investisseurs en capital et secteurs prioritaires, pays d'investissements, montant des investissements moyens, phase d'investissement (amorçage ou développement), et aussi bailleurs institutionnels, investisseurs solidaires, business angels, et pourquoi pas fonds de garantie... Cette cartographie interactive et évolutive pourrait être créée avant la fin 2016, et rejoindre la plateforme de cartographie des acteurs de l'innovation et de l'entrepreneuriat en Afrique [africinnov.com](http://africinnov.com), mis en oeuvre par l'incubateur Bond'innov et soutenu par l'AFD, la fondation AfricaFrance, le groupe Orange, l'Institut de Recherche pour le Développement. A terme : créer une sorte de place de marchés interactive et qualifiée des investissements. Affaire à suivre...





## PARTIE 2

STRUCTURATION DES FONDS  
À DESTINATION DE L'AFRIQUE

Guillaume CAVALIN, Emmanuel de LA ROCHETHULON & Thomas LE FRÉCHE - Jones Day

Jean-Guillaume FOLLOROU, Gabriel DI CHIARA - Jeantet

Jean-Luc KOFFI VOVOR - Kusuntu Partners

Emmanuel de LA ROCHETHULON & Thomas LE FRÉCHE - Jones Day

Séverine LAURATET - Fidal

Sélia MAMADOU-BANKOLÉ -

Rafik MZAH - AfricInvest

Lola CHAMMAS - Chammas & Marcheteau

Florence MOULIN - Jones Day



## INTRODUCTION

### LES FONDS DÉDIÉS À L'AFRIQUE PRÉSENTENT EN GRANDE PARTIE LES MÊMES CARACTÉRISTIQUES QUE TOUT AUTRE FONDS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT.

Ainsi, ces fonds doivent répondre aux exigences habituelles des investisseurs en termes de :

- limitation de responsabilité,
- caractéristiques financières du fonds et retour sur investissement,
- composition, localisation géographique et contrôle des équipes de gestion,
- gestion des situations de conflits d'intérêts,
- maîtrise des coûts, etc.

Ces fonds doivent également répondre aux contraintes réglementaires et organisationnelles fortes de leurs porteurs de parts institutionnels, en général, et des institutions financières de développement, dites « IFD » ou « DFI's », en particulier, en termes de :

- lieu d'établissement du fonds,
- zone géographique d'investissement (interdiction d'investir dans des pays sous embargo ou autres situations de conflits politiques ou économiques),
- nécessité d'appréhender les évolutions réglementaires ou de politique interne de l'investisseur ou les évolutions politiques du pays d'investissement (clause d'excuse ou clause de changement de localisation du fonds),
- d'activités éligibles (interdiction d'investir dans certaines activités (armement, production de charbon...),
- d'exposition maximum du fonds, en général, mais aussi de l'investisseur, en particulier (en montant mais également en pourcentage),
- de risque de change, etc.

Mais également en termes de :

- respect de règles éthiques fortes (LAB, ESG, corruption, refus d'encourager des structurations fiscales agressives...),
- exigences spécifiques en matière de communication et de règlement des litiges (notamment arbitrage international).



photo © Vergnet

Ferme éolienne d'Ashegoda, Ethiopie, réalisée pour le compte d'EEPCO (Ethiopian Electric Power Corporation)

### AU SEIN DE L'EUROPE, DEUX MODÈLES DE FONDS DOMINENT :

Le *Limited Partnership* anglo-saxon et le FCPR français, devenu depuis « FPCI » pour « Fonds Professionnel de Capital-investissement ».

Les autres pays européens, dont le Luxembourg, se sont largement inspirés de ces modèles.

Les développements ci-après sur la structuration des fonds à destination de l'Afrique n'ont pas pour vocation d'étudier dans le détail les avantages et inconvénients de l'ensemble des places onshore et offshore susceptibles d'accueillir de tels fonds.

À destination des gérants et des investisseurs qui s'interrogent sur le lieu d'établissement de leurs fonds, ces développements visent à leur offrir, d'une part, une vision générale sur les localisations les plus fréquemment utilisées pour ce type de véhicules, et d'autre part, une vision spécifique de la Place française, qui malgré les nombreuses idées reçues, a la capacité de devenir un acteur significatif du private equity en Afrique.



# 1. PANORAMA GÉNÉRAL

## 1.1 Les Places les plus couramment utilisées

Les fonds de capital-investissement qui ciblent l'Afrique drainent des capitaux des quatre coins du monde et sont gérés par des gestionnaires aujourd'hui basés dans des régions également très variées : en Afrique, en Europe, mais également en Amérique du Nord ou au Moyen-Orient. La palette des investisseurs des fonds à destination de l'Afrique est également très large : DFIs, fonds de fonds, fonds de retraite, *family office*, fonds souverains, assurances, corporate, etc. Afin de répondre aux exigences de ces bailleurs de fonds, les gestionnaires de fonds ont dû adopter leurs véhicules d'investissement en conséquence. On trouve donc aujourd'hui, en plus des structures classiques des fonds de private equity (*limited partnership*, FPCI, etc.), des fonds cotés (comme *Atlas Mara* à Londres) ainsi que des sociétés d'investissement ad hoc (notamment holdings) constituées sous forme de sociétés commerciales.

Comme pour tout fonds d'investissement, la domiciliation des véhicules de capital-investissement dédiés à l'Afrique, est largement déterminée par les exigences des investisseurs, portant essentiellement sur :

- **L'environnement juridique et réglementaire** : les investisseurs sont particulièrement sensibles aux thématiques de responsabilité (limitation de leur responsabilité à leurs engagements ou apports) ; les gestionnaires quant à eux sont en plus particulièrement attentifs aux éventuelles contraintes, ou, au contraire, aux ouvertures réglementaires en matière de commercialisation de leurs fonds, comme celles résultant de la directive AIFM<sup>27</sup> ;
- **L'environnement fiscal** : l'optimisation ou, a minima, la neutralité fiscale notamment par l'existence de traités de non double imposition entre le lieu d'établissement des véhicules, le lieu de réalisation des investissements, et le lieu de résidence des investisseurs ;
- **La qualité de l'écosystème des prestataires et administrateurs de fonds** : leur maîtrise des problématiques du capital-investissement et le coût de leurs prestations ;
- **L'éligibilité générale du territoire** : en termes de lutte anti-blanchiment et de lutte contre la corruption, et plus généralement, en termes d'image associée à un investissement dans l'état de domiciliation du véhicule ;
- **La stabilité politique et fiscale**.

En dehors des critères objectifs décrits ci-dessus, il existe d'autres critères, plus subjectifs, comme la familiarité des investisseurs et du gestionnaire avec un type de véhicule donné et avec son lieu d'établissement. Pour un investisseur et pour un gestionnaire, il est certainement plus simple de domicilier un fonds dans une juridiction qui a déjà fait ses preuves, et ce, même si d'autres domiciliations pourraient présenter des caractéristiques équivalentes, voire plus

27 Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010. Cette Directive connue sous le nom d'"AIFM" ou "AIFMD" encadre les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et, notamment de private equity. En contrepartie, ces gestionnaires se voient accorder, sous certaines conditions, un "passeport gestion" et/ou un "passeport commercialisation" leur permettant respectivement soit de gérer des fonds domiciliés dans un autre état membre, soit de commercialiser leur fonds auprès de clients professionnels au sein de l'Union Européenne. Les Etats membres de l'Union Européenne avaient jusqu'au 22 juillet 2013 pour se conformer à la Directive.

avantageuses. Les coûts d'étude (fiscale, juridique, réglementaire) d'une nouvelle domiciliation et la nécessité d'identifier de nouveaux prestataires de confiance sont autant de freins à l'émergence de nouvelles places et pratiques. La contrainte et la crainte de l'inconnu sont réelles. Ainsi, certains investisseurs préféreront sacrifier l'optimisation opérationnelle, fiscale et réglementaire au profit d'une domiciliation connue et éprouvée.

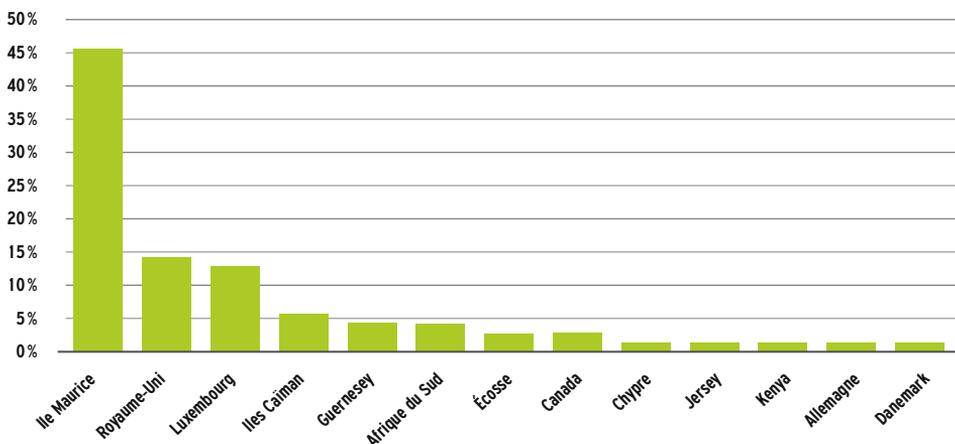
En plus de ces exigences communes à la plupart des investisseurs, il faut aussi compter avec les contraintes spécifiques inhérentes à la présence des institutions multilatérales de financement du développement au rang desquelles la Banque Africaine de Développement dont le mandat exige par exemple une domiciliation africaine.

En pratique, force est de constater qu'à ce jour, la grande majorité des véhicules d'investissement en sociétés non-cotées à destination du continent africain, sont domiciliés à l'île Maurice.

Toutefois, avec l'intérêt croissant des investisseurs institutionnels privés, notamment européens, pour les investissements en Afrique, et la contrainte nouvelle de certaines réglementations (en Europe, la Directive AIFM et aux USA, le Dodd Franck Act), les équipes de capital-investissement actives en Afrique considèrent de plus en plus à constituer des fonds européens et nord-américains ou, a minima, des fonds parallèles ou nourriciers situés en Europe ou en Amérique du Nord, à titre de points d'entrée de ces investisseurs.

Il existe peu de statistiques publiques permettant de présenter une cartographie précise des domiciles utilisés par les véhicules de capital-investissement dédiés à l'Afrique. CDC Group (*Commonwealth Development Corporation*), l'institution de financement de développement Britannique avec un portefeuille d'investissements de 2,3Md USD repartis sur 57 fonds, rend publique chaque année une analyse détaillée de ses investissements par fonds et par juridiction. Compte tenu de sa présence dans un échantillon largement représentatif des véhicules investissant sur le continent, son portefeuille donne un éclairage pertinent des domiciles actuellement utilisés. Notons que 2015, marque le premier investissement de CDC Group dans un véhicule français sponsorisé par le groupe Schneider.

PORTFEUILLE D'INVESTISSEMENT EN FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT AFRICAIN  
COMMONWEALTH DEVELOPMENT CORP. GROUP AU 31 DÉCEMBRE 2014



## 1.1.1 Les fonds domiciliés en Afrique: la prééminence de l'Île Maurice et la montée de challengers

**a.** La prééminence de Maurice s'explique aujourd'hui par plusieurs facteurs notamment le nombre élevé d'accords de non double imposition avec d'autres pays africains et européens.

Aujourd'hui Maurice a signé 43 accords de non double imposition parmi lesquels 15 avec des pays africains, et 11 avec des pays européens.

En outre, 4 traités sont en cours de ratification et 17 traités sont en cours de négociation.

Certes, d'autres pays africains ont conclu autant d'accords de non double imposition (voire certains, comme l'Afrique du Sud en ont même conclus davantage), mais ceux dont bénéficie Maurice présentent globalement des conditions plus favorables en matière d'imposition des dividendes et des plus-values de cession.

L'autre clé du succès de la place mauricienne réside dans une infrastructure financière et d'administrateurs de fonds développée, le bénéfice d'accords de protection des investissements, une chambre d'arbitrage internationale largement inspirée de la LCIA (London Court of International Arbitration) et une stabilité politique.

Les nombreux avantages de Maurice ne doivent cependant pas éluder certaines problématiques. Les exigences fiscales, notamment suite aux travaux de l'OCDE en matière de lutte contre l'érosion de la base d'imposition et le transfert de bénéfices (BEPS), vont faire en sorte que les critères de « substance » dans les domiciliations des fonds seront de plus en plus importants. La réforme des règles fiscales internationales souhaitée par les États membres du G20 devrait avoir pour conséquence de renforcer au cours des prochaines années le pouvoir d'appréciation des États quant à la réalité de l'implantation du fonds à Maurice. Dans ce contexte, l'éloignement physique géographique important de Maurice par rapport à l'Europe ou par rapport à d'autres pays de l'Afrique pourrait lui être préjudiciable.

**b.** Aux côtés de cette prééminence historique de Maurice, **Casablanca fait office de challenger** des places à vocation internationale (off-shore), et ce notamment suite au lancement de la Casablanca Finance City (CFC). CFC offre aujourd'hui une plateforme réunissant plusieurs acteurs et prestataires de service de premier plan et affiliés aux réseaux internationaux. En outre, des

incitations fiscales importantes sont octroyées aux sociétés domiciliées au CFC comme l'exonération fiscale totale lors des cinq premières années et un IS réduit à 8,75 % par la suite. Sans oublier la facilitation importante des démarches administratives pour la création des sociétés et le recrutement de salariés et d'expatriés.

Plus généralement, c'est l'ensemble de l'environnement juridique marocain du capital-investissement qui a été refondu par la loi 18-14 relative aux



Organismes de Placement Collectif en Capital (OPCC) du 21 janvier 2015. 5 sociétés de gestion ont déjà obtenu l'accord du CDVM pour gérer des OPCC.

Outre des amendements techniques, le changement majeur de cette loi par rapport au dispositif préexistant de la loi 41-05 relative aux Organismes de Placement en Capital Risque (OPCR) de 2006, consiste en l'abrogation de l'obligation pour les fonds d'investir 50 % de leur actif dans des PME<sup>28</sup>. Avec la loi 18-14, les fonds peuvent désormais investir dans toutes les sociétés non cotées quelle que soit leur taille.

Concrètement, deux principaux types de véhicules d'investissement sont aujourd'hui utilisés au Maroc : la société de placement collectif en capital (SPCC) et le fonds de placement collectif en capital (FPCC) dont le régime s'est largement inspiré des modèles français.

La SPCC peut prendre la forme d'une société anonyme (SA) ou d'une société en commandite par actions (SCA).

Le FPCC est une copropriété de valeurs mobilières et de liquidités qui n'a pas de personnalité morale et dont les parts sont émises et cédées dans les formes et conditions fixées par le règlement de gestion.

D'un point de vue fiscal, le législateur a introduit des avantages fiscaux significatifs en faveur des OPCC, notamment :

- **Les OPCC sont totalement exonérés d'impôt** sur les sociétés (IS) pour les bénéfices réalisés dans le cadre de leur objet légal dès lors que ces organismes détiennent dans leur actif au moins 50 % d'actifs représentant des créances et des titres donnant accès directement ou indirectement au capital émis par des sociétés marocaines non cotées en Bourse dont les dirigeants, les conjoints, ascendants et descendants, ne détiennent pas, ensemble ou à titre individuel, directement ou indirectement, une participation de plus de vingt (20 %) pour capital social de la SPCC (Sociétés de Placement Collectif en Capital), ou des parts émises par le FPCC (Fonds de Placement Collectif en Capital) (Art 6-I-A-8° du Code général des impôts marocain).
- **Les dividendes perçus par les OPCC sont exonérés de la retenue à la source** (Art 6-I-C-1° du Code général des impôts marocain).
- **Les intérêts perçus par les OPCC sont exonérés de la retenue à la source** (Art 6-I-C-2° du Code général des impôts marocain).

Des développements plus détaillés sur l'environnement fiscal des OPCC marocains sont disponibles auprès de l'AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital).

<sup>28</sup> Définition de la PME de la loi 53-05 Charte des PME : effectif permanent ne dépassant pas 200 personnes et chiffre d'affaires annuel hors taxes n'excédant pas 75 millions de dirhams ou un total de bilan annuel inférieur à 50 millions de dirhams.

**C.** Enfin, d'autres juridictions africaines attirent de plus en plus l'intérêt des investisseurs pour des raisons diverses.

**L'Afrique du Sud et le Nigeria** sont aujourd'hui des places importantes de domiciliation de fonds en raison du poids économique et du nombre élevé de fonds locaux ayant une stratégie d'investissement nationale (*on-shore*).

Parmi les autres juridictions africaines qui, comme le Maroc, encouragent la création d'une place *off-shore* pour le capital-investissement, figure le Botswana qui a lancé un centre financier international, avec un succès toutefois mitigé à ce jour.

**Les pays OHADA de l'Afrique de l'Ouest** s'emploient également de leur côté à pousser la création de véhicules locaux.



### 1.1.2 Les fonds domiciliés en Europe : la prééminence du Luxembourg

Même si l'Afrique reste le lieu d'établissement naturel de la majorité des fonds dédiés au continent africain, l'Europe est appelée à devenir une place de plus en plus importante du fait de l'engouement des investisseurs européens pour l'investissement dans la zone Afrique. L'entrée en vigueur de la Directive AIFM devrait renforcer cette tendance puisque depuis le 22 juillet 2015, seuls les fonds établis dans l'Union Européenne<sup>29</sup> ou gérés par un gestionnaire établi dans l'UE peuvent être commercialisés de manière active auprès d'investisseurs professionnels européens grâce au « passeport commercialisation » de la Directive AIFM.

**Le Luxembourg** est pour l'instant clairement en tête des lieux d'établissement des fonds à destination de l'Afrique établis sur le continent européen. Il est suivi de près par le Royaume Uni, puis, mais encore de loin, par les **autres pays européens dont la France**.

La prédominance du Luxembourg s'explique par les atouts classiques de cette place pour les véhicules de capital-investissement et leurs gestionnaires : des véhicules d'investissement offrant les garanties recherchées par les investisseurs en termes de responsabilité et de stabilité, une absence de frottements fiscaux lorsque les produits transitent par le Luxembourg et un grand pragmatisme notamment dans la transposition minimaliste des réglementations européennes (dont AIFM).

En revanche, les prestataires ne sont pas forcément compétitifs en termes de coûts et les délais d'agrément des sociétés de gestion et véhicules par la CSSF sont souvent plus longs que ceux observés par exemple en France. Enfin, notamment depuis l'offensive européenne *anti-ruling* et les réflexions de l'OCDE relatifs à la transparence et l'échange d'information, l'image du Luxembourg a sensiblement souffert notamment aux yeux de certains investisseurs institutionnels.

### 1.1.3 L'émergence des pays du Golfe

Enfin, il est important également de mentionner l'émergence des pays du golfe, particulièrement les Émirats Arabes Unis qui offrent plus d'une vingtaine de zones franches, les plus courues étant à Dubaï avec notamment la zone franche de Dubaï-DIFC (Dubaï International Financial Center) et celle de Djebel Ali.

<sup>29</sup> Il est rappelé que les îles anglo-normandes (Jersey et Guernesey) ne sont pas des états membres de l'UE.

## 1.2 Le poids des Institutions Financières de Développement (IFD ou encore DFIs)

Comme indiqué plus haut, la vocation des IFD repose sur le constat partagé de l'existence d'une faille dans l'offre de financement et d'accompagnement de projets d'entreprises et d'institutions financières dans les pays en développement et émergents. On parle de « missing middle » pour la catégorie de PME qui se situe entre l'offre en microfinance et les outils financiers classiques proposés par les banques commerciales mais ces déficits concernent aussi d'autres secteurs. L'action des IFD porte aussi sur le renforcement de réseaux bancaires – certaines banques se sont engagées dans un processus de « downscaling » pour ouvrir leurs guichets aux PME – ou encore par l'appui au développement de projets d'infrastructures souvent économiquement viables mais qui ne trouvent pas les financements adéquats car jugés trop risqués par les investisseurs. Face à la difficulté d'accès au crédit, les DFIs se positionnent précisément sur la problématique de « l'equity gap » que l'entreprise africaine rencontre quand elle veut grandir. A ce moment, les investissements nécessaires sont généralement plus importants que la capacité financière de l'entreprise. L'appel à un investisseur professionnel devient alors indispensable.

Malgré l'attrait grandissant des investisseurs en capital pour le continent africain, le marché du capital-investissement africain reste dominé par quelques grands fonds panafricains qui investissent majoritairement dans la tranche supérieure de ce type de besoin de financement, c'est-à-dire avec des tickets d'au moins 10 M€. Pour répondre à ce déficit de financement de taille intermédiaire, les IFD peuvent proposer des solutions de financements en fonds propres et en dette dans des termes compétitifs sans se substituer à l'offre des banques commerciales locales ou internationales, mais en complémentarité (« principe de subsidiarité »). De plus, les IFD assurent également un effet d'entraînement (« rôle catalyseur ») sur les investisseurs privés et publics : ils permettent de démontrer la viabilité économique et financière des acteurs du secteur privé au Sud dans des activités. Aussi, quand des équipes cherchent à lever un fonds dédié à l'Afrique, dans lequel des IFD ont vocation à investir, il conviendra de s'assurer que le lieu de localisation du fonds est conforme aux attentes des IFD. En effet, nombre d'entre elles ont des exigences strictes en matière de localisation du fonds.



## 2. FOCUS SUR LA FRANCE, COMME LIEU D'ÉTABLISSEMENT DE FONDS À DESTINATION DE L'AFRIQUE

### 2.1 Neutralité fiscale des fonds français

Le premier critère de choix du pays d'établissement du fonds est souvent fiscal. Or, la France souffre malheureusement, surtout à l'international, d'une réputation d'être un pays à la fiscalité lourde et insuffisamment stable. En fait, l'analyse des véhicules d'investissement français sous l'angle de la fiscalité met en lumière un environnement fiscal plus compétitif que ne le laisse présager la réputation du poids de la fiscalité française.

