



**Société d'investissement à  
l'initiative de la diaspora africaine**

**Guide pratique :  
Le capital investissement**



# EDITO

**Ciwara Capital** est une société d'investissement qui investit dans les PME en Afrique.

## **Notre initiative fait suite à plusieurs constats :**

- Les entreprises font face à un manque de financement important en Afrique
- La diaspora veut contribuer autrement au développement de son continent d'origine, notamment au niveau économique.

Fort de ces constatations, un noyau dur de membres de la diaspora a initié Ciwara capital. Son objectif est de regrouper des investisseurs membres de la diaspora pour développer durablement le secteur privé du continent.

Par ailleurs, Ciwara souhaite aussi vulgariser le capital-investissement pour les membres de la diaspora et les entrepreneurs africains.

## **Un guide pourquoi faire ?**

Pour répondre aux premières questions des entreprises tentées par ce type de financement et des personnes souhaitant investir dans les PME, Ciwara a réalisé ce guide synthétique qu'elle veut pratique et pédagogique.

Nous remercions nos partenaires dans cette initiative : Investisseurs & Partenaires et le Fonds international pour le développement agricole (FIDA).

Bonne lecture !

# SOMMAIRE

## **01 Le capital-investissement, qu'est-ce que c'est ?**

- Définition
- Les avantages du capital-investissement
- Comment ça fonctionne

## **02 Le capital-investissement en pratique**

- Investir
- Accompagner la croissance de la PME
- Sortir
- Les éléments de rémunération et la fiscalité
- Comment le risque est mitigé

# LE CAPITAL-INVESTISSEMENT, QU'EST-CE QUE C'EST ?

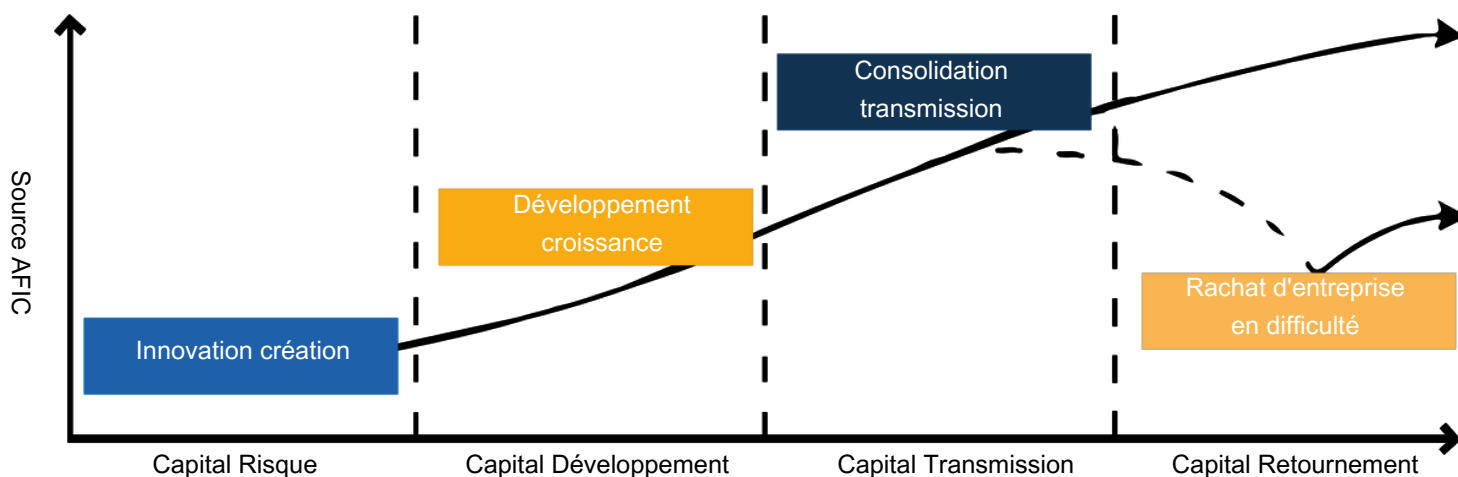
## 1) Définition

Le capital-investissement (ou private equity) regroupe l'ensemble des opérations qui consistent notamment à prendre des participations au capital de sociétés non cotées en bourse.

