

ENQUÊTES

L'Afrique entre dans l'histoire du capital-investissement

mardi 18 décembre 2012

Luc Bontemps



L'étiquette de « région à risque » qui lui colle à la peau tempère encore les ardeurs des LPs. Mais le continent africain, porté par une croissance du PIB supérieure à 5 %, devient bien la nouvelle terre de conquête du private equity. Preuve en est l'intérêt que lui portent les Carlyle, KKR, BTG ou Wendel, tous attirés par les meilleurs TRI du monde.

« Oh ! les choses ont beaucoup changé avec notre actionnaire **Cauris**. Avant, on traitait directement ensemble ; aujourd'hui, il y a tellement de due diligences, de procédures, d'exigences... les avocats ont pris la main », plaisante **Mossadeck Bally**, devant l'audience d'une conférence dédiée au capital-investissement africain, co-

organisée par **Orrick Rambaud Martel** et le think tank **Kusuntu-Le-Club**, en novembre dernier. Le directeur général du réseau hôtelier **Azalai** sait bien que la nouvelle tournure de ses relations avec Cauris - un **fonds dédié à l'Afrique de l'Ouest**, qui réintègre son capital après six ans d'absence - n'a rien de particulier. C'est en fait toute l'industrie du private equity africain dont il illustre l'évolution. Une évolution rapide et qui n'est que le reflet d'une mutation bien plus grande, celle de l'économie africaine, que d'aucuns comparent déjà au réveil économique de l'Asie Orientale, trente ans plus tôt. « Nous sommes à un **point d'inflexion majeure** », assurait **Paul-Harry Aithnard**, un dirigeant d'**Ecobank** - la première banque panafricaine -, devant les 150 invités de la conférence. Première du genre, la manifestation se répétera à un rythme trimestriel. « La place parisienne était un peu en retrait sur le thème du capital-investissement africain, mais elle a pris conscience de son potentiel », constatait **Jean-Luc Koffi Vovor**, le président du Kusuntu-Le-Club.

DU DERNIER AU PREMIER RANG DE LA CLASSE

Aux plus sceptiques, rappelons que l'Afrique sub-saharienne sort déjà d'une période de croissance sans précédent. Depuis 2002 elle affiche un **taux de PIB compris entre 5 et 8 %**, sauf pour les années de crise 2009 et 2010, où elle a néanmoins montré sa résilience. Actuellement, elle compte **sept des dix économies les plus dynamiques au monde** (Ethiopie, Mozambique, Tanzanie, République démocratique du Congo, Ghana, Zambie, Nigeria). Et jusqu'en 2017, le FMI lui prédit un **taux de croissance moyen du PIB de 5,5 %**, le double de celui des pays développés. **Deux grands facteurs** ont permis à l'Afrique de sortir des derniers rangs de la classe. Primo, une nette **amélioration des termes de l'échange**, avec la hausse des prix des matières premières, dont elle regorge, conjuguée à la baisse des tarifs des produits manufacturés, dont elle est un importateur net. Secundo, une forte **augmentation de sa demande intérieure**, dans la



foulée de la révolution de modernisation de ses secteurs financier et télécoms. Résultat, ce qui hier pénalisait gravement l'Afrique est précisément ce qui la porte aujourd'hui sur le devant de la scène : sa **démographie**, dont elle peut enfin toucher les dividendes au lieu d'en payer les conséquences. Aujourd'hui estimée à un **milliard d'habitants**, sa population devrait atteindre 1,4 milliards d'ici 2025 et **2,1 milliards d'ici à 2050**. Voilà surtout ce qui capte l'attention des capital-investisseurs et les rend confiants. « Le private equity apporte exactement ce dont les entreprises africaines ont besoin : des fonds propres à long terme et des actionnaires professionnels », indique Lionel Zinsou, le président de PAI, d'origine franco-bénoise et fervent porte-voix de l'afro-optimisme (photo ci-contre). « Leur venue est en outre

encouragée par un couple rendement/risque attractif et par un cadre juridique qui fonctionne bien ou qui se met en place selon les pays », ajoute-t-il.