La multiplicité des régimes fiscaux de faveur dont bénéficient les véhicules d'investissement établis en France ainsi que les nombreuses conventions fiscales signées par le gouvernement français avec les gouvernements africains, permettent aux investissements en Afrique structurés par l'intermédiaire d'un véhicule établi en France de bénéficier d'un environnement fiscal qui, la plupart du temps, sera l'équivalent de celui d'un investissement réalisé par le biais d'un véhicule étranger.

Le large panel de véhicules d'investissement français mis à la disposition des acteurs du private equity leur permet de bénéficier de véhicules adaptés à l'objectif premier de la structuration fiscale d'un fonds d'investissement : à savoir, limiter les frottements fiscaux (i) lorsque les produits sortent de l'État où les investissements sont réalisés, (ii) lorsque ces produits transitent par le véhicule d'investissement choisi et, enfin, (iii) lorsqu'ils sont répartis auprès des investisseurs du fonds et ce, idéalement, quel que soit le lieu d'établissement desdits investisseurs (France ou étranger).

# 10

des 25 plus fortes croissances  
du PIB dans le monde en 2014  
étaient africaines.

**L'Éthiopie**, 2<sup>e</sup> plus forte  
croissance mondiale cette année-  
là, affichait

**un gain de  
10,3%**

après  
**9,8% en 2013**

La présentation ci-après distinguera parmi les principaux véhicules d'investissement établis en France (2.1.1) les véhicules transparents fiscalement dès lors qu'ils ne font l'objet d'aucune imposition à leur niveau, (2.1.2) des véhicules soumis à l'impôt sur les sociétés, lesquels peuvent néanmoins présenter certains avantages notamment lorsqu'il peut être utile de bénéficier des conventions fiscales internationales conclues par la France. Il est précisé à cet égard que dans la mesure où à ce jour les investisseurs désireux d'investir dans des fonds à destination de l'Afrique sont essentiellement des établissements financiers ou des personnes physiques investissant par le truchement de family offices, voire des corporates, cette présentation fiscale se limitera au régime applicable aux seuls investisseurs personnes morales.

Enfin, la France bénéficie également d'un régime fiscal de faveur pour les parts de carried interest dont peuvent bénéficier les équipes de gestion implantées sur notre territoire. Une dernière partie (2.1.3) y sera donc consacrée.

Le véhicule français alliera l'image de l'orthodoxie fiscale à un régime permettant de limiter très largement les frottements fiscaux liés aux investissements dans les entreprises africaines.

## 2.1.1 Les véhicules d'investissement transparents fiscalement

Les véhicules établis en France et bénéficiant de cette transparence fiscale les plus utilisés en matière de capital-investissement sont les Fonds Professionnels de Capital-Investissement (FPCI) (anciens FCPR) et les Fonds d'Investissement Professionnels Spécialisés (FIPS).

Par ailleurs, depuis la loi Macron du 6 août 2015, la gamme des FIPS a été complétée par un nouveau véhicule attractif, la Société de Libre Partenariat (SLP).

Ces véhicules peuvent tout à fait être utilisés pour réaliser des investissements en Afrique.

### a. La transparence fiscale de ces véhicules

L'interposition de ces véhicules permet aux investisseurs de ne subir **aucun frottement fiscal supplémentaire** dans la mesure où aucune imposition n'est établie au nom du véhicule : les produits (intérêts ou dividendes) et les plus-values issus des investissements réalisés en Afrique par le véhicule sont imposables entre les mains des investisseurs.

### b. L'imposition des investisseurs fiscalement domiciliés en France

Les revenus de source africaine qui transitent par l'intermédiaire de l'un de ces véhicules français conservent en principe leur qualification (nature du revenu) et source (provenance du revenu) d'origine et sont susceptibles d'ouvrir droit au bénéfice de l'imputation d'un crédit d'impôt représentatif de l'impôt qui aurait été prélevé à la source par les États africains sur les produits (dividendes et intérêts) et sur la plus-value réalisée lors de la cession de l'investissement par le fonds.

Ce crédit d'impôt serait en principe imputable sur l'impôt dû par l'investisseur final.

Ce sera le cas en vertu des conventions fiscales signées par la France avec les États africains qui reconnaissent la transparence du véhicule (par exemple l'Afrique du Sud) ou même lorsque l'État de source ne reconnaît pas la transparence du véhicule français, un crédit d'impôt domestique peut être transmis aux investisseurs.

Pour mémoire, l'utilisation de ce type de véhicule peut également sous certaines conditions permettre de bénéficier du traitement fiscal de faveur des FCPR (ou FPCI) dits « fiscaux » (également désigné comme le régime des « FCPR (ou FPCI) Fiscaux »)<sup>30</sup> lorsque leurs investissements respectent les quotas requis, à savoir détenir au moins 50 % de leurs actifs en titres, sauf exceptions<sup>31</sup>, non cotés de sociétés ayant leur siège dans un État membre de l'Union européenne, en Norvège ou en Islande<sup>32</sup> (le solde, soit 50 %, pouvant en revanche librement être investi en Afrique par exemple). Ce pourrait notamment être le cas de fonds investis pour moitié en Afrique et pour le solde par exemple dans des entreprises européennes présentes sur les marchés africains.

Le bénéfice du régime des « FCPR Fiscaux » permet notamment aux personnes morales établies en France (i) de ne pas être imposées sur les écarts de valeur liquidative du fonds (mais seulement lors de la distribution des produits par le fonds), et (ii) d'être exonérées ou de bénéficier d'un taux réduit d'imposition de 15 % lors de la distribution par le fonds de certaines plus-values de cession des investissements réalisés, y compris en Afrique, ainsi que lors de la cession ou du rachat des parts du fonds.

<sup>30</sup> Qui s'applique également aux sociétés de libre partenariat par renvoi de l'article 1655 sexies A du CGI.

<sup>31</sup> Une limite de 20% en titres cotés de petite capitalisation est autorisée sous certaines conditions.

<sup>32</sup> Ces sociétés doivent aussi, conformément aux dispositions de l'article 163 quinquies B du CGI, exercer une activité mentionnée à l'article 34 du CGI (industrielle et commerciale) et être soumises à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun ou y seraient soumises dans les mêmes conditions si l'activité était exercée en France.

En revanche, le recours à l'un de ces véhicules dans le cadre d'un fonds dont les investissements sont exclusivement réalisés en Afrique (et ne respectant donc pas le quota d'investissement minimum de 50 % dans l'UE élargie) ne permettra pas aux investisseurs, personnes morales, fiscalement domiciliés en France de bénéficier de ce régime fiscal de faveur. Ces investisseurs seront imposés chaque année à hauteur de la variation entre l'actif net réel du fonds à la date d'ouverture de l'exercice fiscal de l'investisseur et celui déterminé à la date de clôture de ce même exercice. Dans la mesure où ce traitement fiscal revient à imposer au terme de chaque exercice fiscal, la plus-value latente réalisée par l'investisseur, celui-ci ne supportera aucune imposition complémentaire lors des distributions réalisées par le fonds ou lors de la cession de ses parts.

### **C.** L'imposition des investisseurs non domiciliés fiscalement en France

**Le recours à un FPCI ou un FIPS (y compris une Société de Libre Partenariat) permet également de proposer aux investisseurs fiscalement domiciliés hors de France une neutralité fiscale : les produits (intérêts ou dividendes) et plus-values issus des investissements réalisés en Afrique ne feront l'objet d'aucune imposition en France.**

Dans la mesure où le véhicule d'investissement n'est pas appréhendé en tant que sujet fiscal par l'administration française, les dispositions des conventions fiscales signées entre la France et les États africains dans lesquels les investissements sont réalisés ne sont pas applicables lorsque les investisseurs ne sont pas fiscalement domiciliés en France<sup>33</sup>.

En revanche, les conventions fiscales existantes entre les États africains concernés et l'État de résidence de l'investisseur devraient pouvoir en théorie être directement applicables et donc réduire les frottements fiscaux des investissements. Toutefois, en pratique, du fait de la présence d'un véhicule intermédiaire, les États africains refusent fréquemment l'application des conventions fiscales les liant directement à l'État de résidence de l'investisseur. Cette difficulté n'est cependant pas propre aux véhicules d'investissement français : les investissements réalisés par l'intermédiaire des véhicules fiscalement transparents de nos voisins européens rencontrent la même difficulté.

## **2.1.2 Les véhicules d'investissement non transparents (du type société holding)**

Le recours à un véhicule d'investissement établi en France et soumis à l'impôt sur les sociétés, notamment une société holding d'investissement (du type SAS), peut dans certains cas constituer une alternative intéressante à la structuration d'un fonds de type FPCI. Malgré l'assujettissement de ces véhicules à l'impôt sur les sociétés, le droit fiscal français propose un régime d'imposition des sociétés holdings favorable permettant de limiter les frottements fiscaux. En outre, ces sociétés bénéficient généralement des avantages des conventions fiscales permettant de réduire ou de supprimer la fiscalité de l'État de source.

### **a.** L'imposition de ces véhicules

Malgré un taux facial de l'impôt sur les sociétés de 33,1/3 %, les sociétés holding bénéficient de plusieurs mécanismes leur permettant de limiter leur base d'imposition soumise à l'impôt sur les sociétés.

Ainsi, l'application du régime mère-fille français, lorsque la société holding détient une participation représentant au moins 5 % de la société africaine pendant au moins 2 ans, permet

<sup>33</sup> Il est à noter que l'administration fiscale française accepte néanmoins de certifier que l'investissement est réalisé par le biais d'un véhicule établi en France dans la mesure où ce certificat permet aux investisseurs de bénéficier d'un avantage fiscal prévu par le droit interne des États africains concernés. Cette tolérance de l'administration fiscale française n'est toutefois prévue par aucun texte et ne peut en tout état de cause pas ouvrir droit au bénéfice des dispositions d'une convention fiscale signée par l'État africain avec la France.

l'exonération des dividendes en France, à l'exception d'une quote-part représentative des frais et charges de 5 % qui sera soumise au taux ordinaire de l'impôt sur les sociétés. Ce régime permet à la société holding de bénéficier d'un taux effectif d'imposition en France de 1,67 % (i.e.  $5\% \times 33,1/3\%$ ) sur les dividendes distribués par des sociétés africaines (hors contributions additionnelles).

En outre, lors de la cession des actifs de la société holding, la société pourra également bénéficier d'une exonération de la plus-value réalisée lors de la cession des titres de participation (i.e. au moins 5 %) détenus depuis au moins 2 ans, à l'exception d'une quote-part représentative des frais et charges de 12 % qui sera soumise au taux ordinaire de l'impôt sur les sociétés. Ce régime permet à la société holding de bénéficier d'un taux effectif d'imposition en France de 4 % (i.e.  $12\% \times 33,1/3\%$ ) sur les plus-values sur titres de participation détenus dans des sociétés africaines.

Il convient toutefois de relever que les crédits d'impôt africains relatifs à ces dividendes ou plus-values ne sont pas imputables sur l'imposition résiduelle en France. Cette imposition ne peut donc pas être effacée par l'application des règles conventionnelles.

Les autres produits de source africaine perçus par la société holding d'investissement (intérêts, dividendes ne bénéficiant pas du régime mère-fille, plus-values taxables) restent soumis au taux ordinaire de l'impôt sur les sociétés. L'impact de cette imposition est toutefois limité dans la mesure où la société peut bénéficier des dispositions des conventions fiscales conclues par la France avec les États africains. Ces dispositions peuvent lui permettre d'imputer des crédits d'impôt africains qui sont généralement assez favorables.

La société holding bénéficie de dispositions conventionnelles et profite par conséquent des avantages fiscaux attachés à ces conventions (réduction ou exonération de retenues à la source sur les produits (intérêts et dividendes) et les plus-values). Le fait que la France ait un réseau de conventions fiscales important couvrant de nombreux territoires du continent africain constitue un avantage significatif. À titre d'exemple, les conventions signées par la France avec le Mali, le Cameroun et la Côte d'Ivoire permettent de bénéficier d'une exonération dans ces États de l'imposition sur la plus-value réalisée lors de cessions.

Il convient toutefois de souligner une différence importante par rapport aux véhicules fiscalement transparents : la société holding d'investissement est assujettie à la contribution additionnelle à l'impôt sur les sociétés sur les distributions<sup>34</sup>. Cette contribution de 3 % est due sur les distributions réalisées en faveur des investisseurs fiscalement domiciliés en France ou non. Toutefois, les sociétés holding qui répondraient à la définition de PME communautaire pourront bénéficier d'une exonération de cette contribution. Il est à noter que la conformité de cette contribution au droit communautaire fait actuellement l'objet d'une procédure d'infraction à l'encontre de la France.

#### **b.** L'imposition des investisseurs fiscalement domiciliés en France

Les investisseurs fiscalement domiciliés en France seront imposés sur les dividendes distribués par la société holding et les plus-values réalisées selon les règles habituelles d'imposition. Ainsi, les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés pourront bénéficier, dans les mêmes conditions que la société holding, de l'application du régime mère-filiale lors de la perception de dividendes distribués par la société holding et de l'exonération de la plus-value réalisée lors

<sup>34</sup> À titre d'exemple, dans l'hypothèse d'un bénéfice avant impôt d'un montant de 100, généré en Afrique du Sud, le profit susceptible d'être réparti entre les actionnaires de la société holding d'investissement s'élèverait à 67,26 alors qu'il serait d'un montant de 72 en cas d'interposition d'un FCPR. Dans le cas d'une société opérationnelle située en Angola (Etat non conventionné à la différence de l'Afrique du Sud), le profit s'élèverait respectivement à 61,95 (cas d'une société holding d'investissement) et à 63 (cas d'un FCPR).

de la cession des titres de la société holding (à l'exception de la réintégration des quotes-parts représentatives des frais et charges) sous réserve de satisfaire les conditions nécessaires.

### **C. L'imposition des investisseurs non domiciliés fiscalement en France**

Les dividendes distribués par la société holding et les plus-values réalisées par un investisseur non fiscalement domicilié en France sont généralement exonérés d'imposition en France dans la mesure où :

- Les investisseurs personnes morales établis dans l'Union européenne peuvent bénéficier de l'exonération de retenue à la source en application du régime mère-filiale lorsqu'ils détiennent une participation représentant au moins 5 % de la société holding et conservent les titres durant au moins 2 ans ;
- La cession des titres de la société holding par un investisseur non fiscalement domicilié en France et détenant moins de 25 % du capital de cette société est exonérée d'imposition en France.

En outre, le recours à une société holding d'investissement permet aux investisseurs non fiscalement domiciliés en France de bénéficier des dispositions conventionnelles pour les revenus qu'ils perçoivent de la société holding (dividendes et plus-values) lorsque la France a signé une convention fiscale avec l'État dans lequel ils ont leur domicile fiscal.

## **2.1.3. Le traitement fiscal du carried interest**

Dans la mesure où le bénéficiaire de parts de carried interest est un résident fiscal français, le régime fiscal de faveur français permet de ne pas traiter fiscalement ces gains comme une rémunération, ni de les soumettre aux charges sociales. Les plus-values réalisées par le fonds et distribuées aux porteurs de parts de carried interest ainsi que les gains réalisés lors de la cession ou le rachat de ces parts sont traités comme une plus-value et bénéficient ainsi des abattements fiscaux pour durée de détention et d'un taux de contributions sociales limité à 15,5 %. Ce régime de faveur est toutefois soumis à un certain nombre de conditions dont notamment que ces parts aient fait l'objet d'un investissement réel de leur bénéficiaire<sup>35</sup>. En pratique, les bénéficiaires de parts de *carried interest* domiciliés en France bénéficieront d'un taux effectif d'imposition de 41 % lorsque les parts ont été détenues entre 5 ans<sup>36</sup> et 7 ans, et de 34 % lorsque les parts ont été détenues plus de 7 ans.

Ce régime fiscal de faveur français des gains sur les parts de carried interest s'applique dans les mêmes conditions quel que soit l'État d'établissement du véhicule d'investissement, pour autant que cet État fasse partie de l'Union européenne. Seul est pris en compte l'État dans lequel le bénéficiaire détient son domicile fiscal afin de déterminer l'impôt dû sur les gains réalisés lors de la cession ou le rachat des parts de carried interest dans un véhicule. Pour un véhicule établi dans un État de l'UE autre que la France, il convient toutefois de s'assurer que celui-ci a pour objet principal d'investir, directement ou indirectement, dans des titres non cotés dans le but de répartir les gains dans des conditions similaires à celles des FPCI/FCPR et Sociétés de Capital Risque (SCR).

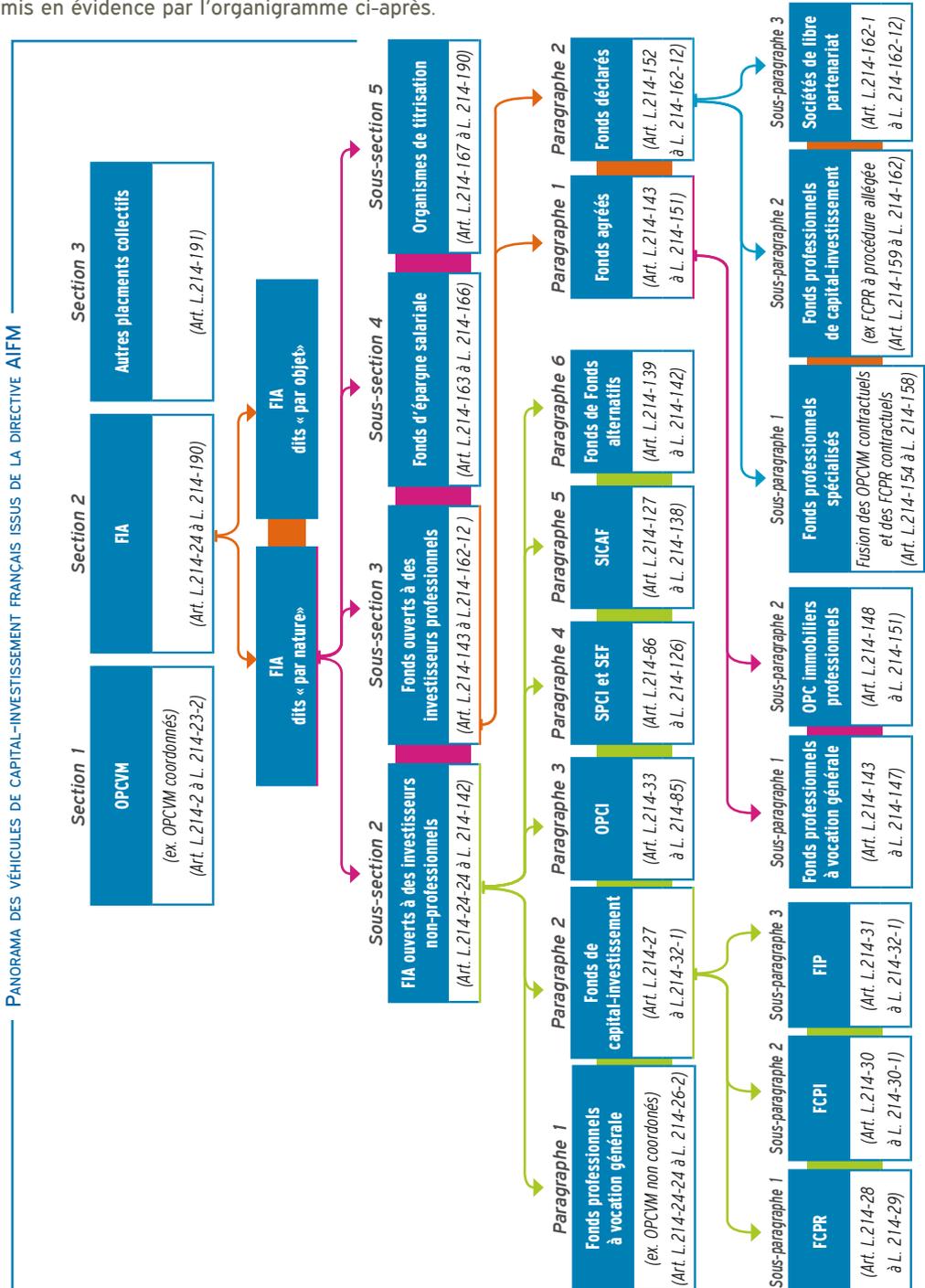
En revanche, les gains réalisés lors de la cession de parts de *carried interest* émises par des véhicules d'investissement établis en dehors de l'Union européenne, notamment à l'Île Maurice ne peuvent bénéficier de ce régime et devraient en tout état de cause être imposés en France au titre des traitements et salaires.

<sup>35</sup> En principe de 1% de la taille globale du fonds pour un carried interest donnant droit à 20% des plus-values du fonds.

<sup>36</sup> Il est rappelé que conformément aux dispositions de l'article 150-0 A, II, 8° c) du CGI, « les sommes ou valeurs auxquelles donnent droit ces parts ou actions sont versées au moins cinq ans après la date de la constitution du fonds ou de l'émission de ces actions »

## 2.2 Des véhicules français adaptés aux exigences juridiques

La France offre un très large éventail de fonds communs et véhicules d'investissement tels que mis en évidence par l'organigramme ci-après.



Dans la mesure où à ce jour les fonds dédiés à l'Afrique s'adressent essentiellement à des investisseurs institutionnels, des corporate internationaux et des *family offices*, les développements ci-après ne concernent que les fonds réservés à des investisseurs professionnels (par opposition aux fonds ouverts au public), gérés par des gestionnaires ou « AIFM » respectant la Directive AIFM (et donc susceptibles de bénéficier du « passeport commercialisation » AIFM).