**Il regroupe plusieurs types de métiers :** capital innovation (amorçage, capital-risque, capital croissance), capital développement, capital transmission (LBO), ou encore le capital retournement.

**Ces prises de participations sont effectuées par des professionnels spécialisés** ayant comme principal objectif la réalisation de plus-values dans un délai généralement compris entre 5 et 7 ans.

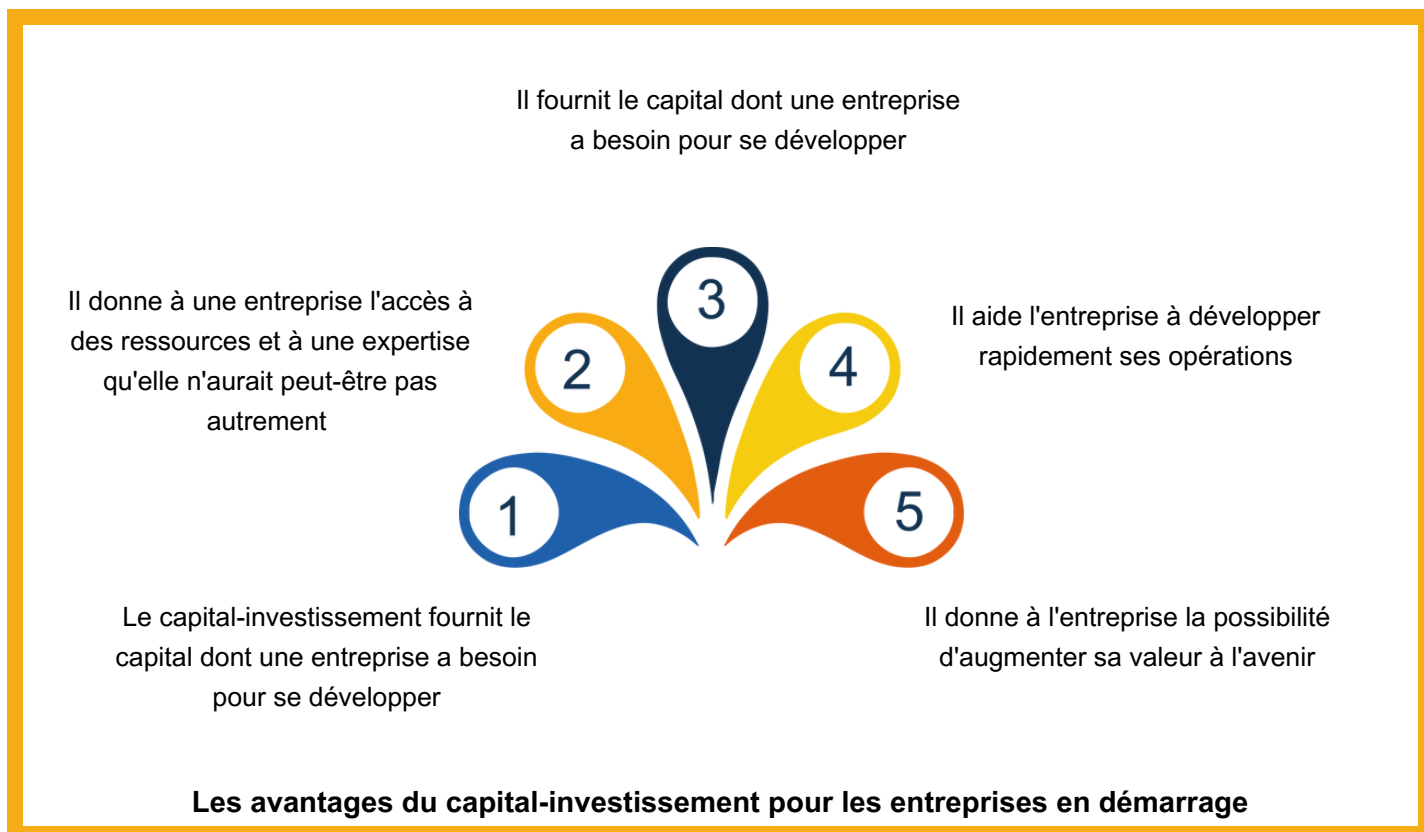
Différents fonds de capital investissement sont actifs sur le marché. Certains sont spécialisés sur des secteurs d'activité précis (bio technologie, technologie de l'information, Green techs, etc.) et d'autres sont plus généralistes.