Prendre le relais des DFIs

Selon la base de données d'**AvanzaCapital**, un fonds spécialisé dans les pays émergents, le private equity africain comptait en août dernier **115 équipes**, pour 158 véhicules, et totalisaient **32,9 Md\$ de levées** depuis 2002. C'est modeste comparés aux 187 Md\$ collectés dans le même temps par les 427 véhicules que compte l'Asie « émergente ». De surcroît, il faut tenir compte d'une répartition géographique inéquitable, l'Afrique du Sud hébergeant **la moitié des GPs africains**, d'après Prequin (lire encadré ci-dessous). En outre, beaucoup d'entre eux n'auraient jamais vu le jour sans l'intervention des **DFIs (Development Finance Institution)**, comme **Proparco**, le bras financier de l'Agence Française de Développement pour le secteur privé. Adeptes de l'« impact investment », ces institutions ont historiquement représenté 60 % des levées en Afrique sub-saharienne, d'après l'**AVCA** (African Venture Capital Association). Et elles continuent de jouer un rôle vital, notamment dans l'**éclosion des first-time funds**.

Géographie des GPs africains

L'Afrique du Sud, qui compte pour un quart du PIB africain, héberge 53 % des équipes de capital-investissement qui oeuvrent sur le continent. Mais d'autres places financières émergent, comme les capitales économiques du **Kenya**, du **Ghana** et du **Nigeria**, qui accueillent ensemble 12 % des GPs africains - et concurrencent désormais l'Égypte et le Maroc (16 % à eux deux). A noter que l'île **Maurice**, avec 8 % des équipes, reste un lieu de domiciliation privilégié. « Elle bénéficie d'un bon environnement juridique et fiscale et il est facile d'y constituer un fonds », indique **Pierre-Yves Denez**, avocat of counsel chez **Orrick Rambaud Martel** (photo ci-contre). Le Luxembourg – où le véhicule d'Améthys Finance est établi - et Guernesey constituent également de bonnes bases pour les investisseurs européens dédiés à l'Afrique. « Il y a une vraie attention de la part des LPs concernant le lieu de domiciliation, et en particulier sur la question de l'agressivité fiscale. Ils recherchent un cadre juridique sécurisant », souligne **Laurent Klein**, responsable de la division fonds propres et participations de **Proparco**.

Progressivement les **investisseurs classiques prennent le relais des DFIs**, mais cela reste insuffisant au regard des besoins. Selon l'EMPEA (*Emerging Markets Private Equity Association*), les GPs sub-sahariens sont sous-financés, avec des montants collectés inférieurs aux sommes investies : 11 Md\$ contre 12,3 Md€ entre 2005 et 2011, à comparer des 26,3 Md\$ récoltés et 18,7 Md\$ placés par leurs homologues asiatiques sur la même période. « Les levées annuelles n'ont jamais dépassé le record établi en 2008, à 2,2 Md\$. Le marché peine à décoller », constate **Paul-Harry Aithnard** (voir historique des encours levés). Difficile en effet pour les GPs de communiquer leur optimisme aux LPs. « On sent pourtant chez eux un véritable intérêt pour le capital-investissement africain, du fait notamment qu'ils soient contraints d'aller chercher des relais de croissance ailleurs qu'en Europe. Mais beaucoup restent hésitants, en grande partie parce qu'ils connaissent mal l'Afrique », indique **Alexandre Alfonsi**, associé-fondateur de **Axonix Partners**, un agent et conseil en M&A (photo ci-contre). « En outre, les LPs trouvent plus facile et sécurisant d'aller, par exemple, en Inde ou en Asie orientale, où ils peuvent choisir entre plusieurs GPs établis, plutôt que de prendre le risque de soutenir des jeunes équipes africaines. A ce jour, ce sont les investisseurs privés fortunés et les fonds de fonds qui se montrent les plus téméraires », ajoute l'intermédiaire, qui épaula actuellement **Tuninvest**, dans sa collecte d'un nouveau véhicule de 200 M€. Sans surprise, les institutionnels américains et européens sont les plus durs à convaincre. « Ils commencent à s'y intéresser mais c'est encore très insuffisant. L'Afrique reste vraiment pour eux la dernière frontière », relève **Luc Rigouzzo**, ex-directeur général de Proparco, qui a fondé en 2011 **Améthys Finance**, en partenariat avec **La Compagnie Benjamin de Rothschild**. Dédiée à l'Afrique, sa structure est sur le point de clôturer un fonds de 300 M€, dans lequel les industriels et les family offices représentent deux tiers des engagements, contre seulement un tiers pour les institutionnels - essentiellement des banques françaises et méditerranéennes. Reste que les zinzins locaux ne montrent pas franchement l'exemple non plus. « Il faut absolument pousser les **fonds de pension africains** à davantage s'engager dans le private equity. Et aussi les inciter, en même temps d'ailleurs que les banques centrales, à sortir de leurs frontières et à ne plus se cantonner à leur marché domestique », indique **Paul-Harry Aithnard**.