La présentation ci-après distinguera parmi les principaux véhicules d'investissement français (2.1.1) les véhicules transparents fiscalement, à savoir les FPCI et FIPS, (2.1.2) des véhicules soumis à l'impôt sur les sociétés, du type société par actions simplifiée (SAS) ou société en commandite par actions (SCA). Enfin, (2.2.3) elle s'attachera à mettre en évidence les particularités des fonds dédiés à l'Afrique.

### 2.2.1. Les FPCI et FPS, des véhicules d'investissement transparents fiscalement

Pour les raisons fiscales évoquées précédemment, les véhicules français les plus utilisés pour le capital-investissement sont le Fonds Professionnel de Capital-Investissement (« FPCI ») et le Fonds d'Investissement Professionnel Spécialisé (« FIPS »). Pour l'essentiel, les développements qui suivent ne concernent que les FPCI et FIPS constitués sous forme de fonds commun de placement (alors que ces derniers peuvent également être créés sous forme de sociétés à capital variable, voire de sociétés en nom collectif prenant alors le nom de « Société de Libre Partenariat » ou « SLP »).

Leurs caractéristiques sont les suivantes :

#### a. Un processus de création simple

Les FPCI et FIPS ne sont pas agréés par l'AMF mais simplement déclarés à cette dernière, dans le mois qui suit leur création. Leur lancement n'est donc pas conditionné ou retardé par l'aval d'une autorité administrative. Le processus de création d'un tel véhicule peut donc être très rapide alors que dans certains pays et notamment au Luxembourg, certains fonds, même dédiés à des investisseurs professionnels, font l'objet d'une autorisation de l'autorité locale, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)<sup>37</sup>.

Le cas échéant, leur commercialisation notamment au sein de l'Union Européenne, sera soumise à l'octroi préalable du passeport commercialisation<sup>38</sup>. Mais ce passeport, issu de la Directive AIFM, vaut pour tous les fonds commercialisés sur le territoire de l'Union Européenne, quel que soit leur lieu d'établissement. Il ne s'agit donc pas d'une contrainte spécifique à la France.

#### b. Des fonds qualifiant pour un large panel d'investisseurs professionnels

Les parts des FPCI et FIPS ne peuvent en principe être détenues que par des clients professionnels (au sens de la directive MIF), français ou étrangers. Il s'agit pour l'essentiel d'investisseurs institutionnels et de « corporate » d'une certaine taille. Mais le droit français assimile aussi à des investisseurs professionnels les investisseurs dont la souscription est d'au moins 100 000 euros, ceux dont la souscription est d'au moins 30 000 euros et qui remplissent un critère supplémentaire notamment d'expérience, et aussi les membres de l'équipe de gestion.

Il convient aussi de noter que, contrairement aux fonds étrangers, les FIPS et FPCI sont éligibles aux actifs réglementés des investisseurs institutionnels français que sont les compagnies

<sup>37</sup> Ainsi, les fonds d'investissement spécialisés (FIS), les sociétés d'investissement en capital risque (SI CAR) ou les organismes de placement collectif régis par la loi du 17 décembre 2010 (OPC partie II) doivent au préalable être agréés par la CSSF et sont supervisés par elle jusqu'à la clôture de leur liquidation. Il n'y a pas de délai légal pour l'instruction par la CSSF des dossiers d'agrément de ces fonds, mais on constate en pratique que l'agrément pour un FIS ou un OPC partie II peut être obtenu en moyenne en 2 mois, alors que le délai d'agrément pour une SI CAR est en moyenne plutôt de six mois.

<sup>38</sup> Ce passeport est accordé après l'expiration d'un délai de 21 jours.

d'assurances, les mutuelles et caisses de prévoyance. Ils sont éligibles au titre d'une poche d'actifs « risqués » qui est globalement plafonnée à 10 %, avec un ratio d'exposition individuelle maximum de 1 %.

Enfin, la responsabilité, et de façon corollaire le rôle des investisseurs dans ces véhicules est clairement défini et limité. La responsabilité des investisseurs est limitée et sans solidarité entre eux, puisque la loi dispose que les porteurs de parts ne sont tenus des dettes du fonds qu'à concurrence de l'actif de ce dernier et proportionnellement à leur quote-part. En contrepartie, les investisseurs n'ont aucun pouvoir d'engager le fonds que seule la société de gestion a le pouvoir de représenter. Ce mandat est légal et il n'est donc pas possible d'y déroger.

### **C. Des gestionnaires et autres acteurs encadrés**

Les quatre principaux acteurs du fonds sont tous strictement encadrés, ce qui est source de sécurité pour les investisseurs.

Le premier d'entre eux est évidemment la **société de gestion** du FPCI ou FIPS. Cette société de gestion assume seule la responsabilité de la gestion du fonds et, à ce titre, de toutes les décisions d'investissement et de désinvestissement. Elle doit être :

- une société de gestion de portefeuille française agréée par l'AMF ; ou
- une société de gestion de portefeuille agréée par l'autorité compétente d'un autre État de l'Union européenne, sous réserve que cette société de gestion de portefeuille bénéficie du passeport gestion<sup>39</sup>.

Dans tous les cas, la société de gestion est une structure agréée dans son état d'établissement, après que l'autorité locale ait vérifié l'existence de moyens humains, techniques et financiers suffisants, et notamment de gérants ayant une compétence avérée dans le domaine d'investissement du fonds. Contrairement aux idées reçues, le processus d'agrément en France par l'AMF est souvent plus rapide que dans d'autres pays, puisqu'un agrément est généralement délivré dans les trois mois.

Le second acteur est le **dépositaire**. Il est le « gardien » des actifs du fonds et est donc responsable de la garde des sommes investies par les investisseurs. Il exécute les instructions de la société de gestion et doit s'assurer à tout moment que les opérations qu'il effectue pour le compte du fonds sont conformes à la loi et à la documentation du fonds. Le dépositaire d'un FPCI ou FIPS doit avoir son siège social ou disposer d'une succursale en France. Les dépositaires français étant des établissements de crédits, spécifiquement habilités, et soumis à un strict contrôle des autorités bancaires françaises, ils sont plus encadrés que certains de leurs homologues européens. Surtout, ils disposent d'une expérience souvent beaucoup plus importante puisque l'obligation pour un fonds français d'avoir un dépositaire existe depuis de très nombreuses années et pas uniquement depuis la Directive AIFM.

Le troisième acteur du fonds est la personne en charge de la **comptabilité du fonds**. Cette mission est assurée par un expert-comptable ou par le dépositaire (ou une société du même groupe que le dépositaire).

Enfin, le quatrième est le **commissaire aux comptes du fonds**. Il contrôle la composition de l'actif du fonds avant publication, certifie les valeurs liquidatives et au-delà, la sincérité et la régularité des comptes annuels du fonds. Ces professionnels sont également encadrés et soumis à des conditions de diplôme et d'expérience strictes notamment dans le domaine des fonds.

<sup>39</sup> Le passeport gestion autorise une société de gestion de l'Union Européenne agréée dans son état en qualité d'AIFM (Alternative Investment Fund Manager) à gérer un fonds alternatif établi dans un autre état de l'Union Européenne.

La France jouit donc d'un écosystème de ce point de vue tout à fait exceptionnel :

- L'ensemble de ces professionnels est strictement encadré et ce depuis de nombreuses années et donc pas uniquement depuis la Directive AIFM ;
- Les conditions auxquels sont soumis ces professionnels sont souvent plus strictes que celles des autres pays européens ;
- Leur compétence, professionnalisme et réactivité sont assez largement reconnus ;
- Enfin, leur tarification est souvent compétitive.

#### **d.** La documentation du FPCI et du FIPS

La documentation comprend obligatoirement :

- Un prospectus, composé d'un règlement. On parlera uniquement de « règlement » pour un FPCI ;
- La documentation de souscription (incluant le bulletin de souscription, les documents requis au titre de la réglementation « Know Your Client » et les questionnaires de lutte contre le blanchiment d'argent).

Le plus souvent un document commercial de type *private placement memorandum* sera également réalisé.

Dans tous les cas, la documentation peut être établie en français, en anglais ou en toute autre langue comprise par les investisseurs potentiels.

L'adoption de la langue française peut s'avérer pratique pour les investissements réalisés dans des pays africains francophones : les conseils des sociétés cibles et les sociétés cibles elles-mêmes peuvent prendre facilement connaissance de la documentation du fonds.

#### **e.** Les investissements des fonds

Les FPCI et FIPS sont les véhicules idoines pour le capital-investissement.

Les grandes différences entre les deux véhicules peuvent être résumées comme suit :

- le FPCI doit investir majoritairement dans des sociétés non cotées (directement, indirectement au travers de sociétés holdings ou d'autres fonds). Il ne peut pas s'endetter au-delà de 10 % de ses actifs.
- Le FIPS, lui, n'a quasiment aucune contrainte d'investissement. Il pourra donc être utilisé pour faire du *private equity*, de la *private debt*, de l'infrastructure, de l'immobilier, de l'énergie, etc., voire un mixte de ces différentes classes d'actifs. Le FIPS peut détenir peu ou prou toutes sortes de titres, parts ou entités (cotés ou non cotés) mais également des biens (meubles ou immeubles)<sup>40</sup>. Enfin, le FIPS peut s'endetter librement.

Si le FPCI s'oblige à investir au moins 50 % de ses actifs dans des sociétés non cotées, c'est pour bénéficier des avantages fiscaux décrits supra. Les investisseurs résidents français pourront, si le FPCI est un « FCPR Fiscal », bénéficier d'un régime de faveur sur certaines plus-values reçues du fonds ou réalisées à l'occasion de la cession ou du rachat des parts du fonds<sup>41</sup>. Enfin, que le FPCI soit un « FCPR fiscal » ou non, les équipes de gestion, résidents français, porteurs de parts de *carried interest* d'un FPCI pourront bénéficier du régime décrit ci-dessus<sup>42</sup>, ce qui ne sera pas le cas si le fonds est un FIPS<sup>43</sup>.

40 Conformément aux dispositions de l'article L.214-154 du code monétaire et financier

41 Cf. § 2.1.1. ci-dessus.

42 Cf. § 2.1.3. ci-dessus.

43 A l'exception sous certaines conditions de la SLP.

Les FPCI et le FIPS peuvent être structurés sous forme de fonds de fonds ou en qualité de feeder funds. Mais, ces fonds ne peuvent être nourriciers que de fonds établis dans l'Union Européenne et encore sous la condition de la signature de conventions avec l'autorité de contrôle locale. Cette restriction est dommageable car elle limite l'accès de certains investisseurs au marché africain pour lesquels l'interposition d'un feeder fund français ou européen s'avère nécessaire.

#### **f.** L'effet de levier au niveau du fonds

Il est possible de lever un FIPS mais pas un FPCI puisque ce dernier ne peut procéder à des emprunts d'espèces que dans la limite de 10 % de son actif. Dès lors que la société de gestion veut avoir recours à du levier au-delà de ces 10 %, une SPV sera structurée sous le fonds et cette SPV s'endettera.

À la différence des sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés, les FIPS et FPCI ne sont pas soumis aux limitations fiscales de déduction des intérêts.

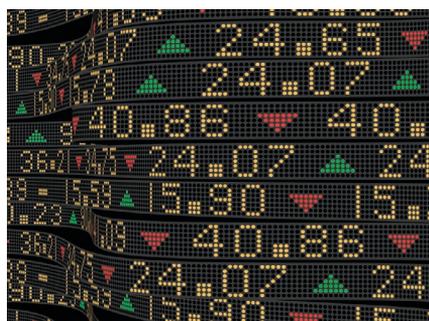
#### **g.** Durée de vie, distributions, souscription / libération

Il n'existe pas de durée légale maximale pour un fonds<sup>44</sup>, même si en pratique, au moins pour un fonds de private equity, elle est généralement limitée à une dizaine d'années.

Les demandes de rachat peuvent être bloquées : la liberté contractuelle prévaut aussi en la matière et le plus souvent les rachats sont donc bloqués pendant toute la durée de vie du fonds.

Les distributions sont également rythmées suivant ce qui a été négocié avec les investisseurs. Le plus souvent, les sommes reçues par le fonds sont immédiatement ou presque distribuées aux investisseurs et cela notamment afin d'optimiser le TRI<sup>45</sup> du fonds.

Les souscriptions ont lieu généralement pendant une durée déterminée qui s'étend de 6 à 24 mois. Mais rien n'interdit d'avoir des périodes de souscription plus longues.



# 12%

Tel était le taux de pénétration du téléphone mobile sur le continent africain en 2005.

## En forte progression

Il a atteint

# 73,5%

en 2015

<sup>44</sup> Hormis celle liée à l'interdiction des engagements perpétuels.

<sup>45</sup> Taux de rentabilité interne

## 2.2.2 Les véhicules d'investissement non transparents (de type société par actions)

Ces véhicules peuvent être privilégiés notamment pour des raisons purement fiscales quand bien même le véhicule est imposé<sup>46</sup>.

D'un point de vue juridique, ils offrent globalement moins de souplesse qu'un véhicule transparent de type FPCI :

- Les appels de fonds peuvent plus difficilement être réalisés au fur et à mesure des besoins, car dans les sociétés qui ne sont pas à capital variable, au moins 25 % des apports doivent être libérés immédiatement. Des mécanismes de valeurs mobilières composées permettent cependant de palier largement cet inconvénient.
- Les distributions ne peuvent avoir lieu en principe qu'après constatation par l'assemblée générale ordinaire des associés de l'existence d'un bénéfice distribuable, sauf à recourir à des procédures complexes et parfois onéreuses de réduction de capital.
- La « waterfall » (c'est-à-dire l'ordre des distributions) peut être déséquilibrée par les règles impératives de remboursement du nominal des actions avant tout remboursement de boni de liquidation.
- Les sociétés à capital variable, qui offrent la souplesse requise en termes d'appels de fonds et de distributions, ne permettent pas le blocage des rachats, etc.

Par ailleurs, depuis que ces véhicules sont en principe qualifiés de Fonds d'Investissement Alternatifs<sup>47</sup> par la Directive AIFM, ils sont souvent<sup>48</sup> soumis aux mêmes contraintes que les véhicules transparents fiscalement : être gérés par une société de gestion de portefeuille, avoir un dépositaire, et le plus souvent faire l'objet d'une demande de passeport pour leur commercialisation.

Dès lors, sauf lorsque des considérations fiscales l'imposent, le véhicule type FPCI ou FIPS sera généralement privilégié.

## 2.2.3 Particularités des fonds dédiés à l'Afrique

Si pour des raisons notamment fiscales ou de commercialisation, le fonds dédié à l'Afrique est implanté en Europe, les investisseurs veilleront à ce que l'équipe de gestion ait l'expertise requise concernant le marché local et soit au contact des sociétés cibles financées.

Dès lors, si l'équipe est européenne, plusieurs choix se présentent à elles :

- investir l'argent collecté auprès des investisseurs dans d'autres fonds, gérés par des équipes opérationnelles le plus souvent sur place (« fonds de fonds »)
- mettre en place des structures de feeder funds ou de fonds parallèles (fonds de co-investissement) à des fonds gérés par des équipes locales « partenaires »,
- investir l'argent collecté en s'appuyant sur des équipes d'advisors locaux ou en créant éventuellement des succursales.

<sup>46</sup> Cf. § 2.1.2. ci-dessus.

<sup>47</sup> La législation française utilise le terme d'« Autres FIA » pour les désigner.

<sup>48</sup> Notamment lorsqu'ils comptent des investisseurs non professionnels ou lorsque leur gérant a sous gestion un certain montant d'actifs (le seuil applicable en matière de private equity est généralement de 500M€).

Dans la première hypothèse, la société de gestion n'a pas besoin de disposer d'équipes sur place ou d'experts « Afrique » puisque les cibles sont identifiées par des équipes locales. La société de gestion ne fait que sélectionner différents fonds, dans lesquels elle va investir son propre fonds. Cette pratique peut être une première amorce vers la mise en place de partenariats plus structurants avec des équipes locales. Elle permet aussi d'avoir accès à de très nombreux pays africains qu'il serait plus difficile de couvrir avec sa propre équipe locale.

Dans la deuxième hypothèse, la société de gestion constitue soit une structure de fonds nourricier, intégralement investi dans un fonds on-shore (ou non) géré par une équipe locale soit un fonds de co-investissement au fonds africain (on parle aussi alors de fonds parallèle). Comme évoqué plus haut, en l'état actuel des textes, le fonds nourricier ne pourra pas être un fonds français. On peut espérer une évolution en France sur ce point de façon à s'aligner sur les autres places européennes.

Dans la troisième hypothèse, la société de gestion aura besoin d'équipes présentes dans de nombreux pays africains ainsi que d'experts « Afrique » afin d'identifier des cibles potentielles. Cela nécessite d'importants moyens humains.

Un autre point d'attention de l'investisseur est de **faire face à l'instabilité juridique, fiscale ou politique de la place d'investissement du fonds**. Dans un contexte d'absence de proximité entre les investisseurs européens et les équipes locales, comme celui d'instabilité politique de la zone visée par le fonds, les investisseurs seront particulièrement regardants sur les clauses de révocation de la société de gestion comme sur les clauses d'excuse.

Si l'objectif de ces dernières clauses s'énonce assez simplement : il s'agit pour l'investisseur concerné de ne pas participer au financement, à la perception de produits ni à la détention des actifs litigieux, leur implémentation s'avère complexe et souvent imparfaite. Selon les cas, l'exercice de ces droits d'excuse nécessite la mise en place de compartiments, de catégories de parts distinctes, d'ajustement de la taille du fonds pour éviter de dépasser le niveau d'exposition maximum imposé à d'autres porteurs, ou de *side vehicles*, etc. Dans tous les cas, ces clauses sont sensibles à négocier, et ce que ce soit dans un FPCI, un FIPS ou tout autre fonds étranger, dans la mesure où ces clauses n'affectent potentiellement pas seulement les gestionnaires et leur liberté de gestion mais aussi l'ensemble des autres porteurs de parts du fonds.



photo © Béchir Malum

Viséo - Côte d'ivoire

## 3. LA COMMERCIALISATION DU FONDS

### 3.1 Principe des passeports européens « gestion » et « commercialisation »

Pour mémoire, la Directive AIFM avait pour objectif de créer un cadre harmonisé pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (les « FIA ») au sein de l'Union Européenne et de l'Espace Économique Européen (Islande, Liechtenstein et Norvège) afin de renforcer la protection des investisseurs professionnels et des épargnants dans les FIA et de limiter les risques systémiques. La Directive AIFM s'applique à tout fonds d'investissement<sup>49</sup>, sous réserve de l'atteinte de certains seuils, qui est géré et/ou commercialisé au sein de l'Union Européenne.

La Directive AIFM instaure notamment un régime de commercialisation des FIA au sein de l'Union Européenne fondé sur la mise en place progressive d'un passeport commercialisation. Désormais, une société de gestion de l'Union européenne, agréée conformément à la Directive AIFM, a la possibilité de bénéficier des passeports européens de gestion et de commercialisation pour les FIA qu'elle gère.

#### 3.1.1 Impact de la Directive AIFM en termes de commercialisation de FIA en France

Tout gestionnaire agréé au titre de la Directive AIFM doit dorénavant soumettre à l'autorité dont il relève une demande d'autorisation avant de commercialiser<sup>50</sup> un FIA en France auprès d'investisseurs professionnels. Si le gestionnaire est français, l'autorité compétente est l'AMF. Si le gestionnaire est établi dans un autre état membre de l'Union Européenne, la demande de passeport sera adressée à l'autorité compétente de son état de résidence, qui en assure la transmission à l'AMF.

49 Autre qu'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières tel que défini par la directive 2009/65/CE du 13 janvier 2009 sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (dite directive « OPCVM IV » ou « UCITS IV »), c'est-à-dire globalement des fonds agréés par l'AMF, offerts au public et dont le sous-jacent est majoritairement des titres cotés.

50 L'article 4 de la Directive AIFM définit la notion de commercialisation comme « une offre ou un placement, direct ou indirect, à l'initiative du gestionnaire ou pour son compte, de parts ou d'actions d'un FIA qu'il gère, à destination d'investisseurs domiciliés ou ayant leur siège statutaire dans l'Union ».

En France, l'AMF définit strictement l'acte de commercialisation en France (position AMF 2014-04) : « [...] l'acte de commercialisation de parts ou actions [...] de FIA consiste en leur présentation sur le territoire français par différentes voies (publicité, démarchage, conseil...) en vue d'inciter un investisseur à le souscrire ou l'acheter. Lorsque des parts ou actions [...] de FIA ont fait l'objet d'un acte de commercialisation tel que défini ci-dessus, ces parts ou actions sont considérées comme commercialisées en France tant que des investisseurs auprès desquels une commercialisation en France est intervenue sont actionnaires ou porteurs desdits [...] FIA. [...] ».



Le passeport commercialisation est accordé dès lors que le gestionnaire remplit les conditions découlant des dispositions issues de la Directive AIFM et qu'un certain nombre d'informations sont bien communiquées aux investisseurs avant que ceux-ci n'investissent dans le FIA.

### 3.1.2 Application de la directive aux gestionnaires et fonds non UE : comment commercialiser un fonds localisé en Afrique au sein de l'Union Européenne ?

Depuis le 22 juillet 2015, un passeport commercialisation est entré en vigueur à destination des gestionnaires souhaitant commercialiser au sein de l'Union Européenne des FIA ressortissants de pays tiers. Ces gestionnaires peuvent donc désormais théoriquement choisir d'opérer, selon les États membres, soit sous le régime national du placement privé (« NPPR ») soit sous le passeport commercialisation<sup>51</sup>. Le fait de choisir le passeport commercialisation oblige cependant le gestionnaire à se soumettre à l'ensemble de la Directive AIFM et subir par conséquent une charge financière et administrative supplémentaire.

La Directive AIFM pose certaines conditions pour que le passeport commercialisation puisse être accordé à un gestionnaire et un fonds non UE : d'abord, la mise en place d'accords de coopération réglementaire appropriés entre les régulateurs européens concernés et chaque régulateur de pays tiers concernés, ensuite, l'existence d'un accord d'échange d'informations fiscales OCDE.