## 2) Les avantages du capital-investissement

Le capital investissement est un outil d'accompagnement de la croissance des entreprises à long terme.

- **Rester, en moyenne, entre 5 et 7 ans au capital d'une même entreprise permet de l'accompagner dans la durée afin qu'elle puisse se développer**, gagner des parts de marché, rationaliser sa gestion, etc., et créer de la valeur. L'investisseur ne se contente pas de faire de l'achat et de la vente de parts de capital, il peut apporter ses compétences, son savoir-faire ou son expérience au développement de l'entreprise. Bien souvent, l'investisseur participe aux organes de gouvernance des sociétés de son portefeuille, exerçant ainsi un droit de regard.
- En contrepartie d'un horizon d'investissement plus long, les fonds de capital investissement peuvent générer des rendements attractifs au travers des plus-values réalisées au moment de leur sortie. Ils peuvent surperformer d'autres classes d'actifs, mais à condition d'accepter une durée d'investissement plus longue et une liquidité limitée.

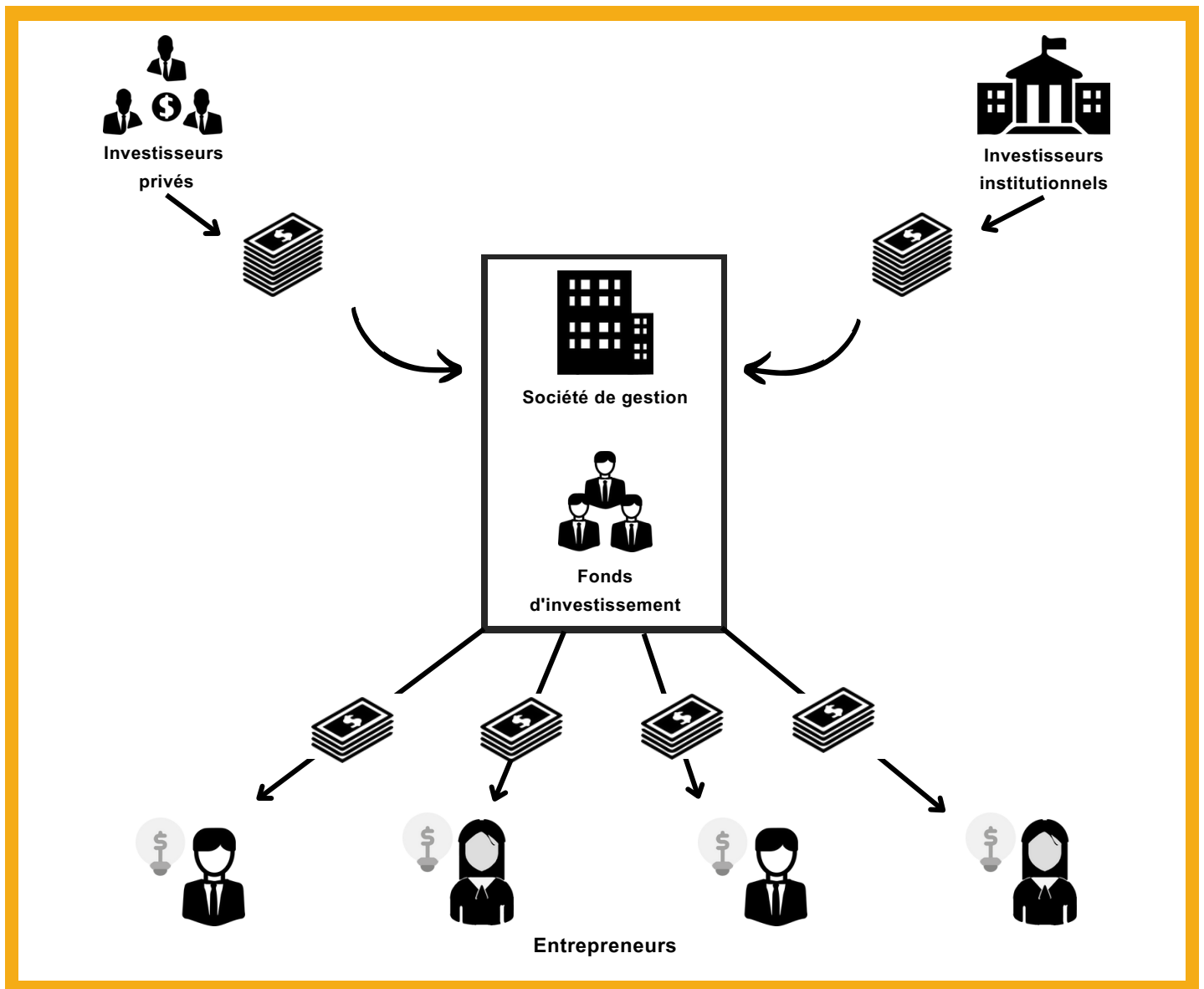