« Ground zero »

Certes, l'Afrique ne représente encore qu'une part infime dans les levées **des pays émergents, 3,4 % en 2011**. Mais il faut relativiser les statistiques. Quand on part quasiment de zéro, deux milliards d'euros, c'est substantiel. « L'Afrique est peut-être la dernière de la classe du private equity mais elle en fait maintenant partie », traduit Lionel Zinsou. Meilleure preuve en est son apparition sur le radar des poids lourds de la profession. **Carlyle** y a récemment ouvert deux bureaux, à Johannesburg et à Lagos ; le brésilien **BTG** lui dédie un prochain fonds annoncé à **1 Md\$**, ce qui constituerait un record ; **KKR**, rapporte-t-on, vient de débaucher une pointure pour s'y lancer à partir de Londres ; et **Wendel** vient d'y réaliser son premier deal, en misant 125 M\$ dans l'équipementier télécom **nigérian IHS** (lire l'article). Le holding coté français considère désormais le continent noir comme une destination prioritaire dans la diversification géographique de sa filiale **Oranje Nassau Développement**, dédiée aux tickets **inférieurs à 200 M€**. En parallèle de l'arrivée des ces acteurs du large cap,



on constate aussi une évolution majeure des stratégies d'investissement. « Les GPs adoptent de plus en plus un profil à la fois panafricain et généraliste, alors qu'ils étaient jusqu'à présent très concentrés sur deux ou trois pays ou secteurs », note **Paul-Harry Aithnard**. Et cela moins dans un souci de diversifier ses risques que de capter plus largement la croissance. « Nous ciblons tout ce qui accompagne le développement de la **consommation urbaine, notamment les services financiers, les infrastructures et l'industrie agro-alimentaire**. Et nous couvrons tout le continent, avec l'intention d'allouer trois quart de nos fonds à l'Afrique de l'Ouest et de l'Est », précise le fondateur d'Améthys Finance (photo ci-contre).

LA CROISSANCE COMME EFFET DE LEVIER

Dans sa pratique, le capital-investissement africain reste une affaire relativement simple. C'est purement du capital-développement - pas de LBO -, dans un marché faiblement concurrentiel. « Le potentiel de croissance est tel, pas besoin d'être un génie, commente **Luc Rigouzzo**. Il suffit de choisir un acteur solide, efficace dans son secteur, et qui fait face à un mur de financement. S'il est bon au niveau national, il peut ensuite passer au stade régional. Il y a cependant une condition : il faut accepter de **jouer sur le long-terme**, pour pleinement capturer le rendement. » Si cela en effet ne semble pas sorcier, les deals ne tombent pas tout cuits pour autant. « Il faut se retrousser les manches. Ce sont essentiellement des opérations primaires qui nécessitent beaucoup de **travail d'approche et de formatage**, rappelle **Alexandre Alfonsi**. Mais une fois le deal mis en place, il est vrai que les choses avancent vite ; il suffit alors de

maitriser la croissance, ce qui un bon problème à avoir. » Outre une vision à long-terme, le marché africain nécessite de pouvoir **faire de la mezzanine**, et ce afin de rester minoritaire, étant donné l'importance des financements requis. L'année dernière, Axonia Partners a ainsi conseillé le sud-africain **Vantage Capital** à rassembler un fonds de **dette junior de 230 M\$** - « l'un des plus gros véhicules de ce type en 2011 », souligne Alexandre Alfonsi (voir les principales levées de fonds). Quant aux 300 M€ d'Amethis Finance, la moitié se compose de capital et l'autre de dette.