Le gestionnaire ressortissant de l'État tiers ne doit pas être basé dans un état et/ou territoire désigné comme non coopératif par le GAFI sur la lutte anti-blanchiment et le financement du terrorisme. Le droit national ne doit pas empêcher la supervision du gestionnaire du pays tiers par le régulateur de l'État membre de référence. En cas de pluralité d'États membres de référence, le gestionnaire doit alors soumettre une demande aux régulateurs concernés qui détermineront entre eux au sein duquel de ces États membres le gestionnaire de pays tiers doit être autorisé.

Les exigences AIFM pour les gestionnaires d'États tiers sont nombreuses lorsque celui-ci opte pour le passeport commercialisation. En effet, ce gestionnaire devra :

- être autorisé par le régulateur compétent de l'État membre de référence,
- établir un représentant légal au sein de l'État membre de référence qui sera un point de contact pour les investisseurs, l'ESMA et les régulateurs européens. Le représentant légal sera en outre responsable de la supervision de la conformité du gestionnaire avec la Directive AIFM, et
- se conformer à la Directive AIFM dans son intégralité, sauf impossibilité auquel cas il devra suivre alors les règles locales jugées équivalentes.

L'ensemble de ces exigences rendra très probablement bien plus attractif le recours à des FIA établis dans l'UE pour la levée de fonds à destination de l'Afrique auprès d'investisseurs européens (et notamment français).

Une souscription d'un investisseur UE à un fonds non UE reste toujours possible en dehors du cadre du passeport commercialisation au titre d'un placement privé (pour autant que la législation de l'État de l'investisseur reconnaisse ce dispositif) ou dans le cadre d'une sollicitation spontanée de la part de l'investisseur (dite « *reverse sollicitation* »).

<sup>51</sup> La Directive AIFM prévoit qu'à compter du dernier trimestre 2018, les régimes de placements privés nationaux devront être supprimés ce qui aura pour effet de ne plus laisser le choix aux gestionnaires tiers.

## 3.2 Mise en œuvre de la commercialisation de fonds européens vers l'Afrique

Selon la liste des accords de coopération (*memoranda of understanding*) signés par l'ESMA avec les États tiers dans le cadre de la Directive AIFM (disponible sur le site de l'ESMA), l'ESMA a signé selon la version à jour au 4 septembre 2015 des accords de coopération avec plus de 44 autorités régulatrices d'États tiers dont cinq de pays du continent africain (Afrique du Sud, Égypte, Maroc, Île Maurice et Tanzanie). Les autorités françaises ont signé des accords de coopération bilatéraux dans le cadre d'AIFMD avec quatre seulement de ces pays : l'Afrique du Sud, l'Égypte, l'Île Maurice et le Maroc.

### 3.2.1 Afrique du Sud

L'Afrique du Sud est l'un des rares membres africains du Financial Stability Board et de l'IOSCO. Le régulateur sud-africain, le Financial Services Board (le « FSB ») fait également partie des régulateurs africains à avoir négocié avec l'AMF un accord de coopération qui assure un cadre réglementaire permettant aux gestionnaires français d'effectuer la commercialisation de leurs FIA auprès des investisseurs sud-africains et aux gestionnaires sud-africains la commercialisation de leurs fonds d'investissement aux investisseurs français.

Les organismes de placements collectifs étrangers ne peuvent pas être commercialisés en Afrique du Sud à moins qu'ils ne soient autorisés par le FSB. Comme pour la reverse sollicitation permettant la souscription de fonds non UE par des investisseurs ressortissants de l'UE, cette réglementation n'interdit toutefois pas à un investisseur sud-africain de prendre la décision d'investir dans un fonds d'investissement étranger qui n'est pas approuvé par le FSB.

### 3.2.2 Maurice

Les fonds d'investissement et leurs intermédiaires (gestionnaires, administrateurs et banques dépositaires d'organismes de placement collectifs) sont supervisés par le FSC.

La Section 101 de la Loi de 2005 prévoit que le FSC peut reconnaître un organisme de placement collectif établi dans un pays étranger dès lors que celui-ci est soumis à des conditions que le FSC considère nécessaires pour la protection des investisseurs dans l'organisme de placement collectif.

Il n'y a pas de restriction de commercialisation à Maurice sur les parts et actions de fonds d'investissement étrangers.

### 3.2.3 Zone franc

Le développement du continent africain apparaît avec de fortes disparités selon les zones régionales et/ou économiques.

Il est à noter qu'en vertu de la réglementation assez contraignante de la zone franc CFA (Franc de la Communauté Financière Africaine) liée à l'Euro par un système de parité fixe qui couvre quinze pays dont le Cameroun, la Côte d'Ivoire, le Gabon, le Sénégal, et le Togo, l'épargne détenue par les compagnies d'assurances, les caisses de retraites et les autres institutions de la zone CFA ne peuvent être investies en dehors de celles-ci.

### 3.2.4 Autres juridictions

#### Kenya

Les fonds d'investissement étrangers qui sont autorisés par l'autorité de contrôle compétente dans leur état d'origine sont autorisés à commercialiser leurs parts ou actions au Kenya à condition que ceux-ci soient en conformité avec les exigences de la loi sur les marchés de capitaux du Kenya.

#### Nigeria

L'enregistrement d'un fonds local auprès de la SEC nigériane dure entre 4 et 10 mois. Les frais sont calculés suivant un pourcentage qui évolue en fonction de la valeur du fonds d'investissement et de son capital social. Les pourcentages applicables varient également selon le type de fonds d'investissement. Les fonds d'investissement qui sollicitent les investisseurs nigériens doivent être enregistrés auprès de la SEC nigériane. La demande d'enregistrement doit être apportée par le gestionnaire de fonds nigérian avec une copie de l'autorisation ou de l'enregistrement par la juridiction étrangère compétente autorisant l'organisme de placement collectif étranger à opérer.

## COMPLIANCE ET CONFORMITÉ, DES PRATIQUES À DIFFUSER

La gestion des risques en matière de conformité s'impose comme un sujet majeur pour les capital investisseurs en Afrique.

Le risque de corruption et de blanchiment est exacerbé par l'importance en Afrique des paiements en espèces (y compris à la demande des administrations) en raison, notamment, du faible taux de bancarisation. Il l'est aussi par le manque de sensibilisation des opérateurs économiques locaux aux enjeux de la conformité. L'investisseur en capital devra être d'autant plus vigilant qu'il lui faudra se conformer à une diversité de règles d'origine locales, régionales et internationales en la matière.

Le problème est identique lorsque le capital investisseur considère une cible européenne ayant des filiales en Afrique.

Face à cette situation, l'investisseur devra intégrer la dimension conformité très en amont par la conduite de due diligences afin d'évaluer en détail non seulement la qualité intrinsèque des procédures internes de la cible, mais aussi leur conformité avec les siennes et aussi celles de ses propres investisseurs. Il pourra ainsi prendre une décision d'investissement éclairée et sera en mesure d'identifier comment promouvoir, post-acquisition, la culture compliance au sein de la société cible.

La maîtrise des problématiques de conformité est aussi un facteur important de création de valeur et donc de réussite de son investissement. C'est un élément clé au moment de la sortie car le respect des exigences de conformité sera valorisé favorablement par des acquéreurs potentiels.

Comme ce fut le cas en Europe ou en Amérique du Nord, l'industrie du capital-investissement a un rôle essentiel à jouer dans la diffusion des bonnes pratiques et l'amélioration de la gouvernance des entreprises actives sur le continent.

## Partie 3

## INVESTISSEMENT DES FONDS EN AFRIQUE

Adil Bencharef - EY  
 Sébastien Boye - Investisseurs et Partenaires  
 Serge Koffi - BPCE  
 Johann Le Duigou - Nixen  
 Vincent Lacombe - Dentons  
 Nadia Moukaddem, Frank Ndiyo, Aurélie Pujo - Amethis Finance  
 Hervé Jauffret - EY  
 Jean-Luc Bédos - Dentons

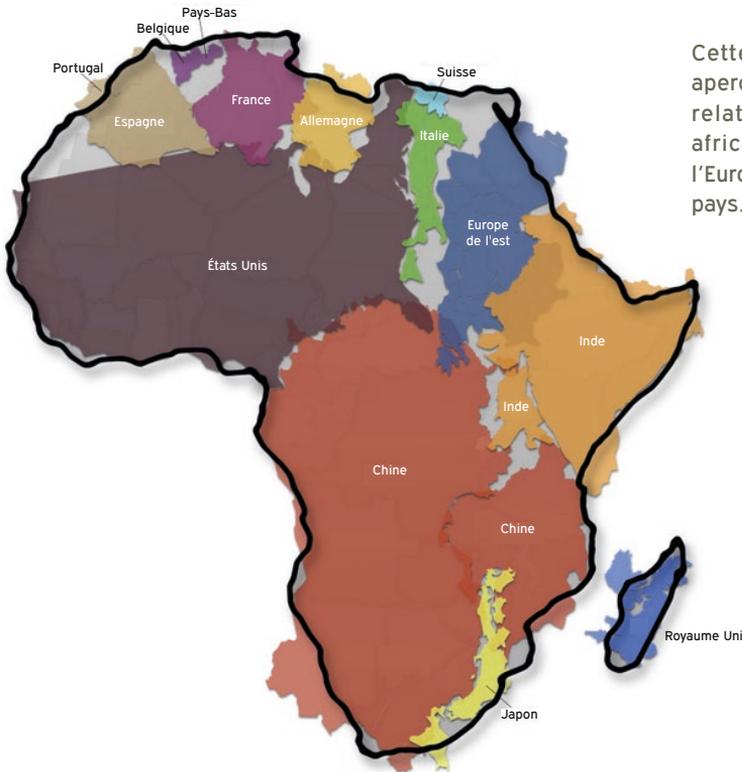


## 1. INTRODUCTION

Traiter de l'« investissement » des fonds de Private Equity en Afrique est quelque peu ambitieux. Continent de 54 pays, l'Afrique est, d'un point de vue « business », habituellement approchée comme constituée de quatre grandes régions : l'Afrique du Nord / Maghreb, l'Afrique subsaharienne de l'Est, l'Afrique subsaharienne de l'Ouest et l'Afrique du Sud et centrale.

Clairement, les acteurs du capital-investissement, dans leur approche de l'Afrique, utilisent et peuvent utiliser très largement les méthodes et les modèles qu'ils utilisent sur d'autres continents. Restent quelques spécificités qui sont propres à l'Afrique en général, et à chacune de ses grandes régions en particulier. C'est l'ambition de ce chapitre que de montrer ces particularismes. En très bref, les opérations de capital-investissement en Afrique se caractérisent ainsi :

- La stratégie doit être définie avec un objectif à long terme (à opposer à des cessions rapides) ;
- Les transactions se caractérisent par des négociations longues et complexes, des difficultés à obtenir toutes les informations financières nécessaires, des valorisations parfois élevées demandées par les vendeurs, une présence marquée des pouvoirs publics et des partenaires locaux influents avec lesquels il convient de discuter et de composer ;
- Les opérations consistent surtout en des prises de participation minoritaires plutôt qu'en des prises de contrôle totales. Ce sont des opérations sans effet de levier (dettes), avec essentiellement de l'equity et un peu de sweet-equity (comptes courants et dettes obligataires) ;
- Enfin et surtout, les acteurs doivent faire en sorte d'assurer une présence physique continue (les opérations ne se font pas par e-mails!).



Cette carte donne un aperçu de la superficie relative du continent africain par rapport à l'Europe et à de grands pays.



## 2. COMMENT RENTRER SUR LE MARCHÉ ? CHOISIR SA CIBLE

En premier lieu, il est important de préciser que toute décision d'investir en Afrique devrait s'inscrire dans une logique de long terme, avec :

- La mise en œuvre d'une stratégie d'investissement sur le continent qui doit viser à établir une présence dans la durée : il est généralement décisif de pouvoir disposer d'une base locale, africaine, dans un environnement où toute négociation, toute relation d'affaires, repose avant tout sur des réunions physiques et où les échanges d'information à distance sont souvent inefficaces ;
- Au niveau de chaque investissement, la capacité à donner une perspective dans la durée à ses partenaires : il est essentiel de montrer à la société visée que l'objectif est de créer une relation de long terme fondée sur le partenariat et le partage de la valeur.

À l'instar de tout investissement, indépendamment des géographies, le choix de la cible doit s'articuler autour de l'analyse de l'environnement et du marché, de la stratégie et des performances de l'entreprise, de la qualité et de l'intégrité du management, l'ensemble de ces points d'analyse devant notamment reposer sur un travail de due diligences détaillé, complet et extrêmement rigoureux. Il existe néanmoins certaines spécificités propres au continent africain.

## 2.1 Environnement macro-économique

L'analyse du contexte des facteurs macro-économiques propres à chaque pays comporte certaines particularités :

- D'une manière générale, la situation macro-économique de la très grande majorité des pays africains s'est fortement redressée au cours des quinze dernières années. Il convient toutefois de comprendre la part des matières premières dans la croissance passée :
  - Des pays dont la croissance a été fortement tirée par les matières premières et dont les économies sont encore faiblement diversifiées, peuvent montrer conjoncturellement des signes d'affaiblissement en période de baisse des cours des matières premières ;
  - Ces pays pourraient être soumis à des crises monétaires, à des contextes inflationnistes et à une détérioration du risque souverain (ce qui peut avoir des impacts sur les délais de paiement de l'État pour les sociétés dépendant de la dépense publique) ;
  - À l'inverse, en période de forte hausse des cours des matières premières, ces économies peuvent connaître des niveaux d'investissement sensiblement plus élevés que ceux du reste du continent ;
- Dans ce contexte, un certain nombre de pays maintiennent un régime de contrôle de change et il convient donc d'être particulièrement attentif aux « cash traps » dans le montage des opérations.

L'intégration régionale est en forte progression sur le continent, ce qui est de nature à globalement favoriser la croissance sur l'ensemble des pays concernés, avec :

- L'émergence de zones de plus en plus intégrées économiquement (CEDEAO en Afrique de l'Ouest, CEMAC en Afrique Centrale, SADC en Afrique australe ou encore le COMESA en Afrique de l'Est), ces zones s'apparentant de plus en plus à des marchés communs et rendant nécessaire l'analyse de l'empreinte géographique de l'entreprise cible, de sa stratégie nationale, régionale ou continentale ;
- L'existence de deux zones monétaires intégrées (UEMOA en Afrique de l'Ouest et CEMAC en Afrique Centrale) regroupant de nombreux pays d'Afrique Francophone qui partagent le Franc CFA : cette monnaie ayant une parité fixe par rapport à l'Euro, cela crée un contexte de faible inflation et de risque de change faible, sous réserve de modification de la parité comme cela est intervenu le 1<sup>er</sup> janvier 1999 afin de restaurer la compétitivité de la zone.

## 2.2 Environnement des affaires

Du fait d'une plus forte proximité entre l'ensemble des agents économiques que dans d'autres zones géographiques, il est important de veiller au maintien d'une réputation irréprochable dans la conduite des affaires et en particulier :

- d'être particulièrement attentif aux relations interpersonnelles ;
- de s'assurer de l'impact et de mesurer l'écho qu'une prise de participation dans l'entreprise cible pourrait avoir dans la presse, ainsi que les réactions au sein de la société civile ;
- de s'interroger sur la perception de cette prise de participation : par exemple, serait-elle perçue comme une perte de souveraineté dans le cas d'entreprises où l'État est majoritaire ou dans le cas d'entreprises présentes dans certains secteurs d'activité comme la santé ou l'énergie.

D'une manière générale, il est important de rappeler que l'environnement des affaires comprend de très nombreuses similarités avec la zone Europe, et en particulier :

- La présence de branches locales des cabinets d'expertise comptable de réputation mondiale ;
- Un secteur bancaire prudent ;
- L'utilisation possible de modèles juridiques identiques à ceux utilisés en Europe (que ce soit le droit français, le droit anglais ou le droit portugais).

Néanmoins, certains éléments plus spécifiques nécessitent d'être approchés avec attention afin de parfaitement organiser tout investissement :

- La forte prégnance de l'économie informelle dans de nombreux pays du continent a également des conséquences très concrètes :
  - Dans certains secteurs, il existe une concurrence très éparpillée mais qui n'en est pas moins puissante car ne fonctionnant pas avec les mêmes contraintes de formalité (fiscalité, droit social, régime douanier) ;
  - Cette présence informelle combinée à un niveau parfois insuffisant, voire inexistant, de statistiques économiques sur les secteurs d'activités rend les approches quantitatives classiques globalement inopérantes ;
  - Par effet de contagion, les pratiques des entreprises formelles peuvent parfois être influencées négativement par les réalités du secteur informel, ce qui n'est pas sans poser de questions sur des enjeux de compliance, de fiscalité ou encore de droit social.
- Il convient également d'être conscient que dans certains pays, le cadastre et le système foncier sont défectueux et les conflits fonciers fréquents en raison d'un processus d'attribution manuel très peu informatisé, ce qui est potentiellement source de fraude ;
- Enfin, pour ce qui concerne plus spécifiquement le capital-investissement, celui-ci est encore assez mal connu dans de nombreux pays du continent et, même si cette réalité change très vite et est assez variable selon les pays, il existe encore une forte prépondérance de sociétés familiales dans de nombreux pays africains, avec globalement peu d'actionnaires institutionnels et peu de transactions secondaires. Les négociations se font donc souvent avec des individus et/ou des familles, cette réalité ayant des conséquences sur la façon d'aborder une transaction :
  - Il ne faut pas sous-estimer le travail de pédagogie et d'explication sur le capital-investissement et notamment sur le mode de fonctionnement des investisseurs en capital, sur l'organisation des audits, dont la longueur et le niveau de détail peuvent être mal compris, ou encore sur les mécanismes de sortie de l'investisseur ;
  - La qualité des relations interpersonnelles dans le choix d'un partenaire étant sensiblement plus importante que dans d'autres géographies, la création d'une relation de confiance peut également prendre plus de temps ;
  - Il est important de rencontrer et prendre en compte toutes les parties prenantes, qu'il s'agisse de l'ensemble des actionnaires (en particulier dans les contextes de transactions familiales) mais également des dirigeants et du management intermédiaire.

## 2.3 Analyse des facteurs liés aux infrastructures

L'analyse de l'environnement en termes d'infrastructures (au sens large du terme) doit également être prise en compte :

- L'accès à l'énergie est un sujet à étudier attentivement. L'énergie électrique est presque toujours chère, mais aussi, dans un certain nombre de pays, peu fiable dans son approvisionnement. Ces éléments combinés à des niveaux d'ensoleillement souvent favorables, crée un contexte particulièrement propice à l'utilisation d'énergie photovoltaïque ;
- Dans un contexte de fort développement, les infrastructures logistiques (ports, routes, voies ferrées) peuvent connaître des phases de saturation, créant des goulots d'étranglement et des retards à prendre en compte dans l'analyse de la société. À noter également que le coût du transport aérien (intra-africain et Europe/Afrique) n'est pas négligeable ;
- Dans le domaine des NTIC, il faut noter le formidable développement du téléphone portable en Afrique où le continent est en pointe au niveau mondial sur certains usages, par exemple dans le domaine de la monnaie électronique. Les connexions haut-débit peuvent être en revanche chères et/ou peu fiables.

## 2.4 Analyse des facteurs liés à la politique

Le risque politique, même s'il est globalement de moins en moins prégnant sur le continent, reste présent et doit être analysé en détail. Il faut toutefois noter que les sociétés ne sont pas toutes aussi sensibles à ce risque et que leur capacité de résilience dans des contextes parfois perçus comme très difficiles nécessite d'être prise en compte dans l'analyse par l'investisseur de ce risque politique.

Au-delà du risque politique, il convient de conserver à l'esprit que :

- Le rythme démocratique peut avoir un impact sensible sur le niveau d'activité général dans le pays, les périodes pré-électorales pouvant avoir un impact fort sur le climat des affaires et le niveau d'activité dans certains pays ;
- Les risques liés aux relations avec les pouvoirs publics sont également à intégrer car, comme beaucoup dans de nombreux pays émergents, voire également dans certains pays développés :
  - Les délais de paiement du donneur d'ordre public peuvent être très longs ;
  - Les secteurs dépendant de la commande publique peuvent être soumis à un certain manque de transparence dans l'attribution des marchés ;
  - Après avoir accueilli à leur capital un investisseur étranger, les entreprises peuvent être soumises à une pression accrue de la part de l'État et de ses différents services (impôts, douanes...) ; dans ce contexte négocier et obtenir les autorisations, les exemptions fiscales, etc. avant l'investissement effectif est souhaitable.
- La sécurité est un élément à prendre en compte également, même si cela n'est pas un sujet propre au continent africain.

## MONTÉES EN COMPÉTENCES, UN ENJEU COMMUN

Comme pour tout segment professionnel partout dans le monde, la compétence des acteurs est cruciale pour le capital-investissement en Afrique. Dans le cas présent, il s'agit d'un métier nouveau en Afrique pour lequel peu d'expertises sont disponibles.

La formation et le recrutement sont au cœur de la problématique de la compétence et sont intrinsèquement liés. Parce que recruter sans maintenir ni développer les compétences n'est pas pertinent.

Il est à noter que le développement, le maintien et l'actualisation des savoirs et savoir-faire sont un enjeu majeur aussi bien pour les investisseurs français souhaitant se développer en Afrique que pour les acteurs africains.

En effet, le capital-investissement africain (tant au niveau des responsables d'investissement que du middle-office) est demandeur à la fois de :

- montée en compétences techniques « Hard skills » : due-diligences financières, valorisation des entreprises, analyse financière appliquée au capital-investissement...
- montée en compétences comportementales « Soft skills » : due-diligences commerciales, stratégiques, managériales...