### 3) Comment ça fonctionne ?

#### a) Les principaux acteurs du marché :

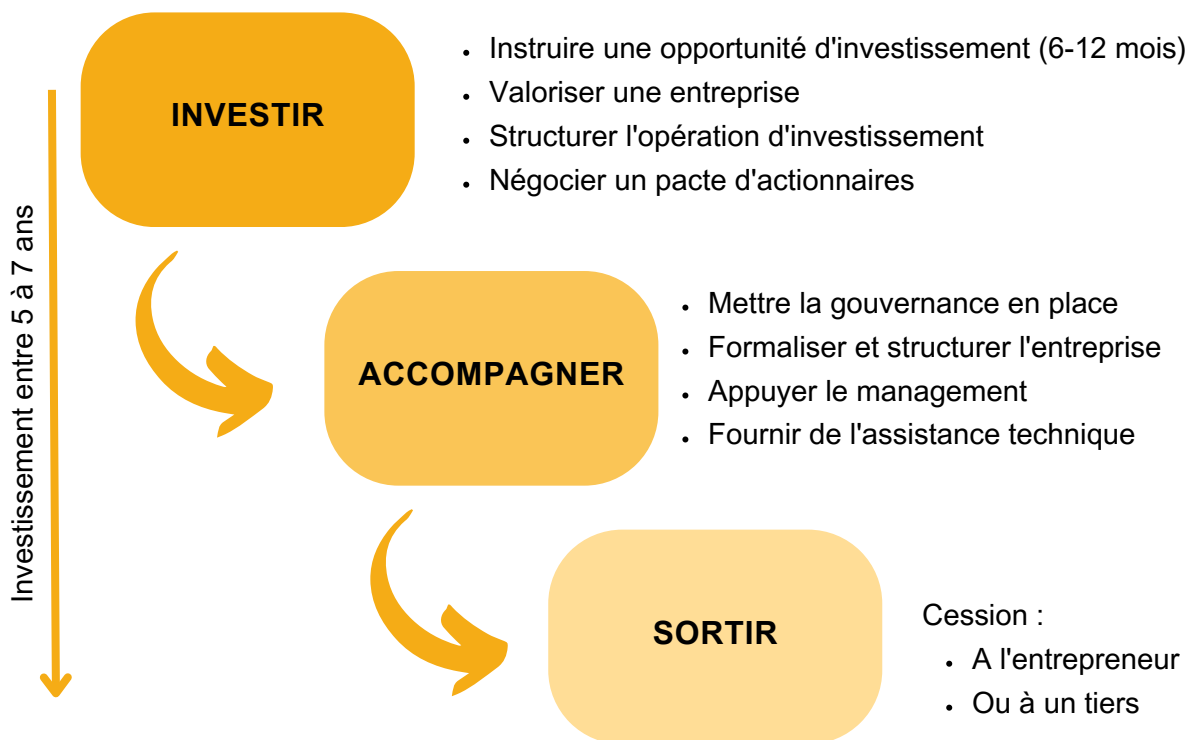
- **Les investisseurs dans les fonds d'investissement (Limited Partners ou «LPs») :** ce sont les investisseurs qui mettent à disposition un apport numéraire dans le fonds d'investissement. Ils en sont alors les actionnaires. Ils peuvent être privés (particuliers ou entreprises) ou institutionnels
- **Les sociétés de gestion :** elles investissent les capitaux confiés par les LPs. Leur rôle est indispensable car les investisseurs n'ont en général ni les moyens, ni les compétences, pour exercer ce métier. Ces intermédiaires prospectent donc les sociétés cibles, étudient leurs projets, analysent leur croissance estimée, et choisissent les sociétés dans lesquelles investir.
- **Les entrepreneurs :** ce sont les créateurs ou développeurs d'entreprises qui cherchent des fonds propres pour engendrer un effet de levier sur la croissance de leur entreprise
- **Les acheteurs :** ils interviennent au moment de la sortie de l'investisseur en capital : ce sont les entrepreneurs eux-mêmes ou des tiers.