Le marché africain réclame également des moyens suffisamment importants pour pouvoir intervenir en **mid cap**. Le risque d'investir dans des petites PME est encore trop grand, et rares sont les équipes, en dehors de l'Afrique du Sud et du Maghreb, qui s'aventurent à se spécialiser dans le small cap. Le français **Investisseurs & Partenaires**, qui vient de fêter sa dixième année d'existence, fait partie de ces exceptions. Créé par **Patrice Hoppenot**, ancien cofondateur de **BC Partners**, il a historiquement misé **10 M€ dans 30 sociétés**, à raison de tickets compris entre **0,3 et 1,5 M€**. Piloté depuis 2011 par **Jean-Michel Severino**, ex-directeur général l'AFD, il a réalisé cet automne le **second closing de son deuxième fonds, à hauteur de 51,5 M€** - notamment souscrit par la Banque Africaine de Développement, la conglomérat CFAO et des particuliers. Poursuivant, au delà de la rentabilité, un objectif social et environnemental, Investisseurs & Partenaires ne prétend cependant pas atteindre les mêmes TRI que ses confrères.

Les meilleurs TRI du monde

Car ce sont bien les rendements qui constituent la principal attrait du continent africain. « Les meilleurs du monde », s'accordaient à affirmer les intervenants de la conférence d'Orrick Rambaud Martel et de Kusuntu-Le-Club. A titre d'indication, **International Finance Corporation** - le plus important DFI dédié aux pays émergents - a affiché un **TRI annuel moyen de 21,73 %** sur son portefeuille africain entre 2000 et 2010. Reste que la plupart des équipes sont encore trop jeunes pour présenter un track record significatif. Et de toute façon, ce ne sont pas les performances potentielles à propos desquelles les LPs ont des doutes, mais sur la capacité du marché à **produire des sorties**. « Cela soulève en fait le problème de l'inefficience des marchés des capitaux, en particulier de leur fragmentation. Il faut en effet inciter les Bourses du continent africain à davantage coopérer », souligne Paul-Harry Aithnard. Même sans pouvoir réellement compter sur les IPO, les GPs se montrent néanmoins optimistes. « En cinq ans, à la Proparco, nous n'avons jamais rencontré de problèmes », indique Luc Rigouzzo. « Sur 90 investissements, nous avons déjà réalisé une **quarantaine de sorties** sous toutes leurs formes », rassure



pour sa part **Brahim El Jai**, managing partner de **Maroc Invest, une filiale de Tuninvest**. Dans l'horizon à long terme où s'inscrivent les participations des GPs africains, ceux-ci ne ressentent pas la même urgence à fabriquer des sorties. « Sur notre marché, la clef du succès est la patience », rappelle l'investisseur marocain, dont le groupe affiche des **TRI compris entre 18 et 20 %**. Les forts taux de croissance aident en outre à patienter et à trouver des acquéreurs. « Après cinq ou six ans d'accompagnement, les entreprises ont encore souvent un potentiel de développement, ce qui rend plus facile les désinvestissements. On reçoit aussi beaucoup de sollicitations dans le cadre d'opérations de consolidation au niveau régional », rapporte **Pierre Carpentier**, directeur d'investissements

d'Investisseurs & Partenaires (photo ci-contre).

AFRIQUE = RISQUE

Aussi alléchants soient-ils, les rendements du capital-investissement africains ne font pas oublier les risques - sécheresse, corruption, conflits, gouvernance, etc. - qui peuvent vite prendre l'allure de dangers aux yeux des LPs occidentaux. Sans les ignorer, les professionnels rappellent qu'ils sont devenus largement exagérés. « Entre la perception du risque et sa réalité, il y a rapport de un à dix. Nulle part ailleurs dans le monde cette différence est aussi grande », regrette Luc Rigouzzo. Plus qu'une mauvaise évaluation, ce sont la mauvaise compréhension voire la **méconnaissance du terrain** qui sont en cause. Combien savent, par exemple, que l'état de la **Zambie** a émis des obligations à dix ans à un taux de **5,625 %** en septembre dernier, soit à un coût inférieur à celui de l'Espagne à la même période ! « La réalité du continent africain reste largement ignorée mais il y a un vrai travail de remontée d'informations à faire de notre part », concède Brahim El Jai. Concernant le risque politique, force est de constater que la conflictualité en Afrique a beaucoup baissé depuis le début des années 2000. Et que son impact n'est pas toujours aussi systématique. « En Côte d'Ivoire, où nous sommes restés durant la crise, notamment dans le secteur de l'énergie, le risque ne s'est pas matérialisé au niveau de nos investissements », constate **Laurent Klein**, responsable de la division fonds propres et participations de **Proparco**. En attendant que la réalité des faits se sache, certains y décèlent une aubaine : « Le couple rendement/risque apparaît d'autant plus attrayant que ce dernier est en réalité largement surévalué », déduit Lionel Zinsou.