Mais le capital-investissement français, de son côté, a besoin de comprendre la culture et les clés du business africain pour être en mesure d'accompagner ses participations qui souhaitent se développer en Afrique.

Il convient donc d'élaborer un dispositif qui permette à la fois de favoriser le développement du capital-investissement africain et d'accompagner les investisseurs français vers l'Afrique.

La transmission de savoirs et savoir-faire sera donc bilatérale, chaque continent ayant à apprendre de l'autre pour des fertilisations croisées.

L'objectif est donc de favoriser le plus possible le partage croisé d'expérience et la diffusion des bonnes pratiques par l'élaboration d'actions touchant aussi bien à la formation qu'aux RH : sessions de formation permettant des échanges France/Afrique, mécanismes d'échange de stagiaires entre les deux continents, repérage de talents.

Enfin, de même qu'un *Executive Program Leadership* en capital-investissement a récemment été créé par l'AFIC et HEC, la création d'une chaire de capital-investissement dans une école de Management reconnue d'Afrique peut être envisagée pour favoriser l'éclosion des talents de demain.

## 3. ORGANISER L'INVESTISSEMENT

### 3.1 Négocier la valorisation

Comme dans l'ensemble des zones émergentes, du fait notamment des taux de croissance et des enjeux de structuration des marchés et des entreprises, la valorisation des entreprises reste un exercice complexe dans les marchés africains et soulève de nombreuses questions : où peut-on trouver des données fiables ? Quel est le taux sans risque à utiliser ? Comment introduire le risque pays dans le modèle de valorisation ? Quelle est la prime de risque du marché ? Comment calculer le bêta dans un marché boursier de petite taille et peu liquide ?

Les approches usuelles restent bien entendu applicables, en intégrant néanmoins certains éléments de contexte propres aux économies émergentes :

- L'approche des multiples est la méthode la plus utilisée en raison de sa simplicité, même si celle-ci est assez compliquée à mettre en œuvre par manque de données sectorielles et par la rareté des comparables sur le marché africain :
  - L'échantillon de comparables est alors souvent élargi pour inclure des sociétés exerçant dans d'autres pays et / ou secteurs d'activité ;
  - Toutefois, l'élargissement de l'échantillon implique un ajustement du multiple à la baisse ou à la hausse en fonction des données et circonstances de chaque évaluation et, par exemple, si le comparable choisi présente des perspectives supérieures ou un niveau de risque inférieur à l'actif valorisé, le multiple est ajusté à la baisse.
- Les principaux challenges quand il s'agit d'utiliser la méthode par « actualisation des flux futurs » sont les suivants :
  - L'estimation du taux sans risque en raison de la faible liquidité, voire l'inexistence d'un marché d'obligations étatiques sur certains pays : le taux sans risque est alors généralement approché en appliquant une prime de risque pays (corrélée à la notation du pays) à un taux sans risque de référence (États unis, France, Allemagne, etc.) ;
  - Le calcul du bêta est rendu difficile par la taille et le niveau faible de liquidité des marchés actions sur le continent. Par conséquent, les analystes font de plus en plus souvent appel à des sources spécialisées pour la détermination du bêta ;
  - Enfin, il est généralement accepté d'inclure dans le coût du capital des primes de risques spécifiques (e.g. petite taille de la structure, concentration client / fournisseur, prévisions de croissance élevées, manque d'historique) et, en raison des fluctuations récurrentes sur le continent, il est recommandé d'effectuer une analyse de sensibilité du business plan de base sur les différents éléments clés de la structure à valoriser (e.g. le coût du travail, les prix de matière première, l'inflation, le taux de change).

Enfin, il est important de rappeler que le niveau de valorisation attendu par les cédants peut paraître a priori élevé comparé à un référentiel européen, il se justifie néanmoins par les perspectives de croissance et de développement et par la rareté des actifs sur le marché africain.

Ce niveau de valorisation peut être atténué en faisant appel à des clauses spécifiques dans le SPA ou le pacte d'actionnaires qui sont très souvent acceptées sur le marché africain :

- Earn-out: quand les perspectives de croissance présentent un risque de réalisation;
- Clause de sortie conjointe: lorsque le ticket, minoritaire, présente un risque de liquidité;
- Clause de sortie forcée: permet de se prémunir contre le risque opérationnel (réalisation des perspectives) et le risque de liquidité.

### 3.2 Organiser les due diligences

Les due diligences d'acquisition ont pour objectif de limiter les risques inhérents à toute transaction. Elles permettent de dégager un véritable diagnostic de la cible qui permettra à l'acquéreur de valider la lettre d'intention ou au contraire de revoir la valorisation ou la thèse d'investissement si des risques majeurs apparaissent.

Les due diligences sont d'autant plus importantes sur le marché africain en raison de certaines spécificités, notamment :

- Un certain manque de précision des informations financières publiées;
- Les spécificités des normes comptables locales;
- Le cadre réglementaire local;
- Une valorisation souvent basée sur des perspectives de croissance importantes;
- Le manque de transparence de l'administration concernant les contrôles fiscaux et leur durée de prescription.

La collecte d'informations est la phase la plus cruciale dans la conduite des due diligences :

- Le capital investisseur devra, dès les étapes préliminaires de l'opération, expliquer au vendeur l'étendue des travaux de due diligences envisagés;
- La phase de collecte d'information est très souvent chronophage, notamment lorsque les opérations sont en négociation exclusive:
  - Tout d'abord, notons qu'il est très rare pour le vendeur d'engager un processus de vendor due diligences et qu'il est donc rare qu'une première revue des données ait été réalisée par un auditeur;
  - Ensuite, en dehors de certains marchés matures, la pratique des *data rooms* électroniques reste très peu développée en Afrique;
- Il est donc conseillé à l'acquéreur de suivre cette phase avec attention pour:
  - Maintenir une bonne proximité relationnelle avec le cédant lors de cette période qui va lui demander un réel travail, par ailleurs assez rébarbatif;



Cat Logistics - Niger

photo © Béchir Malum

- S'assurer de la collecte effective des informations nécessaires ;
- Disposer d'une vision assez qualitative du niveau de professionnalisation des départements financier et juridique de la société.

Les due diligences d'acquisition sont généralement réalisées sur site et connaissent des durées de réalisation assez longues en raison notamment de la durée de la phase de collecte des informations.

Dans un contexte où les valorisations sont souvent élevées compte tenu des perspectives de croissance, et afin de parfaitement valider les hypothèses du business plan, il est recommandé d'avoir un niveau de profondeur et de largeur des due diligences plus important que sur des marchés plus matures.

Il convient néanmoins de noter que le niveau d'exhaustivité des due diligences dépend en particulier des éléments suivants :

- Due diligences stratégiques : est fonction de l'historique de l'investisseur dans le secteur d'activité et la stratégie long-terme adoptée pour l'implantation en Afrique (build-up sectoriel ou politique d'investissement généraliste) ;
- Due diligences fiscales, sociales et juridiques : dépendra du niveau de criticité de chacun des sujets dans le cas de la cible. Des due diligences extensives sont néanmoins recommandées lors de la première acquisition dans un pays (spécificités de la législation sociale et fiscale et de la réglementation juridique) ;
- Due diligences financières : restent incontournables car elles permettent d'avoir une appréciation de la qualité des données financières historiques et futures et sont souvent la base de négociation du prix d'acquisition ;
- Autres due diligences (IT / environnement. ...) : en fonction de la criticité de chacun des sujets selon l'activité de la cible.

### 3.3 Localiser la holding d'acquisition

#### a/ Le recours à une holding d'acquisition ou d'investissement

Lorsqu'ils réalisent une opération majoritaire ou parce que leur règlement interne les y contraint, les fonds d'investissement interposent entre eux et leur cible une société holding. Se pose alors la question du pays dans lequel cette holding devra être créée, la réponse étant essentiellement dictée par des considérations fiscales.

La création d'une telle holding d'acquisition n'est bien entendu pas nécessaire si le fonds peut investir en direct dans la société cible, ce qui est le plus souvent le cas dans les opérations de capital-innovation.

#### b/ Critères de choix pour la localisation de la holding d'acquisition

Au plan fiscal, les principaux critères de choix du lieu d'implantation d'une holding d'acquisition dépendent du traitement des flux reçus/payés par la holding, tels que dividendes, intérêts de la dette, management fees, ainsi que de la taxation des plus-values.

Les différences en termes de taux d'imposition peuvent être sensiblement différentes d'un pays du continent à un autre, avec un taux d'imposition qui est de 25 % en Algérie et en Tunisie, 30 % au Bénin, au Maroc et au Sénégal, 35 % au Cameroun, au Gabon, en Guinée Équatoriale, en RDC, et au Tchad. Il faut noter que des taux d'imposition distincts sont appliqués dans le secteur

financier (banques, compagnies d'assurances). Plusieurs pays ont réduit leur taux d'IS au cours des dernières années, à l'instar du Tchad qui a réduit son taux d'IS de 40 % à 35 % en 2015 ou du Congo qui a progressivement ramené le taux de l'IS de 38 % à 30 % entre 2010 et 2014.

En termes d'assiette d'imposition, les principes applicables sont souvent comparables à ceux prévus par la réglementation française et, pour la détermination du résultat fiscal, les coûts engagés sont en principe déductibles dans les conditions normales même si la déduction de certains types de charges, comme les charges financières et les management fees, est plafonnée dans plusieurs pays tels que le Congo, la Côte d'Ivoire ou le Togo.

Enfin, il est utile d'analyser plus attentivement certains éléments spécifiques afin de déterminer la localisation de la holding d'acquisition la plus appropriée<sup>52</sup> et notamment les aspects relatifs :

- Aux prix de transfert ;
- À l'exonération des dividendes reçus par une société mère ;
- À la déduction fiscale des intérêts ;
- Aux retenues à la source sur les dividendes, intérêts, redevances et autres rémunérations ;
- Aux réseaux de traités avec la France ;
- À la réglementation des changes.

### **C/** Localisations privilégiées pour la holding d'acquisition

Les localisations décrites ci-dessous sont aujourd'hui plutôt privilégiées pour créer une holding d'acquisition. Il faut aussi avoir en tête que certains pays ou certaines régions ont créé des zones franches pour acquérir de tels investissements :

- Les Émirats Arabes Unis :
  - La législation des Émirats Arabes Unis permet l'implantation de structures situées dans une zone franche, dans laquelle l'investisseur étranger peut détenir l'intégralité des droits sociaux ;
  - Ces structures onshore bénéficient d'une exonération d'impôt totale et peuvent généralement bénéficier des conventions fiscales conclues par les Émirats Arabes Unis (le réseau conventionnel avec l'Afrique est toutefois assez pauvre) ;
  - Il n'existe pas d'impôt sur les sociétés, d'impôt sur le revenu ou de retenue à la source sur les activités autres que bancaires et pétrolières aux Émirats Arabes Unis, les lois fiscales des États fédérés n'étant en pratique pas appliquées.
- L'île Maurice :
  - L'OCDE place Maurice sur sa liste blanche des paradis fiscaux, cette liste identifiant les pays qui ont respecté les normes internationales de transparence et de lutte contre la corruption ;
  - Maurice dispose d'un régime fiscal attractif, notamment pour les sociétés ayant le statut GBC1 (Global Business Company 1) et fiscalement domiciliées à Maurice ;
  - Sous ce régime, le résultat fiscal de la holding est imposé, en théorie au taux de 15 %, avec possibilité d'imputer les impôts acquittés à l'étranger (impôt sur les sociétés acquitté localement par la cible ainsi que les retenues à la source sur flux versés à la holding), et ce même en l'absence de convention fiscale ;

<sup>52</sup> Cf. Annexe 1 pour des éléments plus détaillés sur ces différents sujets

- Eu égard au taux d'impôt sur les sociétés dans les pays africains (entre 25 et 35 %) et aux retenues à la source locales, la taxation à Maurice devrait en pratique être nulle. La société GBC1 peut opter pour l'imposition de son résultat au taux de 3 % (y inclus les dividendes); ce régime présente un intérêt lorsque les crédits d'impôts étrangers ne suffisent pas à neutraliser l'impôt au taux de 15 %;
- Aucune retenue à la source n'est prélevée à Maurice sur les flux de dividendes et intérêts sortants et les plus-values de cession des titres ne sont pas taxables.

#### ■ Le Royaume-Uni :

- Une société résidente fiscale au Royaume-Uni est imposable sur ses bénéfices mondiaux, le taux normal de l'impôt sur les sociétés étant de 20 % à compter du 1<sup>er</sup> avril 2015 (taux qui devrait être réduit à 19 % en 2017 et à 18 % en 2020);
- Une société holding bénéficie de l'exonération de l'impôt sur les sociétés à raison des dividendes qu'elle perçoit, ainsi que des plus-values de cession des participations (titres représentant plus de 10 % du capital de la cible);
- La remontée des dividendes aux investisseurs se fait en franchise de retenue à la source;
- Le Royaume-Uni a conclu plus de 100 conventions fiscales et offre ainsi l'avantage d'un réseau conventionnel étendu. En Afrique, le Royaume-Uni a conclu des conventions fiscales avec l'Afrique du Sud, l'Algérie, le Botswana, le Cameroun, l'Égypte, le Gambie, le Ghana, le Kenya, la Libye, le Malawi, l'Île Maurice, le Maroc, le Nigeria, le Sénégal, le Soudan, la Tunisie, la Zambie et le Zimbabwe.

#### ■ La France :

- De prime abord, le régime fiscal des sociétés en France ne semble pas très attractif, notamment au regard du taux de l'impôt sur les sociétés à 34,43 %, et des restrictions qui s'appliquent à la déductibilité des intérêts, pouvant s'analyser comme une barrière à l'implantation en France;
- La France offre néanmoins l'avantage de pouvoir imputer les retenues à la source sur les dividendes reçus des sociétés cibles ainsi que sur les dividendes sortants versés à des investisseurs étrangers;
- Par ailleurs, les dividendes reçus sont imposés à un taux effectif de 1,7 % (i.e. imposition d'une quote-part de 5 % au taux de 34,43 %) et les plus-values sur titres de participation à 4,13 % (i.e. imposition d'une quote-part de 12 % au taux de 34,43 %);
- En outre, la France dispose d'un réseau de 30 conventions fiscales conclues avec les pays africains dont l'une des utilités majeures est de neutraliser l'imposition des services offshore en l'absence d'établissement stable en Afrique.

### **d/ Les nouveaux prétendants pour la holding d'acquisition**

L'implantation de la holding d'acquisition en Afrique est également pertinente au regard des régimes particuliers introduits ces dernières années dans plusieurs pays africains qui sont parfois décrits comme des portes d'entrée aux investisseurs étrangers en Afrique.

#### ■ L'Afrique du Sud: le nouveau régime des quartiers généraux

- Effectif depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011, le régime des International Headquarters Companies est un régime de faveur applicable aux sociétés résidentes en Afrique du Sud, sous certaines conditions étant précisé que, de manière générale, une holding d'investissement devrait remplir les conditions d'éligibilité à ce régime;

- Ce régime de faveur permet à la holding d'acquisition de bénéficier d'une exonération de l'impôt sur les sociétés à raison des dividendes, intérêts et frais de gestion versés par la filiale, d'une exonération des retenues à la source sur les intérêts et les redevances sortants. Il offre l'exonération des droits d'enregistrement en cas de cession de parts détenus dans la holding d'acquisition.



*Greenpoint stadium – Afrique du Sud*

© DR

#### ■ Le Maroc : Casa Finance City

- Casa Finance City (CFC) est une plateforme financière visant à attirer et encourager les institutions et investisseurs internationaux à investir et mener leurs activités en Afrique du Nord, de l'Ouest et Centrale en choisissant le Maroc comme porte d'entrée vers cette région. Les sociétés holding sont en principe éligibles au statut CFC ;
- Les sociétés de services bénéficient au titre de leur chiffre d'affaires à l'exportation et des plus-values mobilières nettes de source étrangère (i) de l'exonération totale de l'IS pendant une période de 5 exercices consécutifs à compter du premier exercice d'octroi du statut CFC et (ii) de l'imposition au taux réduit de 8,75 % au-delà de cette période ;
- Les sièges régionaux ou internationaux bénéficient d'un taux réduit de 10 % à compter du premier exercice d'octroi du statut CFC sous réserve de la cotisation minimale en matière d'impôt sur les sociétés (i.e. 0,5 % du chiffre d'affaires et des produits financiers) ;
- Les entités ayant le statut CFC sont exonérées de droits d'enregistrement sur les actes de constitution et d'augmentation de capital. Elles bénéficient de facilités de change en matière de gestion des avoirs en devises et de transfert de frais liés à l'assistance technique étrangère ;
- Le Maroc a conclu 59 conventions fiscales dont 10 avec des pays africains qui sont (i) soit en vigueur (Égypte, Sénégal, UMA, Côte d'Ivoire) (ii) soit en cours de publication (Gabon, Burkina-Faso, Cameroun) (iii) soit en cours de signature (Afrique du Sud, Centrafrique, Guinée Conakry, Seychelles et Soudan).

#### ■ Togo et Gabon :

- Ces deux pays ont mis en place des zones franches avec un régime fiscal attractif qui peuvent s'appliquer aux holdings de contrôle ;

### 3.4 Structurer l'investissement

La structuration de l'investissement sur le continent est liée aux spécificités macroéconomiques et aux particularités juridiques des différents pays. C'est une structuration relativement simple, généralement sous forme de « straight equity » car ne faisant pas ou peu appel à de la dette. On note cependant l'apparition et le développement de certains produits hybrides comme les obligations convertibles qui conviennent particulièrement à certaines spécificités du marché et aux entreprises cibles.

#### a/ Un recours à l'endettement qui reste limité

- Un des principaux points de différenciation entre le Private Equity en Afrique et dans le reste du monde est l'absence de recours à l'endettement. En effet, les investissements se font très peu sous la forme de LBO (Leverage Buy Out) et autres dettes d'acquisitions, hormis pour quelques grandes transactions portées par des larges fonds internationaux :
  - **Un marché de la dette d'acquisition peu développé** : les grands marchés de la dette et les banques internationales ont une appétence qui reste limitée pour l'Afrique et particulièrement en ce qui concerne la structuration de dettes d'acquisitions. Par ailleurs, peu de banques africaines locales sont aujourd'hui en mesure de proposer des produits de levier intéressants et les taux d'intérêt restent généralement très élevés, les risques de dévaluation des monnaies locales rendant la chose encore plus risquée.
  - **Un accès au cash contraint** : l'accès des actionnaires au cash-flow des entreprises sous-jacente est plus compliqué qu'en Europe ou qu'aux États Unis pour des raisons de régulation (marché des changes) et des contraintes de devises. Ainsi, les remontés de cash sur les holdings d'acquisition apparaît plus complexe. En outre, il convient de rajouter que ce sont généralement des investissements minoritaires en capital-développement rendant la maîtrise du cash limitée car pas dans la main de l'actionnaire minoritaire.
  - **Un horizon de liquidité incertain dans des environnements volatiles** : les marchés africains sont souvent porteurs de vrais risques en terme d'horizon de sortie, et il est primordial de pouvoir retarder d'un ou deux ans la sortie du fonds pour des raisons d'instabilité politique ou macroéconomique et de dépasser la crise. Or, les échéances de remboursement des dettes sont généralement prédéfinies, et le marché du refinancement peu développé aujourd'hui.

#### b/ Une structuration sous forme de « straight and pure equity » qui privilégie les valeurs de croissance

Ainsi, la structuration des investissements est plus classique, généralement sous la forme de « straight » et « pure equity », sans recours à l'effet de levier. La rentabilité doit donc provenir exclusivement de la croissance de l'entreprise, et pas du levier comme dans la plupart des transactions en Europe. Cette situation conduit les fonds à privilégier des cibles en forte croissance, ce que l'environnement économique africain rend heureusement possible, au détriment de « cash cow » plus stables. De même, les transactions se font principalement sous forme d'augmentation de capital (injection de fonds), au détriment du « cash out » (rachat d'actions à un actionnaire) afin de financer des projets de développement et de tirer la croissance des entreprises. En Afrique, c'est la croissance et pas la génération de cash qui fait la rentabilité.



Saphar - Niger

photo © Béchir Malum

### **C/** La possibilité de faire des produits plus structurés qui répondent à certaines spécificités des marchés

- On assiste à l'apparition sur les marchés africains de produits structurés comme les obligations convertibles. Ces produits répondent souvent à certains besoins des entreprises ou de l'investisseur dans des environnements où l'accès et la disponibilité de l'information financière et autres peuvent être compliqués. À titre d'exemple :
  - La difficulté d'estimer la valeur de l'entreprise ou la nécessité de prouver la validité du business model ;
  - La structuration de la gouvernance et l'amélioration de l'organisation interne comme prérequis à l'entrée au capital de l'investisseur ;
  - La restructuration de l'entreprise ne permettant pas une valorisation immédiate de l'entreprise.

Les obligations convertibles sont dans ces cas-là très utiles car permettant de fournir les fonds immédiatement tout en repoussant dans le temps l'entrée au capital tout en sécurisant la transaction avec les sponsors.

- Ces produits structurés ne sont cependant pas présents sur l'ensemble des pays africains et l'on peut se heurter à une plus ou moins grande sophistication du droit des sociétés en fonction des univers juridiques. Le droit OHADA apparaît comme plutôt complet pour les investisseurs mais il existe des jeux de contraintes qui sont plus ou moins importants. C'est pourquoi beaucoup de fonds d'investissement font appel à des holdings offshore (cf. 3.3), qui sont logées dans des juridictions où le droit des affaires est plus sophistiqué, comme Maurice, pour mettre en place certains types de produits plus facilement. À titre d'exemple, le droit OHADA impose un taux de rémunération minimum obligatoire sur les prêts d'actionnaires.
- Les managements ou « incentive packages » se développent de plus en plus avec des systèmes de carried (participation à la plus-value de l'investisseur) que ce soit pour le management ou l'actionnaire majoritaire. Cela étant dit, les systèmes de management packages se retrouvent davantage dans des transactions majoritaires, qui ne constituent pas le gros des transactions sur le continent.