#### b) Fonctionnement classique d'une structure de capital investissement



# LE CAPITAL-INVESTISSEMENT EN PRATIQUE

Le cycle d'investissement en capital est structuré en trois phases principales comme présentées ci-dessous : investir, accompagner et sortir.



**Investir/Accompagner la croissance de la PME/Sortir** : ces trois temps chronologiques sont en réalité imbriqués. Par exemple, le mécanisme de sortie est abordé dès le processus d'instruction et préparé dans le pacte d'actionnaires.

# 1) Investir

## a) Instruire une opportunité d'investissement :

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

Il faudra notamment interroger dans le détail :



- **L'entrepreneur**, son parcours, sa vision, ses compétences



- **La performance historique de l'entreprise** et le chemin déjà réalisé pour le projet d'investissement



- **Le marché et l'avantage concurrentiel de l'entreprise**, notamment face à la concurrence informelle et aux importations



- **Les moyens humains et techniques** de mise en œuvre du projet



- **Le modèle financier**



- **La gestion des risques sociaux et environnementaux** et le potentiel d'impact de l'entreprise (surtout dans le cas d'un fonds d'investissement à impact)



Du fait de la rareté des incubateurs et accélérateurs dans la plupart des pays d'Afrique, et de la connaissance limitée des standards d'un investisseur en capital, même les projets les plus prometteurs restent peu mûrs pour un investissement. **L'instruction est non seulement une phase d'analyse, mais aussi de renforcement de l'entreprise.** En même temps qu'il réalise ses diligences, le capital-investisseur joue en réalité un rôle de conseil et de maturation : il aide les entrepreneurs à identifier ses besoins, les prioriser et réduire les risques de leurs projets pour mieux absorber un financement.

Ainsi, le niveau d'implication de l'investisseur est souvent élevé : il contribue à la définition de la stratégie, à la construction du business plan, à l'étude de marché et au choix technologique le cas échéant. **Cette période de 6 à 12 mois est très intense pour les entreprises et demande beaucoup de temps aux entrepreneurs et à leurs équipes** : il n'est pas rare que cet effort se fasse au détriment de la performance de l'entreprise et l'investisseur doit rester vigilant sur ses exigences.

## **b) Valoriser une entreprise**

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

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

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

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

- **Valorisation par les fonds propres de l'entreprise** : cette méthode patrimoniale évalue l'entreprise en calculant la différence entre les actifs et les dettes au bilan comptable. Elle détermine aussi le surplus éventuel de valeur « immatérielle » par rapport à sa valeur comptable
- **La méthode des multiples** : elle définit la valeur d'une entreprise par un multiple de sa marge opérationnelle ou de sa marge nette (par exemple, 7 fois le résultat net). Elle peut prendre exemple sur les formules de valorisation utilisées dans des opérations d'investissement comparables, c'est-à-dire réalisées dans des secteurs et/ou pays similaires.
- **La méthode DCF (Discounted Cash-flows, flux futurs actualisés)** : cette méthode détermine la valeur d'une entreprise à partir des prévisions de rentabilité futures ; elle dépend des hypothèses de croissance choisies dans le business plan.