Climat juridico-financier en mutation

D'aucuns estiment que ce sont moins les risques - réels ou perçus - que les **freins** qui pénalisent le développement de l'Afrique - des freins d'ordre juridique et législatif. « Beaucoup d'investisseurs et d'entreprises sont prêts à s'engager. Mais ce qui les rassurerait, c'est l'adoption de tout un **arsenal de règles** - fiscales, comptables, financières, boursières -, ainsi qu'une **harmonisation entre les législations**



des pays dans lesquels ils interviennent », analyse **Jean-Jacques Essombè**, avocat du cabinet parisien d'**Heenan Blaikie**, qui réalise un tiers de son activité en Afrique (photo ci-contre). « Heureusement, poursuit-il, la situation ne cesse de s'améliorer, notamment en Afrique francophone sous l'impulsion de l'Ohada (Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires). L'année dernière, par exemple, cette organisation a procédé à la refonte de l'Acte Uniforme relatif au droit des sûretés ; et, actuellement, elle est engagée dans une réforme de l'Acte Uniforme relatif au droit des sociétés commerciales et du groupement d'intérêt économique, en ce compris les aspects

concernant l'appel public à l'épargne. » Selon un rapport de la Banque Mondiale, 78 % des gouvernements sub-sahariens ont mis en œuvre, en 2011, des réformes pour réguler les relations commerciales - à l'instar de l'état ivoirien, qui a notamment ouvert la voie à la création de Tribunaux de Commerce. « Le climat des affaires reste encore difficile, mais il est vrai que l'Ohada a beaucoup facilité l'entrepreneuriat et les investissements », constate **Pierre Carpentier**, dont la structure intervient dans les pays francophones de l'Ouest et à Madagascar.

A trop se focaliser sur les atouts de l'Afrique, on pourrait aussi en oublier les graves carences dont elle souffre. Dans bien des régions, la plus grande attente, c'est l'électricité voire l'accès à l'eau. Le manque d'infrastructures ou leur vétusté - qui touchent aussi les réseaux routier et ferroviaire, les terminaux portuaires, les raffineries - peuvent sérieusement entraver le dynamisme du continent. « Ils constituent une menace, certes, mais aussi de formidables opportunités : l'Afrique peut devenir le **paradis des fonds d'infrastructures** », espère Lionel Zinsou.

UN PARTAGE DU GÂTEAU DISPUTÉ

En France, l'entrée de Wendel dans le nigérian IHS et l'éclosion d'Amethis Finance constituent probablement les signes avant-coureurs d'un mouvement d'intérêt plus général pour l'Afrique. De même que le sont, outre-Manche, la levée record d'un véhicule de **900 M\$ par Helios Investment Partners**, un GP dédié à l'Afrique créé par des **anciens de TPG**, ou le premier closing à **200 M\$** réalisé par **8 Miles**, le fonds du rocker et activiste irlandais **Bob Geldof**. Les Européens seraient d'ailleurs bien inspirés d'agir promptement s'ils tiennent à garder un rôle significatif dans leurs anciennes colonies, où non seulement les américains mais les asiatiques viennent leur tailler des croupières. En témoignent la récente **OPA de Toyota sur CFAO** - auquel Helios et PAI s'étaient intéressés - ou l'entrée en lice du coréen **KT** pour le **rachat de Maroc Telecom**, une filiale de Vivendi (voir [Bulletin hebdo Asie](#)). « Ces cas d'actifs repris aux mains d'européens seront de plus en plus fréquents, prévoit Lionel Zinsou. Car en plus de leur fort appétit pour l'Afrique, les américains et les asiatiques ont des capacités d'investissement parfois hors de portée des autres. Dans la redistribution des cartes, il faudra aussi compter sur les puissances émergentes, comme le **Brésil** ou **l'Inde**. Evoluant dans des écosystèmes très similaires à celui du continent africain, elles peuvent s'y montrer à leur avantage », ajoute-t-il. Le jeu est donc largement ouvert - auquel participent également les fortunes privées africaines, qui croient en effet leur pays, ce qui n'était pas le cas dix ans auparavant. En somme, le véritable risque pour les investisseurs français, serait de croire que l'Afrique n'est pas entré dans l'histoire.