### 3.5 Organiser et structurer la gouvernance

Globalement, la gouvernance des sociétés dans lesquelles les fonds ont investi peut se faire selon des principes et des méthodes similaires à ce que permettent le droit français et le droit anglais.

Pour ce qui concerne les droits des sociétés marocain et tunisien, ceux-ci sont globalement proches du droit français des sociétés, même s'il existe quelques différences de procédures que les investisseurs doivent connaître pour éviter toute erreur.

Pour ce qui concerne les pays adhérents de l'OHADA (17 pays subsahariens), l'Acte Uniforme appliqué depuis le 5 mai 2014 dans ces pays a très largement tiré parti de la jurisprudence française et a ainsi établi un droit des sociétés efficace et adapté aux besoins des investisseurs.

#### a/ La mise en place d'un code de bonne conduite

Tant les droits tunisien et marocain que l'Acte uniforme prévoient :

- La dissociation des fonctions de président du Conseil d'Administration et de Direction Générale ;
- L'obligation pour les sociétés de rendre compte de leurs états financiers ;
- La mise en place des conventions réglementées et des prises de participation croisées ;
- La responsabilité des dirigeants (faillite personnelle) qui ont usé du crédit ou des biens d'une entreprise comme étant leurs biens propres, et ce par référence à la notion française d'abus de biens sociaux ;
- Que tout associé puisse participer aux assemblées générales, et ce, sous peine de sanctions pénales en cas d'entrave.

Enfin, notons que le règlement n°0408/CEMAC relatif au gouvernement d'entreprise dans les établissements de crédit applicable à la zone CEMAC a été adopté :

- Ce règlement a pour objet d'établir et d'asseoir les bonnes pratiques en matière de gouvernement d'entreprise dans les établissements de crédit ;
- Il pose l'obligation pour chaque établissement d'établir une charte du gouvernement d'entreprise régissant notamment la répartition des attributions entre les Assemblées générales, le Conseil d'Administration et la Direction Générale afin de garantir un équilibre des pouvoirs.

Toutefois, même dans ces zones où les dispositifs légaux et réglementaires existent, reste à les mettre en œuvre et à les appliquer de façon constante :

- Le code de bonne conduite répartit les droits et les obligations des différents intervenants au sein de l'entreprise, tels que les actionnaires ou les dirigeants, et pose les règles et les procédures de prise de décision ;
- La notion de code de bonne conduite découle de celle de gouvernement d'entreprise et, par exemple, il existe aujourd'hui en France deux codes de gouvernance, le code AFEP-MEDEF et le code Middledenext ;
- Même si l'OHADA ou les droits marocain et tunisien n'ont pas édicté de code de bonne conduite ou de code de gouvernance harmonisé, tous les mécanismes permettant la mise en place d'un véritable gouvernement d'entreprise sont prévus afin d'établir un certain nombre de mécanismes de fonctionnement et de régulation visant tant la préservation des intérêts des actionnaires que le contrôle de la direction générale ;

- Il est également intéressant de noter que certains pays ont établi des codes de bonne gouvernance et que, par exemple, un code de bonne gouvernance a été mis en place par l'Institut sénégalais des administrateurs.

#### **b/ Les organes de surveillance et de contrôle**

Tant les droits tunisien et marocain que l'Acte Uniforme ont réaffirmé l'obligation d'instituer des organes de surveillance et de contrôle avec en particulier :

- Un renforcement de la transparence et du contrôle notamment pour les sociétés faisant appel public à l'épargne ;
- L'introduction d'une action sociale en responsabilité contre les administrateurs afin de réduire les risques d'abus de biens sociaux ;
- Le renforcement de l'indépendance des Commissaires aux Comptes par rapport aux dirigeants :
  - Ceux-ci ne doivent avoir aucun lien de subordination, de parenté ou de proximité avec ces derniers ;
  - Plus généralement, les Commissaires aux Comptes ne peuvent exercer une activité ou tout acte de nature à porter atteinte à leur indépendance et ils ne peuvent exercer leur fonction plus de trois exercices successifs (étant toutefois précisé que cette dernière disposition n'existe pas en droit marocain ni tunisien) ;
  - Il existe une sanction pénale pour les dirigeants ou toute personne au service de la société qui ferait obstacle aux vérifications du CAC ;
- La possibilité pour les CAC et/ou les associés d'initier une procédure d'alerte ;
- Le renforcement de l'indépendance des administrateurs avec :
  - La suppression de la nécessité d'être actionnaire pour être administrateur ;
  - La limitation du nombre de mandats d'administrateur, cette limitation n'étant prévue qu'en droit OHADA, mais ni au Maroc, ni en Tunisie ;
- La possibilité de recourir à l'expertise de gestion lorsque les associés contestent l'exercice du pouvoir ou même la prise de pouvoirs dans la société :
  - Il s'agit souvent d'une minorité d'associés ou d'administrateurs qui contestent la décision prise par la majorité en tentant de démontrer qu'elle est contraire à l'intérêt social
  - La mise en œuvre de cette procédure nécessite de recueillir l'accord d'un ou plusieurs associés représentant au moins un dixième du capital social, étant précisé que la diminution du seuil de 20 % à 10 % participe de la promotion de la bonne gouvernance.

#### **c/ Le pacte d'actionnaire et le règlement intérieur**

L'Acte Uniforme, ainsi que les droits marocain et tunisien reconnaissent formellement la validité des pactes d'actionnaires :

- Au même titre qu'en droit français, les associés peuvent organiser les relations entre associés, la composition des organes sociaux, la conduite des affaires de la société, l'accès au capital social ou encore, la transmission des titres sociaux ;
- Aucun formalisme n'est imposé pour la rédaction ou la modification du Pacte même s'il est néanmoins soumis aux conditions essentielles du droit des contrats ;

- Le Pacte peut être rédigé sous seing privé ou par acte notarié;
- L'utilisation des pactes d'actionnaires est plus protectrice que celle des statuts pour les associés, dans la mesure où tous les signataires au pacte doivent donner leur accord à toute modification, alors que pour les statuts, la majorité qualifiée suffit parfois pour leur modification. Par contre, le Pacte n'a pas de force exécutoire dans tous les pays dont le droit est d'inspiration française, son non-respect n'entraînant que la demande de dommages et intérêts. Seuls les statuts ont force exécutoire.

Par ailleurs, l'Acte Uniforme et les droits marocain et tunisien reconnaissent l'existence du règlement intérieur qui s'impose aux actionnaires :

- Celui-ci complète les statuts d'une société et fixe les modalités de leur application;
- Il contient notamment les dispositions relatives aux conditions de paiement d'indemnités aux membres du CA ou du comité de gestion, du conseil ou comité de surveillance ainsi que toutes autres prescriptions nécessaires à la réalisation de l'objet de la société.



IOT - Madagascar

photo © Joan Bardeletti



## 4

## L'ENVIRONNEMENT JURIDIQUE ET FISCAL

### 4.1 Focus sur l'environnement fiscal

#### a/ Difficultés pratiques d'application du droit fiscal

Les administrations fiscales des pays africains se sont fortement renforcées et professionnalisées ces dernières années.

Malgré ces évolutions, l'application de la réglementation fiscale présente encore un relativement faible degré de sécurité juridique dans certains pays, en effet :

- Le contenu des textes de loi n'est pas toujours fiable et cohérent ;
- Les décrets d'application sont souvent indisponibles ;
- La pratique des textes par les agents des administrations est encore limitée ;
- Le système juridictionnel est souvent embryonnaire, ce qui a pour conséquence l'absence de jurisprudence publiée ou accessible ;
- Il n'y a pas de doctrine unifiée des administrations fiscales.

Dans ce contexte, il est utile de clarifier le régime fiscal applicable aux projets d'investissement par voie de rescrit afin d'éviter les divergences d'interprétation en cas de contrôle fiscal et la plupart des législations africaines prévoient effectivement des dispositions relatives aux demandes de rescrit. Les administrations fiscales africaines demeurent toutefois réticentes à prendre des positions formelles engageantes.

#### b/ Problématiques fiscales récurrentes

Certains sujets liés à la fiscalité transactionnelle en Afrique sont communs à plusieurs pays et se posent bien souvent quel que soit le pays d'implantation de la Holding d'acquisition. Les principales questions concernent le traitement des management fees, la gestion des flux de fonds et la possibilité de mettre en place une intégration fiscale<sup>53</sup>.

Les particularités des contrôles fiscaux peuvent également présenter une source de difficultés :

- Les réglementations fiscales en Afrique offrent certaines garanties aux contribuables contrôlés et encadrent les différentes étapes de la procédure de vérification, cependant, plusieurs difficultés peuvent résulter :
  - du manque d'expérience des inspecteurs face à la complexité de certaines opérations ;
  - de l'application erronée de dispositions locales ou conventionnelles ; ou encore
  - de la méthode appliquée, parfois inappropriée dans un contexte international, notamment dans le cadre transactionnel (e.g. rejet de la comptabilité, requalification des encaissements en bénéfice imposable, dénaturation des faits, application extraterritoriale des dispositions fiscales) ;
- Le délai de reprise de l'administration fiscale est généralement de 3 ou 4 ans en fonction des pays concernés, étant toutefois précisé que le droit de reprise peut s'étendre à l'exercice au cours duquel est né le déficit ou le crédit d'impôt, dans la limite des montants desdits déficits ou crédits d'impôts.

53 Cf. Annexe 2 pour des éléments plus détaillés sur ces différents sujets

Dans ce contexte, certaines administrations fiscales ont mis en place des guides à l'attention des contrôleurs ou encore des chartes des contribuables afin de garantir la transparence et le respect d'une procédure contradictoire lors des vérifications. Cette démarche assez récente devrait être davantage soutenue afin de rassurer les investisseurs et établir un climat de confiance avec les administrations fiscales locales.

## 4.2 Focus sur l'environnement juridique

### a/ Le contrôle des changes

La France dispose d'un réseau d'accords d'encouragement et de protection réciproques des investissements avec une vingtaine d'États africains (dont Afrique du Sud, Algérie, RDC, Libye, Madagascar, Maroc, Nigeria, Tunisie).

Les réglementations des changes<sup>54</sup> dans les pays membres de la CEMAC et de l'UEMOA ont des dispositions communes découlant de leur appartenance à la Zone Franc, même s'il subsiste toutefois quelques nuances entre les textes, car la réglementation en la matière relève également de la compétence des États membres.

### b/ Le contrôle des investissements étrangers

L'investissement est défini comme une opération qui a pour but d'engager des capitaux dans une entreprise et ce, en vue d'établir un profit à long terme :

- L'ensemble des États membres de la Zone Franc prévoit une égalité de traitement des investisseurs, ainsi qu'un libre rapatriement des capitaux résultant de l'investissement ce qui participe de la volonté d'établir un profit à long terme ;
- Une autorisation préalable du ministre des Finances est requise pour les emprunts à l'étranger constituant un investissement direct.

Que ce soit en Afrique du Nord ou en Afrique francophone subsaharienne, les investissements réalisés dans certains secteurs (principalement secteur bancaire, secteur minier, secteur des assurances) sont soumis à autorisation préalable soit des Ministères des Finances, soit des autorités de tutelle spécifique.

### c/ Le contrôle réglementaire de certains secteurs

Certains secteurs de la vie des affaires sont réglementés.

La réglementation bancaire « ohadienne » est le fruit de deux législations, celle afférente à la zone CEMAC et celle afférente à la législation UEMOA :

- Contrôle et surveillance des établissements de crédit ; pour la zone CEMAC, il se fait via la Commission bancaire de l'Afrique centrale (COBAC) et pour la zone UEMOA, via la commission bancaire de l'UEMOA. Ces organes ont un pouvoir réglementaire, de contrôle et de sanction ;
- Il existe un agrément unique dans la zone CEMAC emportant pour les banques et établissements financiers dûment agréés, l'élimination de toutes les dispositions nationales législatives ;
- Cet agrément confère à une banque ou un établissement financier, ayant obtenu l'autorisation d'exercer son activité dans un État membre de la CEMAC, le droit de l'étendre à un autre État membre, d'y implanter une filiale, une succursale ou une agence, sans être astreint à l'accomplissement des formalités administratives relatives à l'agrément dudit pays ;

54 Cf. Annexe 3 pour des éléments plus détaillés sur la réglementation des changes en zones CEMAC et UEMOA

- La loi-cadre portant Réglementation bancaire régit les établissements de crédit sur le territoire de la zone UEMOA. Le dernier État à avoir ratifié la loi est le Togo, le 5 juillet 1990. La loi portant réglementation bancaire est donc applicable dans chacun des États membres de la zone UEMOA ;
- La Cellule Nationale du Traitement des Informations Financières (CENTIF) a été créée au sein de la zone UEMOA et l'Agence Nationale d'Investigation Financière (ANIF) au sein de la zone CEMAC afin de recueillir, traiter et diffuser le renseignement auprès des autorités, dans le but de lutter contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme ;

Le secteur des assurances fait également partie des secteurs contrôlés. Le traité instituant la Conférence Interafricaine des Marchés d'Assurances (CIMA) a unifié le droit des assurances.

#### **d/ Un droit des sociétés efficace**

Le droit des sociétés, tant des pays d'Afrique du Nord que des pays OHADA, est largement inspiré des dispositions des droits des sociétés européens. Parce que récemment modifiées (2014), les dispositions en droit OHADA sont particulièrement pertinentes en ayant tenu compte notamment de la jurisprudence et de la doctrine française en la matière :

- Une nouvelle version de l'Acte Uniforme est applicable depuis le 5 mai 2014 ;
- Cet Acte clarifie les dispositions déjà existantes et apporte des innovations significatives : création d'un nouveau type de société par actions simplifiée, création d'actions de préférence, attribution gratuite d'actions au profit du personnel, reconnaissance de la faculté pour les sociétés par actions d'émettre des valeurs mobilières composées ;
- L'Acte Uniforme Révisé permet une grande liberté dans la rédaction des statuts.

#### **e/ Un droit OHADA des sûretés récent (2011)**

L'un des sujets pour les investisseurs, et ce quel que soit le pays de l'investissement, est de s'assurer que les garanties/sûretés dont ils bénéficient sont efficaces et protectrices.

- Le droit des sûretés est régi par une version de l'Acte Uniforme adoptée le 15 décembre 2010 et en vigueur depuis le 16 mai 2011 ;
- Les sûretés peuvent être prises sur tous biens présents ou futurs et sur toutes obligations futures, conditionnelles, monétaires ou non ;
- Une sûreté peut être constituée au bénéfice d'un agent des sûretés (institution financière ou établissement de crédit) désigné par le créancier de l'obligation garantie ;
- L'Acte Uniforme prévoit la possibilité de l'augmentation des obligations couvertes par les sûretés, ce qui met fin à certaines incertitudes qui existent encore, par exemple, dans le système français ;
- L'Acte Uniforme permet également de prendre des sûretés basées sur le droit de propriété (cession de créances, transfert fiduciaire de sommes d'argent).

#### **f/ Un système judiciaire à uniformiser**

L'uniformisation du droit des affaires en Afrique francophone subsaharienne est l'objectif principal de l'OHADA (créée en 1993) mais les actes uniformes de l'OHADA ne définissent que des règles générales et laissent compétence aux autorités nationales de fixer les règles spéciales.

L'interprétation des textes et leur application sont donc du ressort des juges nationaux, ce qui implique nécessairement des divergences qui sont accentuées par l'absence de publication de la

jurisprudence. Il faut souligner que souvent les juges nationaux se fondent sur la jurisprudence et la doctrine de droit français, principalement parce qu'elles sont, elles, facilement consultables.

Pour les pays OHADA, deux avancées majeures ont été réalisées dans les dernières années avec la mise en place :

- d'une Cour Suprême: la Cour Commune de Justice et d'Arbitrage, qui est compétente pour connaître, en cassation, les pourvois contre les décisions rendues en dernier ressort et en appel par les juridictions nationales, dans toutes les affaires relevant des questions relatives à l'application des Actes Uniformes et des Règlements. Elle ne statue alors qu'au fond et se rapproche fortement de la Cour de cassation française ;
- de l'École Régionale Supérieure des Magistrats, celle-ci ayant été instituée par le traité OHADA pour pallier au manque de formation des juges et des auxiliaires de justice et assurer le perfectionnement des magistrats et des auxiliaires de justice des États membres en droit harmonisé et en droit des affaires.

### **g/ Le recours à l'arbitrage pour pallier l'absence de jurisprudence et de sécurité juridique**

La quasi-totalité des investisseurs demandent que les contrats qu'ils concluent fassent recours à l'arbitrage en cas de différend, et plus particulièrement à un arbitrage international de type CCI. Cette demande est d'autant plus ferme si les contrats sont régis par le droit local, et pas par un droit étranger (français, anglais ou portugais).

Afin de rééquilibrer ces demandes systématiques, les pays africains ont cherché à établir des cours d'arbitrage locales.

Les États parties au Traité de l'OHADA, souhaitant encourager le libre choix du juge par les investisseurs étrangers, leur offrent désormais la faculté de recourir à l'arbitrage ad hoc ou institutionnel :

- L'Acte uniforme place le système d'arbitrage OHADA sous l'égide du Centre d'Arbitrage de la Cour Commune de justice et d'arbitrage ;
- Une convention écrite d'arbitrage et indépendante du contrat principal doit prévoir le recours à l'arbitrage s'agissant des droits dont l'investisseur considéré dispose librement ;
- Les parties ont toujours la faculté de recourir à une convention d'arbitrage, même lorsqu'une instance a déjà été engagée devant une autre juridiction ;
- La sentence arbitrale a, dès qu'elle est rendue, l'autorité de la chose jugée relativement à la contestation qu'elle tranche et elle n'est pas susceptible d'opposition, d'appel, ni de pourvoi en cassation même si elle peut en toutefois faire l'objet d'un recours en annulation, d'une tierce opposition ou d'un recours en révision ;
- Enfin, il est important de noter que la sentence arbitrale n'est susceptible d'exécution forcée qu'en vertu d'une décision d'exequatur rendue par le juge compétent dans l'État-parti.

La publication intégrale et exhaustive des décisions de la CCJA se fait via le Recueil de jurisprudence de la CCJA (publié par la CCJA elle-même) et la revue Juris Ohada publiée par le Centre national de documentation juridique (CNDJ) d'Abidjan ainsi que par le biais de la publication des décisions des juges du fond par les différentes revues nationales, rares, maigres et irrégulières.

## 5. GÉRER LA SOCIÉTÉ POST-ACQUISITION

Pour assurer la gestion de la société post-acquisition, il est primordial de définir, en Afrique comme ailleurs, précisément et par avance, le périmètre d'action des investisseurs. Le degré d'accompagnement post-investissement peut varier selon la nature de la participation (minoritaire, majoritaire, partenaire stratégique, etc.). Pour que cet accompagnement soit bien accepté par les équipes en place, et non perçu comme une substitution à leur rôle, il est crucial que les rôles respectifs, leviers d'actions et objectifs recherchés soient délimités par avance.

### 5.1 Les objectifs de l'accompagnement post-acquisition

Dans le respect de son périmètre d'action, le rôle de l'investisseur s'inscrit dans trois catégories d'objectifs qui sont :

- l'aide à la prise de décision stratégique,
- le développement des affaires (expansion régionale, élargissement de la base de clients, fournisseurs ou produits, etc.), et
- l'amélioration des processus internes (clarté et fréquence du reporting financier, bonne gouvernance, certifications qualité, etc.).



En Afrique, la présence de nombreux fonds dans les centres de décision permet aux sociétés de leurs portefeuilles de rentrer plus facilement en contact avec leurs partenaires (banques, investisseurs, conseils, etc.). La présence d'un investisseur actionnaire aux côtés de l'entreprise peut ainsi faciliter ces démarches, et favorise la réalisation des objectifs co-définis.

### 5.2 Le rôle du Conseil d'Administration

Le management en place dans les sociétés en Afrique étant souvent familial, l'entrée d'un fonds d'investissement au capital est généralement la première alliance réalisée par la société avec un partenaire stratégique extérieur. Ce partenariat offre aux actionnaires locaux un accès à une expertise et un avis stratégique extérieur, avec plus de « recul » sur les décisions prises par la société.

Les orientations stratégiques se décident lors des conseils d'administration dans lesquelles les investisseurs sont représentés. La détermination du nombre de sièges attribués aux investisseurs doit être faite en amont, soit dans les codes de bonne conduite, soit dans la documentation juridique. Pour que les réunions des conseils d'administration soient efficaces et productives, les investisseurs doivent avoir accès, de façon régulière, à un suivi des activités et performances de la société via un reporting et un contact suivis, toutes choses qui ne sont pas nécessairement évidents dans les sociétés familiales.

### 5.3 Les missions d'assistance technique

Pour tenir un reporting en interne selon des normes convenables, des missions d'assistance technique à l'entreprise peuvent être prévues au début ainsi que durant la vie de l'investissement. Il faut également veiller à ce que l'utilisation des reportings soit avant tout utile à la feuille de route des managers en place, et non simplement une obligation administrative à l'attention des actionnaires. Une formation à une utilisation performante du reporting peut donc être envisagée.

### 5.4 Un reporting fiable et transparent

En Afrique comme ailleurs, pour faire le suivi d'un investissement, il est important d'avoir des informations continues, fiables, et transparentes. Cela implique que les comptes publiés livrent une quantité d'informations qui soit régulière, consistante dans la durée (avec les mêmes indicateurs d'une période à l'autre), et qui reflète avec objectivité l'état de la société. La mise en place de certains standards comptables internationaux tels qu'IFRS ou IAS, peut être envisagée sur la durée de l'investissement. Cela peut permettre, dans l'objectif d'une reprise de la participation à terme, à une société étrangère d'analyser la performance de la société sur la base de normes familières – ce qui constitue un très fort atout de différenciation.