### **c) Structurer une opération d'investissement**

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

Plusieurs modèles de financement de la petite entreprise se sont développés : certains investisseurs financent les petites entreprises principalement au moyen de participations en capital, et d'autres utilisent plus largement les outils de dette. **En réalité, la plupart des opérations d'investissement combinent ces instruments.**

#### **Les 2 types d'instruments financiers utilisés :**

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

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

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

- Investir sur le long terme
- Adapter les instruments financiers à la vision de l'entrepreneur
- Adapter les instruments financiers à la performance de l'entreprise

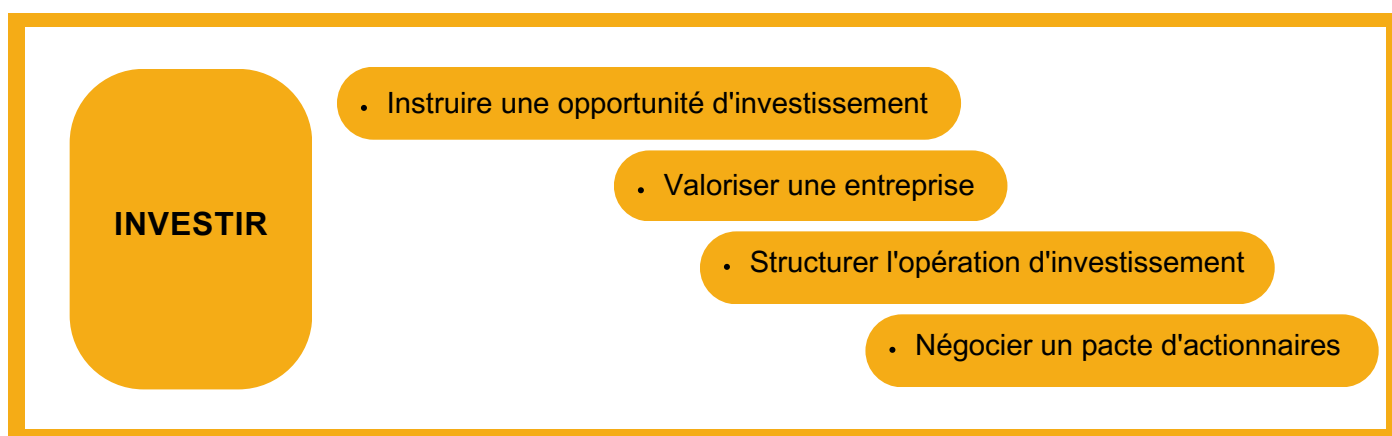
**Au cours de l'instruction, l'investisseur et l'entrepreneur s'accordent sur un « term sheet » (protocole d'accord)** qui présente les principales données de l'investissement : le montage financier, les projections financières, les règles de gouvernance, le mécanisme de sortie et la valorisation de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

#### d) Négocier un pacte d'actionnaires :

Le pacte d'actionnaires est un contrat privé passé entre les actionnaires d'une société : en complément des statuts auxquels il est subordonné, il permet de définir les relations entre actionnaires et de faire respecter les volontés et consensus trouvés entre les actionnaires au moyen de clauses portant sur l'organisation des pouvoirs, l'émission et le transfert des actions, le mécanisme de sortie de l'investisseur, etc. Il est utilisé de manière systématique par les capital-investisseurs. L'investissement en capital est encore peu connu en Afrique. Le capital-investisseur est souvent le premier actionnaire non-familial qui entre au capital des petites entreprises. Les clauses standards d'un pacte d'actionnaires peuvent donc être perçues avec incompréhension ou méfiance par les entrepreneurs. **Le capital-investisseur doit faire preuve de pédagogie pour expliquer les clauses du pacte d'actionnaires et accompagner la découverte de ces éléments nouveaux pour les entrepreneurs.**

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

- **L'adaptation à la vision de l'entrepreneur**, notamment sur la sortie de l'investisseur : certains entrepreneurs ont une vision patrimoniale de leur société : ils souhaitent accueillir un partenaire institutionnel pour quelques années, puis racheter ses actions. D'autres entrepreneurs préfèrent ouvrir leur capital sur le plus long terme car ils prennent goût au travail avec des associés.
- **L'alignement des intérêts des actionnaires et du management**
- **La protection des intérêts de l'actionnaire minoritaire**



## 2) Accompagner la croissance de la PME

Une fois le partenariat avec l'entrepreneur noué, démarre la seconde phase du cycle d'investissement : l'accompagnement, qui répond à un besoin important des petites entreprises à fort potentiel. Alors que les fonds d'investissements classiques – ceux qui interviennent dans de grandes entreprises structurées – accompagnent surtout leurs participations dans le cadre du conseil d'administration, **les petites entreprises requièrent un appui beaucoup plus rapproché. En recevant un investissement significatif et en entamant une phase de croissance forte, celles-ci se retrouvent généralement surchargées et en manque de compétences.**

### **a) Mettre en place une gouvernance :**

Il n'est pas simple pour l'entrepreneur, notamment en Afrique, d'ouvrir son capital ;

**Ciwara Capital et ses partenaires sont actionnaires minoritaires** et peuvent rassurer l'entrepreneur en ce sens. Un travail de mise en place de la gouvernance avec l'entrepreneur est mis en place.