En plus des comptes et selon l'activité de l'entreprise, le reporting doit également comporter des informations sur les aspects clés propres au secteur. Par exemple, dans une activité soumise à des cours internationaux, il est nécessaire d'avoir des informations sur l'évolution de la macroéconomie et des régulations locales (systèmes d'ajustement des prix, etc.).

### 5.5 Définir et consolider les politiques de ressources humaines

La gestion efficace d'une société post-acquisition implique un contact régulier avec ses hommes et ses femmes. Pour cela, l'organisation des ressources humaines dans l'entreprise doit être adaptée à une collaboration efficace et pérenne. Les politiques de ressources humaines à mettre en place post-acquisition sont les suivantes :

#### **Choisir une stratégie d'intégration adaptée aux enjeux d'une nouvelle organisation.**

En plus des dirigeants existants qui sont les premiers interlocuteurs des investisseurs, l'organisation au sein de l'entreprise doit répartir clairement les fonctions nécessaires à la mise en place des nouvelles mesures prises dans le cadre de l'investissement. La hiérarchie doit être clarifiée et si nécessaire redéfinie au sein de l'entreprise, afin de permettre une meilleure responsabilisation des personnes en charge. Dans ce sens, les dues diligences financières et opérationnelles préalables à l'investissement servent de bonnes bases pour connaître et estimer la compétence du management en place et permet de définir, idéalement avec les actionnaires au moment de la revue stratégique, les zones de compétences à améliorer ou à apporter en priorité. L'absence des fonctions de Directeur des Affaires Financières (CFO) ou celle de Contrôleur de Gestion est à pallier primordialement. Malheureusement, en pratique, certaines résistances à ce genre de changements peuvent se présenter. Dans ces cas, pour ne pas heurter les dirigeants en place, il faut envisager d'apporter une compétence à un autre niveau qu'à la tête d'un département : en nommant un CFO adjoint par exemple.

## Optimiser la gestion des talents

Il faut optimiser la gestion de talents en prenant en compte le fait que les talents locaux sont généralement ceux qui permettent de s'adapter le mieux aux marchés locaux. Il faut aussi s'assurer de rémunérer les talents selon les meilleurs standards. Enfin, il est essentiel, dans la gestion des talents, de continuer d'investir dans leur formation.

## Aplanir les différences de traitement au sein des entreprises

Post-acquisition, les employés d'une société sont soumis à des attentes de performance communes (code de bonne conduite, nouveaux objectifs, etc.). Il faut donc qu'ils aient un sentiment d'unicité en matière de règles, de droits et de rémunération, afin d'agir collectivement dans l'intérêt de la société. Or, un des sentiments souvent éprouvés par les employés locaux, en présence d'expatriés par exemple, est qu'il existe un plafond sur leur propre potentiel dans l'entreprise, ce qui désaligne leurs intérêts de ceux des actionnaires.

Somme toute, une opération d'acquisition ou simplement d'investissement est un changement qui touche à l'identité et aux repères des salariés, puisque la productivité et la croissance de l'entreprise, dont dépendent les hommes et les femmes de l'entreprise, sont directement liées aux investisseurs.

### LES ENJEUX ESG ET LA MISE EN PLACE DES MÉCANISMES DE BONNE GOUVERNANCE ET DE CONTRÔLE.

La responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise (ESG « Environmental, Social and Governance ») est un concept encore très émergent en Afrique : les subventions directes aux communautés locales sont largement plus normalisées que les politiques ESG au sens des standards internationaux. Dans ce contexte, et même sans pour autant être des fonds impact, les investisseurs doivent, idéalement, accompagner les sociétés dans la signature et la mise en application des normes ESG internationales (Proparco, IFC, directives ILO, etc.).

De plus, il est également important de rendre compte de l'évolution de l'impact d'un investissement. Des indicateurs généraux pour évaluer cet impact sont : la contribution au revenu d'un État, le nombre d'emplois directs créés et maintenus, et le nombre d'entreprises soutenues dans la mise en œuvre d'une démarche RSE.

Ces indicateurs, ainsi que d'autres plus spécifiques à l'activité de l'entreprise (consommation d'énergie, préservation de l'environnement écologique, etc.) doivent être renseignés dans un reporting impact et ESG régulier. Cela permet d'obtenir ainsi le TRI économique d'un investissement, qui prend en compte à la fois le TRI financier mais aussi l'impact fiscal et les effets directs principaux d'une activité.



## 6. RECHERCHER LA SORTIE

### 6.1 Durée de l'investissement

La durée de détention d'une participation est généralement plus longue sur le continent Africain qu'en Europe, même si cette durée de détention a tendance à progressivement diminuer. Ainsi, selon l'« Étude annuelle sur les Sorties » présentée par EY et l'African Venture Capital Association, les 40 sorties réalisées en 2014 sur le continent présentent une durée moyenne de détention de 4,9 années, inférieure à la moyenne 2007 – 2014 (5,1 années) et en baisse par rapport aux sorties 2013 (6 années).

### 6.2 Problématique – différentes formes de sortie

Le développement du métier d'investisseur en capital ainsi que l'afflux des capitaux dédiés à l'Afrique représentent un atout majeur pour le développement d'un marché secondaire, la sortie via l'introduction en Bourse restant quant à elle tributaire du développement des places financières locales et d'un cadre incitatif à l'épargne public.

Les dernières statistiques disponibles sur les voies de sortie d'un investissement en capital sont les suivantes :

- Cession à un « Corporate » : alors que cette option était souvent le moyen de sortie de prédilection dans le passé (représentant 44 % des sorties sur la période 2007-2013 selon l'étude EY / AVCA), ce type de sortie est en train de perdre du terrain en raison du développement des cessions au profit de fonds d'investissements ;
- Cession à un fonds d'investissement : représente 22 % des sorties en 2013 contre une moyenne 2007 – 2013 de 14 %. Signe de début de maturité du marché, les LBOs secondaires gagnent du terrain, leur proportion ayant été pratiquement multipliée par trois entre 2007 et 2013 pour atteindre 30 % des cessions à des fonds d'investissements ; cette tendance est liée principalement à l'émergence de fonds d'investissements dédiés à l'Afrique et de l'intérêt de plus en plus croissant pour le continent de la part des acteurs globaux ;
- Cession sur le marché coté : la sortie via l'introduction en Bourse reste à un niveau historiquement bas d'environ 4 % des sorties avec des différences notables d'un pays à l'autre, étant toutefois précisé que les sorties par introduction en Bourse sont de moins en moins réservées à des opérations d'une taille importante ; par exemple, la valeur d'entreprise des sorties par IPO en 2013 était 10 fois inférieure à son niveau de 2007.
- Autres voies de sortie : cession dans le marché boursier, reprise par les banques ou créanciers, etc. Le niveau de ces voies de sortie reste assez stable sur la période historique.

Afin de prendre avantage de cet afflux massif des capitaux, il est néanmoins important de prêter une attention particulière à la préparation en amont de l'opération de cession (« exit readiness ») afin de réduire la perception du risque et rendre l'actif plus attractif, en s'assurant par exemple de :

- La mise en place et la formalisation d'une stratégie de développement ;
- La pertinence de l'organisation managériale et du dispositif de bonne gouvernance par rapport aux investisseurs potentiels ;

- La pérennité des relations contractuelles majeures (existence de clauses de changement d'actionnaire);
- L'établissement des comptes pro-forma si la participation a réalisé des acquisitions ou cessions durant la période historique;
- La mise en place d'une politique de couverture du risque de change lorsque cela est pertinent.

Enfin, dans un marché où les fluctuations macro-économiques peuvent affecter l'appétit pour l'actif, il est important de rappeler que le capital investisseur devra rester pragmatique en termes d'horizon de sortie afin de maximiser la valeur de l'actif.

# 45%

C'est la proportion d'habitants d'Afrique de l'ouest habitant le

## Nigeria

qui prévoit une population de

# 280 millions d'habitants

en 2050



# ANNEXES

## ANNEXE 1 – APPROFONDISSEMENT SUR LES ÉLÉMENTS SPÉCIFIQUES RELATIFS À LA LOCALISATION DE LA HOLDING

### 1 Prix de transfert

■ Plusieurs pays ont introduit des dispositions relatives aux prix de transfert, destinées à lutter contre l'évasion fiscale résultant de la sur ou sous-facturation entre une société locale et des sociétés du même groupe basées à l'étranger ;

■ Des dispositifs renforcés/spécifiques ont été adoptés par le Cameroun (en 2007), le Gabon (en 2009), l'Algérie (en 2010), le Congo (en 2011), le Sénégal (en 2012) et la Guinée Conakry (en 2014) ;

■ Dans certains cas, la législation locale prévoit également une obligation documentaire sous peine de pénalités spécifiques (e.g. Algérie, Congo, Sénégal) fortement inspirée du modèle français ;

■ Les administrations fiscales de ces pays travaillent au développement d'outils et de bases de données pour réaliser des analyses fonctionnelles et des études de comparables afin de rendre plus effectifs les contrôles fiscaux.

### 2 Exonération des dividendes reçus par une société mère

■ Le régime dit des « sociétés mères » permet d'éviter que les bénéfices de filiales, distribués à la société mère, fassent l'objet d'une double imposition économique en exonérant les dividendes perçus par la société mère (sous réserve de la taxation d'une quote-part forfaitaire de frais et charges dont le taux varie d'un pays à l'autre : e.g. 30 % au Bénin, 10 % au Cameroun, au Congo et au Gabon, 5 % en Côte d'Ivoire, au Mali, en Guinée Conakry et au Sénégal). Certains pays vont même jusqu'à exonérer le flux de dividendes versés par la holding d'acquisition à son actionnaire si les dividendes reçus de ses filiales ont déjà été soumis à la retenue à la source (ex : Côte d'Ivoire).

■ Dans l'espace OHADA, une société est qualifiée de mère d'une autre société, d'un point de vue juridique, quand elle possède plus de la moitié du capital de sa filiale ;

■ Au plan fiscal, le seuil de participation est abaissé pour les besoins du régime des sociétés mères ; ainsi une société mère est éligible à l'exonération des dividendes reçus lorsqu'elle détient une participation de 25 % au Cameroun, au Congo ou au Gabon, 20 % au Sénégal, 10 % en Côte d'Ivoire, en Guinée Conakry ou au Mali ;

■ De manière générale, la société mère doit conserver les titres de la filiale pendant au moins deux ans afin que la qualification de participation au sens du régime fiscal des sociétés mères soit retenue. En cas de cession des titres avant deux ans, l'exonération des dividendes serait rétroactivement annulée.

### 3 Déduction fiscale des intérêts

Les limitations à la déductibilité des charges financières étant principalement de deux ordres :

- Taux d'intérêt maximum : les charges d'intérêts ne sont admises en déduction que si le taux des intérêts n'excède pas celui de la banque centrale (e.g. le taux de la BCEAO est fixé à 3,50 % depuis le 16 septembre 2013, le taux de la BEAC est fixé en 2015 à 2,45 %) majoré de 2 ou 3 % selon les pays ;
- Limitation en fonction du ratio Dettes / Fonds Propres compris entre 0,5 et 3 ;

Certains pays vont plus loin et aussi restreignent la déductibilité de tout type de rémunérations payées à une société affiliée (ex. Côte d'Ivoire avec la double limite de 5 % du chiffre d'affaires ou 20 % des frais généraux).

Certaines législations (e.g. Cameroun) prévoient un ratio de couverture des intérêts qui restreint la déduction des intérêts excédant un seuil donné du résultat de la société locale. Ces limitations sont parfois cantonnées aux prêts directs d'actionnaires, autorisant la structuration de prêts par des sociétés liées non actionnaires. La fraction des intérêts non-déductible pour la détermination du résultat fiscal peut également être traitée comme un revenu réputé distribué et soumise à une retenue à la source (e.g. 10 % au Mali).

### 4 Retenues à la source sur les dividendes, intérêts, redevances et autres rémunérations :

- Les paiements à des non-résidents font l'objet d'une retenue à la source dont le taux varie en fonction de la nature du revenu et du pays distributeur et sont ainsi concernés les flux de dividendes, d'intérêt, les redevances et autres rémunérations de services ;
- Les problématiques de retenues à la source s'analysent principalement du point de vue des conventions fiscales internationales conclues entre l'État de source du revenu et l'État de résidence de la holding d'acquisition. Les dispositions conventionnelles peuvent réduire le taux de la retenue à la source sur certains revenus passifs, octroyer un crédit d'impôt correspondant aux retenues prélevées dans l'État de source du revenu ou encore annuler certaines retenues, notamment sur les rémunérations de services.

### 5 Réseau de traités avec la France

- Même si elles clarifient et sécurisent la situation fiscale des résidents, les conventions fiscales ont un impact financier limité, notamment quand elles ne réduisent pas le taux de la retenue à la source domestique sur les dividendes ;
- En matière de services, la convention fiscale présente une utilité particulière dans la mesure où elle permet de supprimer les retenues à la source, l'imposition étant exclusivement réservée à l'État de résidence de la Holding d'acquisition ;
- Cependant, ces dispositions conventionnelles ne sont pas exemptes de conflits d'interprétation, avec parfois une interprétation extensive, dans le pays de la source, du champ des retenues et le refus par la France d'octroi de crédit d'impôt. Ceci est souvent dû au fait que la plupart de ces conventions ont été signées dans les années soixante et que le modèle de convention OCDE a fortement changé depuis.

### 6 Réglementation des changes

- Une annexe 3 à ce chapitre traite en détail la question des réglementations des changes ;
- La fiscalité de flux internationaux peut également influencer sur les transferts de devises et il

faut parfois fournir un quitus fiscal, notamment en matière de retenue à la source, afin d'obtenir le transfert effectif des fonds vers l'étranger ;

■ Cette condition oblige parfois l'investisseur à s'acquitter d'une retenue à la source induite si l'administration fiscale locale adopte une interprétation particulière de la convention (e.g. l'Office des changes marocain exige souvent le paiement de la retenue à la source sur les services de 10 % même lorsque ceux-ci sont fournis par un prestataire bénéficiant d'une convention fiscale qui l'en exonère).

## ANNEXE 2 – APPROFONDISSEMENT SUR LES ÉLÉMENTS SPÉCIFIQUES RELATIFS AUX ASPECTS FISCAUX

### 1 Traitement des management fees

■ La quasi-totalité des pays africains prévoient une retenue à la source sur les services de toute nature, y compris les services de gestion, fournis par une société étrangère sans établissement dans le pays de la source du paiement ;

■ En principe, les conventions fiscales basées sur le modèle OCDE devraient permettre de neutraliser la retenue à la source sur les services mais les autorités fiscales de certains pays africains adoptent une lecture extensive du champ d'application de la retenue à la source sur les redevances, pour l'étendre aux services techniques et exiger par conséquent le prélèvement de la retenue à la source sur les services ;

■ En principe, il ne peut normalement y avoir redevance que s'il y a un transfert de « savoir-faire » selon l'un des modes prévus par la convention (brevet, procédé, dessin, plan, etc.), c'est-à-dire qu'il n'y a pas seulement fourniture d'un simple service ;

■ Toutefois, l'ajout des « études techniques ou économiques » dans la définition conventionnelle des redevances conduit certaines administrations fiscales à considérer les services intellectuels, tels que les services de gestion, à des « études » soumises à retenue à la source au titre des redevances ;

■ Cette situation conduit alors à un risque de double imposition puisque l'État de résidence de la Holding d'acquisition (e.g. la France) peut alors refuser l'utilisation du crédit d'impôt correspondant à la retenue à la source prélevée en Afrique au motif que celle-ci n'est pas due au sens de la convention idoine ;

■ Par ailleurs, certains États africains prévoient des limitations à la déductibilité des frais de gestion (la Côte d'Ivoire restreint la déduction des frais de gestion à 5 % du chiffre d'affaires dans la limite de 20 % des frais généraux de l'entreprise débitrice, l'Algérie limite les frais de siège à 1 % du montant du chiffre d'affaires) ;

■ La déductibilité des management fees est conditionnée par la justification de leur effectivité, de leur montant et de leur adéquation à l'intérêt de l'entreprise débitrice et, par exemple, en Côte d'Ivoire, la loi précise que les frais généraux de toute nature sont déductibles à condition qu'ils correspondent à un travail effectif et qu'ils ne soient pas excessifs eu égard à l'importance du service rendu.

## 2 La gestion des flux de fonds

La fiscalité des flux de revenus, notamment au plan international, devrait être examinée en amont de tout investissement en Afrique et faire l'objet d'une modélisation dans le cadre d'un plan financier afin d'anticiper la charge fiscale liée à l'investissement et permettre d'apprécier l'impact de la fiscalité du projet au niveau de la Holding d'acquisition et des investisseurs. Les investissements en capitaux en Afrique sont de facto en monnaies locales durant l'investissement et à tout moment le rendement d'un investissement se calcule dans la monnaie où le fonds a été levé (EUR ou USD généralement) et dans laquelle il devra le rendre à ses investisseurs.

Cette analyse devra prendre en compte la nature des flux de fonds en question et les différentes modalités d'imposition qui pourraient les frapper :

- Les dividendes entrants (versés par la cible à la Holding d'acquisition) et les dividendes sortants (versés par la Holding d'acquisition à l'investisseur) seront appréciés au regard (i) des retenues à la source prévues par le droit interne du pays africain concerné et celui du pays d'établissement de la Holding d'acquisition, (ii) de la possibilité de réduire ces retenues par les dispositions conventionnelles, (iii) de l'imposition de ces dividendes au niveau de chaque bénéficiaire et (iv) de la possibilité d'utiliser les crédits d'impôts le cas échéant ;

- Les intérêts supportés par la Holding d'acquisition ou par la cible acquise soulèvent les questions (i) des limitations applicables à leur déductibilité, (ii) des retenues à la source dans l'État du débiteur, (iii) des réductions des retenues par les dispositions conventionnelles, (iv) de leur imposition dans l'État du bénéficiaire et (v) de la possibilité d'imputer le crédit d'impôt correspondant à la retenue à la source étrangère le cas échéant ;

- Les redevances et management fees nécessitent également une attention particulière en ce qui concerne (i) la déductibilité des montants payés au niveau du débiteur (limitation en fonction du chiffre d'affaires ou du résultat fiscal), (ii) l'analyse des problématiques liées aux retenues à la source en fonction des dispositions locales et conventionnelles (qualification des revenus en redevance ou en service), (iii) leur imposition dans l'État du bénéficiaire et (iv) la possibilité d'imputer le crédit d'impôt correspondant à la retenue à la source ou de constater une charge déductible étrangère le cas échéant ;

- L'imposition de la sortie de projet, notamment par voie de cession de titres ou de liquidation de la Holding d'acquisition ou de la cible, entraîne aussi des conséquences fiscales en matière (i) de retenue à la source dans l'État de résidence et d'imposition dans l'État de résidence du cédant (les conventions fiscales neutralisent en général les retenues à la source sur les plus-values sauf en cas de société à prépondérance immobilière) et (ii) de droits d'enregistrement.

## 3/ L'absence d'intégration fiscale

- Les pays africains, à de rares exceptions près, n'offrent pas de régime d'intégration fiscale et, dans ce cas, la filiale acquittera l'impôt sur ses bénéfices, puis les distributions pourront éventuellement faire l'objet d'une retenue à la source ;

- Cependant, certains pays autorisent les sociétés à constituer un groupe fiscalement intégré, c'est par exemple le cas de l'Algérie, de l'Angola, du Congo et de la Tunisie, et le Gabon ainsi que l'Afrique du Sud qui autorisent la neutralisation d'opérations intra-groupes spécifiques ;

- Dans le cas où la société envisagée serait située dans l'un de ces pays, il serait judicieux d'examiner l'opportunité de localiser la holding d'acquisition dans ce même pays pour bénéficier de l'effet de levier fiscal issu de l'imputation des intérêts de la dette d'acquisition sur les profits opérationnels résultats de la cible.

## ANNEXE 3 – APPROFONDISSEMENT SUR LES ÉLÉMENTS RELATIFS À LA RÉGLEMENTATION DES CHANGES EN ZONES CEMAC ET UEMOA

### 1 Zone CEMAC

■ La Communauté Économique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC) est composée de six États d'Afrique Centrale : le Cameroun, la République Centrafricaine, le Tchad, le Congo, le Gabon et la Guinée Équatoriale ;

■ La Réglementation des Changes fait la distinction entre les états de la « Zone Franc » à savoir les membres de la CEMAC, les membres de l'Union Économique et Monétaire des États d'Afrique de l'Ouest (UEMOA) et la France y compris ses départements et territoires d'outre-mer (Zone Franc) d'une part, et les autres pays d'autre part ;

■ La Réglementation des Changes fait une différence entre les « résidents » dont le centre d'intérêt économique principal est situé dans la CEMAC, et les entités situées dans des pays autres que ceux de la CEMAC (« non-résidents »), les résidents de la Zone Franc étant assimilés aux Résidents, sauf dans le cas de transactions relatives à l'or, à certains prêts, investissements directs et transactions portant sur les valeurs mobilières étrangères, ainsi que celles portant sur l'exportation et le rapatriement de leurs recettes ;

■ Les transferts de fonds de la CEMAC sont assujettis à une commission de transfert perçue par les banques locales, le montant de ces commissions étant défini par chaque banque mais ne devant cependant pas dépasser 0.25 % des fonds transférés à l'intérieur de la CEMAC et 0.50 % des fonds transférés à l'étranger ;

■ L'importation de devises étrangères est libre, toutefois, lorsqu'elle est réalisée par un Intermédiaire Agréé, ces importations sont sujettes à un droit de timbre de 0.01 % de leur valeur faciale.