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

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

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

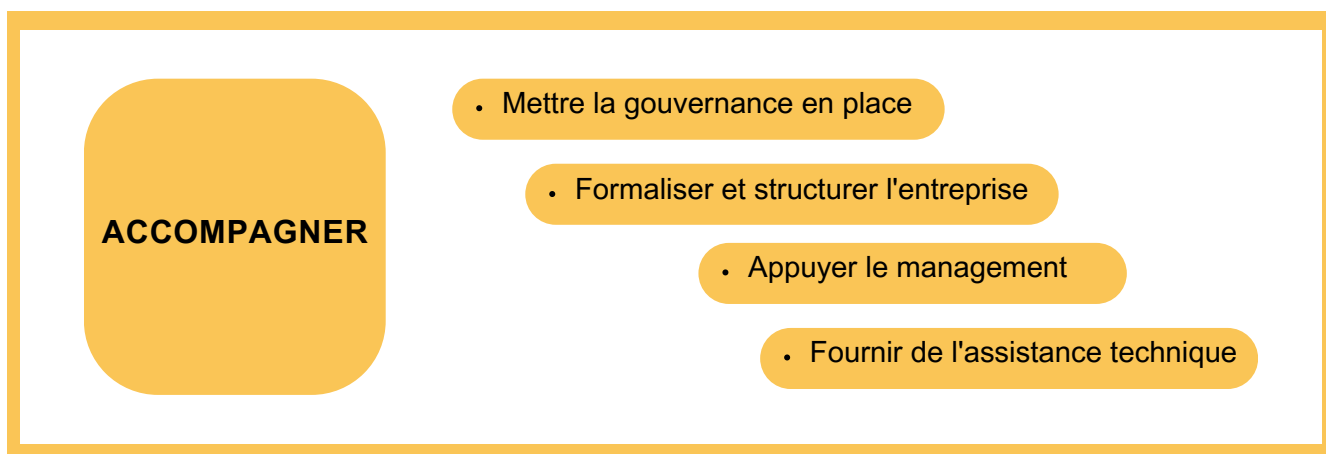
## **b) Formaliser et structurer l'entreprise**

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

- **La conformité légale, sociale et fiscale** de la société
- **L'obtention d'une information comptable et financière fiable**, notamment en aidant à la mise en place d'un Solde Intermédiaire de Gestion (SIG) performant, adapté à l'entreprise

## **c) Appuyer le management**, notamment sur :

- **La stratégie** : stratégie marketing et commerciale, processus budgétaire, expansion géographique, ouverture de filiales, mise en place de partenariats, etc.
- **La gestion financière** : formation et accompagnement d'un responsable financier ou d'un DAF, amélioration des procédures comptables et financières, relations avec les partenaires bancaires, optimisation du mix produit et des marges, etc.
- **L'organisation** : ressources humaines, procédures internes, certification, etc.
- **Le développement commercial** : contractualisation avec des clients importants, identification de débouchés à l'export, réponse à des appels d'offres, mise en place d'un plan d'action commerciales, etc.
- **La recherche de l'expertise technique** nécessaire en dehors des compétences de l'investisseur
- **La mobilisation de financements additionnels**



### 3) Sortir

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

Si les introductions en bourse restent bien sûr très rares, plusieurs options alternatives peuvent être envisagées parmi lesquelles deux cas opposés se distinguent :

- **Cession à l'entrepreneur ou aux autres actionnaires existants :**

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

- **Cession à un tiers :**

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

Plusieurs tendances lourdes sous-tendent l'émergence d'une gamme d'acquéreurs potentiels pour des participations dans les PME africaines :

- La multiplication des fonds d'investissements et des « impact investors »
- L'émergence de groupes industriels régionaux et panafricains
- Un regain d'intérêt pour l'Afrique par le secteur privé international

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

SORTIR

- Cession à l'entrepreneur

- Ou cession à un tiers

## 4) Les éléments de rémunération

Il existe 3 types de rémunération :

### Plus-values sur cessions d'actions

Suivant la performance opérationnelle et financière du véhicule et ses perspectives stratégiques et financières, les actions détenues par l'investisseur prennent de la valeur.

Après une période de détention donnée, l'investisseur peut alors céder sa participation à une valeur supérieure à son investissement initial.

Les événements de liquidité peuvent se présenter sur deux formes :

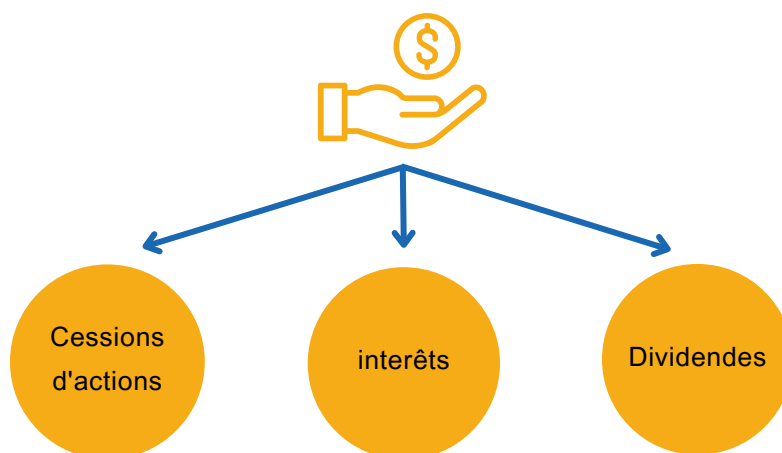
- Cession à un autre investisseur (ancien ou nouveau)
- Rachat par le véhicule d'une partie de ses actions, à partir du moment où il est rentable (à annuler par la suite) (SAS à capital variable)

### Dividendes en rémunération des actions détenues

- Ils sont distribuables seulement quand la société deviendra profitable et aura reconstitué ses fonds propres
- Sont ordinairement distribués proportionnellement au niveau de participation
- Peu élevés les premières années, ils augmenteront avec les revenus de la société sur le long terme
- Il est possible de mettre en place des actions de préférence pour rémunérer une certaine catégorie d'actions (les fondateurs, par exemple)

### Intérêts perçus pour les prêts accordés au véhicule d'investissement

- Perçus pour les prêts accordés au véhicule d'investissement
- Liquidité plus grande (avec un retour sur investissement plus court), rendement potentiel moins élevé que l'investissement en capital car le taux d'intérêt est fixé et doit être fixé de telle sorte que le véhicule puisse en faire un levier (2% par exemple)



## 5) Comment le risque est mitigé

Le capital-investisseur souhaitant soutenir les PME en Afrique est confronté à un certain niveau de risques :

- Ces structures évoluent dans des environnements incertains et souvent fragiles
- Par ailleurs, elles manquent souvent de fonds propres et de compétences internes nécessaires au développement de leur activité
- Les données financières concernant ces entreprises sont à challenger
- Le risque pays est à prendre en compte

Voici les principaux moyens de mitiger ces risques :

- Une sélection élevées des entreprises ; le capital-investisseur mène le processus de sélection et d'analyse avec rigueur dans la durée : il doit associer analyse stratégique, analyse des risques et analyse financière afin d'estimer la solidité et le potentiel de chaque projet
- La forte implication de l'investisseur pour accompagner l'entrepreneur : l'accompagnement de proximité joue un rôle déterminant
- La mobilisation de profils de grande qualité, consultants nationaux ou internationaux, qui apportent une valeur ajoutée élevée permettant d'accélérer la croissance des entreprises
- La mise à niveau du département comptable qui permet de réduire le risque de prendre de mauvaises décisions fondées sur des informations inexactes ou trop partielles, et de succomber à une crise de croissance mal anticipée
- L'investissement dans des secteurs diversifiés de manière à équilibrer son portefeuille en cas de ralentissement de l'activité dans un secteur spécifique
- L'investissement dans plusieurs pays pour mitiger le risque politique
- Le co-investissement : plusieurs fonds investissent dans une PME permettant ainsi de mutualiser les forces de chacun pour accompagner la PME dans son développement.