### 2 Zone UEMOA

■ L'Union Économique Monétaire d'Afrique de l'Ouest est composée de huit États : Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée Bissau, Mali, Niger, Sénégal, Togo ;

■ Les règlements financiers et mouvements de capitaux entre l'UEMOA et l'étranger, ainsi que les opérations de change manuel dans l'UEMOA, ne peuvent s'effectuer que par l'entremise de la BCEAO, de l'Administration des postes ou d'une banque intermédiaire agréée ;

■ Tous les transferts à destination de l'étranger sont soumis à la présentation de pièces justificatives à l'intermédiaire chargé du règlement ;

■ Aucune autorisation préalable n'est exigée pour les emprunts contractés par les entreprises pour financer les importations ou exportations, ou pour ceux contractés par les intermédiaires agréés ou encore par les entreprises industrielles dont le but est de financer des opérations exécutées à l'étranger.



# LES PARTENAIRES DU "LIVRE BLANC"

## AMETHIS FINANCE



Amethis Finance est un fonds d'investissement dédié au continent africain, créé en 2012 par Luc Rigouzzo et Laurent Demey, en partenariat avec le groupe Edmond de Rothschild. Depuis sa première levée de fonds, Amethis Finance dispose d'une capacité d'investissement globale de plus de 500 millions de dollars.

Amethis Finance offre un éventail complet d'instruments financiers à long terme : fonds propres, quasi-fonds propres et dette à long terme, avec des objectifs et critères d'intervention exigeants en matière de développement social, environnemental et de gouvernance.

Fort de son équipe de 17 professionnels travaillant depuis ses bureaux de Paris et d'Abidjan, Amethis Finance se positionne comme investisseur minoritaire accompagnant des PME africaines à haut potentiel en leur offrant un appui stratégique complémentaire de son soutien financier.

**Luc Rigouzzo et Laurent Demey, Associés et Co-Fondateurs**

[www.amethisfinance.com](http://www.amethisfinance.com)

## CASABLANCA FINANCE CITY



Plateforme régionale liant le Nord et le Sud, Casablanca Finance City (CFC) est une initiative public-privé lancée en 2010, rayonnant sur l'Afrique du Nord, Ouest et Centrale. CFC vise à attirer les institutions internationales à investir et mener leurs activités dans la région, en leur offrant un environnement des affaires fluide aux standards internationaux.

Le Maroc et Casablanca ont les atouts stratégiques intrinsèques qui confortent cette ambition régionale : stabilité politique et macro-économique, liens historiques forts et privilégiés avec l'Afrique, connectivité aérienne inégalée avec une desserte de plus d'une trentaine de villes africaines, économie dynamique et résiliente, corpus légal et réglementaire moderne ou encore un pool de compétences de qualité.

CFC a mis en place un écosystème s'articulant autour de 4 catégories complémentaires d'entreprises ayant en commun une vocation africaine affirmée : les entreprises financières, les sièges régionaux et internationaux de multinationales, les sociétés holding et les prestataires de services professionnels. CFC accueille ces quatre catégories d'entreprises à condition de justifier d'une vocation régionale.

CFC est aujourd'hui une réalité opérationnelle forte de plus d'une centaine d'entreprises internationales labélisées (le fonds emblématique de la BAD « Africa 50 », Wendel, BNP Paribas, Accor, AIG, Ford, Huawei, Baker & McKenzie, Clifford Chance, Boston Consulting Group, PwC...). Ces prestigieuses institutions ont choisi Casablanca Finance City entre autres pour son écosystème fiable et convivial, ainsi que pour la proximité des marchés africains.

Pour attirer ces différentes catégories d'entreprises, CFC a mis en place une proposition de valeur attractive répondant aux attentes des acteurs économiques internationaux, intégrant notamment :

- Des facilités de doing business comprenant entre autres l'accélération et la simplification de plusieurs procédures administratives (création de sociétés, obtention d'agrèments, fast tracks pour visas, contrat de travail pour étrangers et titres de séjours), ainsi que la liberté de gestion des avoirs en devises étrangères.

- Un package fiscal dédié aux entreprises CFC et à leurs employés. À titre d'exemple, les institutions financières, les holdings et les sociétés de services professionnels sont totalement exonérées d'impôts sur les sociétés, au titre de leurs chiffre d'affaires à l'export et plus-values mobilières nettes de sources étrangères, pendant cinq ans puis imposées au taux réduit de 8,75% au-delà. Par ailleurs, les employés CFC bénéficient d'une imposition au taux de 20% sur l'ensemble du revenu brut pendant 5 ans.

Le capital investissement constitue un axe de positionnement majeur pour la place financière de Casablanca.

À ce titre, CFC offre une proposition de valeur dédiée aux fonds régionaux panafricains, ainsi qu'à leurs équipes de gestion.

CFC agit comme un catalyseur des réformes pour l'environnement des affaires et le secteur financier au niveau national et contribue au développement de Casablanca et à son rayonnement à l'international. Enfin, CFC encourage le dialogue sud-sud et facilite le doing business régional, à travers la mise en place de partenariats avec les agences de promotions des investissements de plusieurs pays africains (Côte d'Ivoire, Sénégal, Maurice, Cameroun, Congo, Burkina Faso, Guinée, Togo...)

En moins de 5 ans, CFC a fait son entrée dans l'échiquier des centres financiers internationaux et s'impose aujourd'hui comme la 2<sup>e</sup> place financière sur le continent dans le Global Financial Centres Index.

## DENTONS



Dentons dispose de 125 bureaux dans 50 pays, et compte plus de 6600 avocats. Notre équipe Private Equity conseille une clientèle diversifiée dans tous types d'opérations, du venture capital au capital-investissement et aux large-cap, en passant par les opérations small-mid cap avec ou sans effet de levier.

**Jean-Luc Bédos**, associé Dentons, codirige la pratique globale Private Equity du cabinet. Docteur en Droit et diplômé de Harvard, Jean-Luc a plus de 25 ans d'expérience du conseil des fonds d'investissement en Europe, au Maghreb et en Afrique.

jeanluc.bedos@dentons.com

T +33 1 42 68 93 73

**Vincent Lacombe**, associé Dentons, a plus de 15 ans d'expérience en tant que conseiller fiscal pour de grands groupes français et internationaux, et ce principalement en Afrique.

vincent.lacombe@dentons.com

T +33 1 42 68 91 45

**Patrick Larrivé**, associé Dentons et Managing Partner du bureau de Casablanca, a plus de 15 ans d'expérience du Private Equity dans la région MENA, au Moyen-Orient et en Afrique de l'Ouest.

patrick.larrive@dentons.com

T+212 522 43 73 00

## EY



EY est un des leaders mondiaux de l'audit, du conseil, de la fiscalité et du droit, des transactions. Avec 212 000 professionnels dans 151 pays, dont 5 500 en Afrique, notre expertise et la qualité de nos services contribuent à créer les conditions de la confiance dans l'économie et les marchés financiers.

EY est une organisation internationale. Mais plus encore, c'est un réseau mondial intégré : il nous permet de former des équipes multiculturelles, de mobiliser des experts efficacement et partout dans le monde et ainsi d'aborder les problématiques de nos clients de façon globale, qu'ils s'agissent de fonds d'investissement, de corporates ou d'acteurs étatiques.

Pour accompagner votre développement avec fluidité, nous avons en France des équipes spécialisées sur l'ensemble de l'Afrique et qui travaillent en coordination avec nos 33 bureaux africains. C'est la combinaison de notre réseau intégré, de nos compétences interculturelles, techniques, sectorielles, qui fait notre valeur ajoutée.

### **Hervé Jauffret, associé**

herve.jauffret@fr.ey.com

www.ey.com/fr

## FIDAL



Avec 1 400 avocats et des partenaires dans 150 pays, FIDAL est le premier cabinet d'avocats d'affaires en France et en Europe continentale.

FIDAL intervient depuis 93 ans dans tous les domaines du droit des affaires. Partenaires des grands groupes, des entreprises du middle-market, des collectivités publiques et des organismes à but non lucratif, nous intervenons dans tous les secteurs d'activité.

FIDAL dispose d'un triple rayonnement géographique unique sur le marché :

- National au travers de 90 bureaux en France,
- Européen avec un bureau à Bruxelles dédié aux affaires communautaires,
- International avec des équipes dédiées à la résolution des problématiques juridiques et fiscales de nature transfrontalière ; des relations étroites avec des partenaires dans 150 pays ; des implantations à l'étranger (Tunisie, Vietnam).

Pour plus d'informations :

### **Severine.Lauratet**

Severine.Lauratet@fidal.com

www.fidal.com - www.fidal-avocats-leblog.com

## KING & WOOD MALLESONS

KING & WOOD  
MALLESONS

Le groupe Afrique de KWM accompagne ses clients sur l'ensemble du continent.

Notre équipe pluridisciplinaire conseille l'ensemble des acteurs et notamment les groupes industriels, les investisseurs, les gouvernements et les institutions financières.

Nous intervenons dans les domaines du capital-investissement, de la création de fonds, des partenariats public-privé, des projets, du financement, du droit des sociétés, de la fiscalité et du contentieux/arbitrage.

Nous offrons en particulier une expertise dédiée en matière d'infrastructures, de transport, d'énergie, de télécommunications et médias.

Contacts :

**Richard Mugni**, associé, Energie & Infrastructures

**Nathalie Duguay**, associée, Création de Fonds

**Raphaël Béra**, associé, Fiscalité

## MAZARS



Mazars est une organisation internationale, intégrée et indépendante, spécialisée dans l'audit, le conseil et les services comptables, fiscaux et juridiques.

Au 1<sup>er</sup> janvier 2016, Mazars et ses correspondants fédèrent les expertises de 17 000 professionnels et servent leur clients – grands groupes internationaux, PME, investisseurs privés et organismes publics – dans 93 pays dont 77 via des bureaux intégrés à son partnership et 16 correspondants.

Le Groupe dispose d'une couverture supplémentaire dans 21 autres pays par le biais de l'Alliance internationale Praxity.

[www.mazars.com](http://www.mazars.com)

[www.linkedin.com/company/mazars](http://www.linkedin.com/company/mazars) • <https://twitter.com/mazarsgroup>

## PROCADRES INTERNATIONAL



Partenaire majeur des entreprises à la recherche de solutions de transition, Procadres International accompagne les dirigeants d'entreprises qui ont à conduire des projets complexes ou à faire face à des situations délicates. Procadres missionne les managers de transition nécessaires à la réussite des projets de transformation.

Procadres International est membre du CIAN (Conseil français des Investisseurs en Afrique). Premier cabinet de Management de Transition à rejoindre cette organisation, Procadres International développe depuis 2012 ses activités en Afrique.

Procadres International mobilise rapidement des managers de transition, experts à forte valeur ajoutée, avec une expérience africaine confirmée et développe un réseau de correspondants locaux pour y soutenir les projets de ses clients. Au Maghreb et en Afrique subsaharienne, Procadres International est intervenu sur des missions de direction générale et directions opérationnelles ou fonctionnelles.

Son expertise positionne Procadres International comme référence du management de transition.

**Laurent Agrech**, associé - [lagrech@procadres.com](mailto:lagrech@procadres.com)

[www.procadres.com](http://www.procadres.com)



## INVESTISSEUR DE LONG TERME EN AFRIQUE

Amethis Finance est un fonds d'investissement dédié au continent africain, disposant depuis sa première levée de fonds en décembre 2012 d'une capacité d'investissement de plus de 500 millions USD. Amethis Finance offre un éventail complet d'instruments financiers à long terme : fonds propres, quasi-fonds propres et dette à long terme, avec des objectifs et critères d'intervention exigeants en matière de développement social, environnemental et de gouvernance.

[www.amethisfinance.com](http://www.amethisfinance.com)

Paris, France et Abidjan, Côte d'Ivoire  
[contact@amethisfinance.com](mailto:contact@amethisfinance.com)

## BRVM

### AFRICAN STOCK MARKET CHAMPION FOR 2015

ONE OF THE BEST-PERFORMING STOCK MARKETS IN THE WORLD



La BRVM se classe en tête des bourses africaines en termes de progression de son indice de toutes les valeurs cotées (BRVM Composite) au 31 décembre 2015.

Ce positionnement de la BRVM est le fruit de la stratégie de promotion régionale et internationale déployée depuis plus de trois ans par ses dirigeants. Il traduit également les atouts de l'intégration, de la stabilité financière et montre les bénéfices de l'innovation.

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) est une bourse entièrement électronique, totalement intégrée, commune aux huit (8) pays de l'UEMOA : Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo. La BRVM est la 6<sup>ème</sup> bourse africaine en termes de capitalisation boursière (7 500 milliards de FCFA au 31 décembre 2015) et compte 39 sociétés cotées offrant de fortes rentabilités.

DC / BR

DEPOTISSE CENTRAL / BANQUE DE RELEVEMENT  
Abidjan et Cotonou

**BRVM**  
BOURSE REGIONALE DES VALEURS MOBILIERES  
Afrique de l'Ouest



CASABLANCA FINANCE CITY  
القطب المالي للدار البيضاء

# YOUR GATEWAY TO AFRICA'S POTENTIAL

- At the crossroads between Europe, Africa and America
- Access to a pool of international investors through a single entry point
- Significant tax incentives
- Free repatriation of capital and profits for foreign investors
- 100 % foreign ownership authorised
- World class real estate offer and strong transport network
- A vibrant living environment and life style

For general inquiries call :  
+212 (0) 5 20 30 03 80/81  
Email : [contact@cfca.ma](mailto:contact@cfca.ma)

[www.casablancafinancecity.com](http://www.casablancafinancecity.com)

# Dentons. Aujourd'hui plus grand cabinet d'avocats au monde\*

Depuis plus de 50 ans, Dentons est présent en Afrique avec quatre bureaux au Caire, au Cap, à Johannesburg et à Casablanca. Cabinet leader en Private Equity, Dentons intervient dans toutes les régions francophones, anglophones et lusophones du continent africain.



Jean-Luc Bédos  
Paris/Casablanca  
T +212 5 22 43 73 00  
jeanluc.bedos@dentons.com

Patrick Larrivé  
Casablanca  
T + 212 5 22 43 73 00  
patrick.larrive@dentons.com

Vincent Lacombe  
Associé Fiscaliste  
T +33 1 42 68 91 45  
vincent.lacombe@dentons.com

Olivier Genevois  
Associé — Structuration de Fonds  
T +33 1 42 68 49 13  
olivier.genevois@dentons.com

大成 DENTONS

dentons.com

© 2016 Dentons. Dentons is a global legal practice providing client services worldwide through its member firms and affiliates. Please see dentons.com for Legal Notices.

\*Acritas Global Elite Law Firm Brand Index 2013 - 2015.



Building a better working world

# Quel est le chemin le plus court vers les opportunités en Afrique ?

Le réseau international d'experts géographiques et sectoriels et les 5 500 collaborateurs d'EY sur le continent africain vous aident à identifier ces opportunités et à en tirer le meilleur parti.

EY | Audit | Conseil | Fiscalité & Droit | Transactions

Contact :  
Christophe Hémerly, +33 6 88 38 40 93, [christophe.hemery@fr.ey.com](mailto:christophe.hemery@fr.ey.com)

■ ■ ■  
The better the question.\*  
The better the answer.  
The better the world works.

\* Une question pertinente. Une réponse adaptée.  
Un monde qui avance.

© 2015 Ernst & Young Associates - Tous droits réservés - Studio EY France - 451136550 ED 0916



## FIDAL PREMIER CABINET D'AVOCATS D'AFFAIRES EN FRANCE

**VOUS ACCOMPAGNE DANS VOS PROJETS  
EN AFRIQUE**

**UNE PRISE EN COMPTE DES BESOINS  
SPÉCIFIQUES DE L'AFRIQUE**

**ACCOMPAGNEMENT  
ET CONSEILS AUX ENTREPRISES  
ET AUX FONDS DANS  
LEURS INVESTISSEMENTS  
EN AFRIQUE**

**APPUI AUX INSTITUTIONS  
MULTILATÉRALES DE  
DÉVELOPPEMENT  
EN AFRIQUE**

**ASSISTANCE TECHNIQUE  
ET CONSEILS DANS  
LA MISE EN PLACE  
DE CADRES JURIDIQUES  
ADAPTÉS**



**FIDAL**  
4-6, avenue d'Alsace  
92982 Paris La Défense Cedex  
Tél : 01.46.24.30.30 - Fax : 01.46.24.30.32

**VOS CONTACTS SUR L'AFRIQUE :**  
Fiscal : Séverine Lauratet - severine.lauratet@fidal.com  
Juridique : Jean Oriou - jean-sebastien.oriou@fidal.com

[www.fidal.com](http://www.fidal.com)



KING & WOOD  
MALLESONS

The Power of Together

# LA BONNE CONNEXION

Grâce à notre expertise de premier plan, nos avocats spécialisés vous conseillent sur l'ensemble de vos projets en Afrique.

Nous déployons nos ressources et un réseau local de professionnels pour accompagner la réussite de vos investissements sur le continent.

**KWM, notre connaissance de l'Afrique  
au service de vos ambitions.**

[kwm.com](http://kwm.com)

King & Wood Mallesons AARPI est une Association d'Avocats à Responsabilité Professionnelle Individuelle, régie par le Barreau de Paris.  
Toque R278 Membre d'une association agréée. Siret: 438 807 760 00022. Notre association fait partie du réseau King & Wood Mallesons.  
Voir [www.kwm.com](http://www.kwm.com) pour plus d'information.



# MAZARS EN AFRIQUE



2 300  
collaborateurs



44  
bureaux

## DES SOLUTIONS A FORTE VALEUR AJOUTEE ADAPTEES AUX PROFESSIONNELS DU PRIVATE EQUITY

Mazars, grâce à un puissant maillage territorial, a la capacité de servir ses clients sur **l'intégralité du continent africain**. Les équipes pluridisciplinaires de Mazars en Afrique proposent une offre complète de services, adaptée aux professionnels du Private Equity :

- **Audit financier**
- **Financial Advisory Services**
- **Accompagnement comptable et financier**
- **Consulting**
- **Fiscalité**
- **Juridique**

MAZARS EST UNE ORGANISATION INTERNATIONALE, INTÉGRÉE ET INDÉPENDANTE, SPÉCIALISÉE DANS L'AUDIT, LE CONSEIL ET LES SERVICES COMPTABLES, FISCAUX ET JURIDIQUES. AU 1<sup>ER</sup> JANVIER 2016, MAZARS FÉDÈRE LES EXPERTISES DE 17.000 PROFESSIONNELS ET SERT SES CLIENTS – GRANDS GROUPES INTERNATIONAUX, PME, INVESTISSEURS PRIVÉS ET ORGANISMES PUBLICS - DANS LES 77 PAYS DE SON PARTNERSHIP INTÉGRÉ.

---

### CONTACTS

**Danièle BATUDE,**  
Associé Mazars  
Tél. : +33 1 49 97 62 25  
Email : [daniele.batude@mazars.fr](mailto:daniele.batude@mazars.fr)

---



**PROCADRES**  
INTERNATIONAL

POUR UNE **AFRIQUE** DES ENTREPRENEURS



**LE BON MANAGER, SANS DÉLAI,  
POUR RÉPONDRE À VOTRE URGENCE**

PROCADRES INTERNATIONAL, spécialisé dans le Management de Transition accompagne les entreprises dans l'exécution de projets de transformation à forts enjeux : développement, amélioration des performances, restructuration et redressement.

PROCADRES INTERNATIONAL est membre de l'AFIC (Association Française des Investisseurs pour la Croissance), du CIAN (Conseil français des investisseurs en Afrique) et également de TMG (the Transition Management Group), un des premiers réseaux européens de Management de Transition.

[www.procadres.com](http://www.procadres.com)

Welcome to Your Advisor to  
**Africa Private Equity Investing**



**KUSUNTU**  
**PARTNERS**  
**CONNECTING FRONTIER CAPITAL**

Our Services include :

- Information Provision
- Investment Advisory
- e-Match Making

Kusuntu Partners is the trademark for SISCIA SAS, a French Registered Financial Investment Advisor under the number ORIAS 15001877.

Member of the CNCIF, a professional trade association registered with the French Financial Market Authority (AMF).

## REMERCIEMENTS

Les éditorialistes, les rédacteurs,

Les soutiens depuis le début : Lionel Zinsou,  
Co-Président de la Fondation AfricaFrance,  
Paris Europlace, la BRVM, l'AMIC,  
Casablanca Finance City, Kusuntu Partners  
et de nombreux acteurs du capital-investissement  
en Afrique.

Nos bientôt 250 membres.

Remerciements particuliers à l'AFIC et ses équipes  
qui ont permis et accompagné la création, puis le  
développement du Club Afrique de l'AFIC :  
Michel Chabanel, Paul Perpère, Thomas Stélandre,  
Emilie Tuz, Nadia Kouassi Coulibaly, Céline Buanic,  
Katia François et les autres.

-----

La charge de l'animation et des publications du Club  
Afrique est assumée par l'AFIC, sans recours à des  
cotisations, mais avec la bienveillante contribution  
de nos partenaires à l'occasion de la publication  
de ce « Livre blanc ».

Conception, création : Capmot

Édition : avril 2016



ASSOCIATION FRANÇAISE  
DES INVESTISSEURS  
POUR LA CROISSANCE

AFIC – Association Française des Investisseurs pour la Croissance

La Maison du Capital Investissement  
23 rue de l'Arcade  
75008 Paris

[www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr)

Tél. : 01 47 20 99 09 – Fax : 01 47 20 97 48

Retrouvez-nous en ligne sur [www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr), sur  @AFICasso et sur 





ASSOCIATION FRANÇAISE  
DES INVESTISSEURS  
POUR LA CROISSANCE



**AFIC – Association Française des Investisseurs pour la Croissance**

La Maison du Capital Investissement  
23 rue de l'Arcade  
75008 Paris

[www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr)

Tél. : 01 47 20 99 09 – Fax : 01 47 20 97 48

Retrouvez-nous en ligne sur [www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr), sur  @AFICasso et sur 