

RAPPORT
Septembre 2023

Structuration d'un fonds pour les entreprises privées dans les secteurs de l'agriculture, de l'agro-industrie et de l'élevage en zone UEMOA

Ce document a été réalisé pour la Commission de l'UEMOA dans le cadre de la convention Ferdi-UEMOA.

➔ JEAN-MARC GRAVELLINI, responsable de la chaire Politiques de modernisation agricole en Afrique de la Ferdi, ancien Responsable de l'Alliance Sahel, ancien Directeur exécutif des opérations à l'Agence française de développement (AFD).




CHAIRE

Politiques de modernisation
agricole en Afrique

Résumé

Avec les pénuries et les tensions inflationnistes provoquées par la guerre en Ukraine, à la suite de la crise COVID, les enjeux de souveraineté et d'auto-suffisance alimentaires redoublent d'acuité, notamment en l'Afrique, un continent déjà confronté à une forte pression démographique. Pourtant, compte tenu des surfaces agricoles et du potentiel irrigable inexploités, l'Afrique pourrait nourrir sa population, voire constituer le grenier du monde.

Or le secteur agricole, agro-industriel et de l'élevage africain est chroniquement sous-financé : les gouvernements ne consacrent que 5 % du budget public au secteur agricole en Afrique de l'Ouest alors que les résolutions de Malabo de l'Union africaine (UA) avaient fixé l'objectif à 10 % ; en zone UEMOA, le secteur primaire, qui pèse pour 26 % du PIB, ne reçoit que 3 % des crédits bancaires et n'absorbe qu'encore trop peu de prêts à long terme pour financer des investissements structurants. Une étude d'ISF Advisors chiffre à 74 milliards US\$ par an le déficit de financement de PME dans l'agro-industrie en Afrique subsaharienne, soit 84 % du besoin de financement qui ne sont pas satisfaits.

Les causes de ce sous-investissement dans le secteur sont à chercher à la fois du côté de la demande et de l'offre de financement.

Les établissements de crédits se heurtent en effet à des asymétries d'information et des coûts de transaction élevés : absence d'historique de crédit et de données fiables sur la santé financière des emprunteurs, déficit des infrastructures physiques et de communication, faible adoption des outils de gestion de risques et de produits d'assurance, etc. L'offre de crédits est par ailleurs inadaptée : la maturité des prêts est trop courte pour financer les investissements ; la standardisation des produits financiers est incompatible avec la forte saisonnalité et la cyclicité des activités agricoles ; les exigences en matière de collatéral butent sur la surface patrimoniale très limitée des populations concernées (notamment des femmes) et la précarité des statuts fonciers.

Les investissements en capital, pourtant indispensables pour renforcer la gouvernance des filières et structurer des chaînes de valeurs, sont d'autant plus difficiles à mobiliser que la rémunération est non garantie, et le risque de perte et de liquidité du capital investi significatif. C'est sans compter les réticences des entrepreneurs à se faire diluer au capital face à des investisseurs peu enclins à bien valoriser la société compte tenu de l'importance des défis de structuration.

Quant aux institutions de développement dédiées au secteur privé (comme la SFI, Proparco, la DEG, le FMO, etc.), leur gestion prudentielle peut potentiellement entrer en conflit avec les objectifs d'impact : le respect des ratios prudentiels et l'exigence de maintien d'une excellente note de crédit pour lever des financements à des taux attractifs auprès des marchés peuvent limiter l'exposition à des projets risqués, mais à fort impact. Une tension est aussi à l'œuvre entre objectifs d'engagements annuels sur bilan propre, d'une part, et objectifs de mobilisation de fonds auprès de tiers, d'autre part : ces institutions interviennent, dans des proportions écrasantes, via des prêts ou des participations en capital aux conditions de marché. La mobilisation d'instruments de garantie, de rehaussement de crédit et de ressources bonifiées, à même d'avoir un effet catalyseur sur le financement privé, reste bien insuffisante. Enfin, le volume de financement est plus important vers les infrastructures (caractérisées par des contrats longs et sécurisés, assortis de garanties) et vers les institutions financières (évoluant dans un secteur régulé et supervisé). Des forces d'inertie sont encore à surmonter au sein de ces institutions pour orienter plus de capitaux vers le secteur privé agricole, agro-industriel et de l'élevage.

Dès lors, quelles solutions pour pallier à l'inadéquation entre l'offre et la demande de financement dans le secteur privé agricole, agro-industriel et de l'élevage ? Comment attirer plus de capitaux vers

un secteur perçu comme trop risqué et où les retours peuvent être trop longs par rapport aux exigences du marché (au regard notamment des défis de structuration des filières et des risques climatiques, etc.) ?

La formule d'un véhicule d'investissement de type *blended finance*, qui mixe des ressources publiques, philanthropiques et privées, dédiées au secteur en Afrique, est prometteuse à plusieurs titres.

Tout d'abord, le *blended finance* peut être un instrument d'atténuation de risques ou un accélérateur de rentabilité : des contributeurs publics et philanthropiques peuvent, via des subventions, des dons et des instruments de garantie, apporter à des investisseurs privés traditionnellement frileux une couverture contre le risque. Par ailleurs, en bénéficiant d'une priorité sur les gains tirés d'un portefeuille d'investissements, les investisseurs privés peuvent récupérer plus vite leur mise et ainsi transférer en partie le risque à la partie publique et philanthropique.

La formule de fonds d'investissement mixte géré par des professionnels de la gestion d'actifs est plus susceptible que les établissements de crédit ou les banques de développement de mobiliser des fonds vers le secteur privé agricole, agro-industriel et de l'élevage en Afrique. La spécialisation sectorielle, par opposition à une approche d'investissement généraliste, est indispensable pour se focaliser sur des enjeux structurants et sur les leviers de transformation des filières. La capacité de mobilisation de fonds auprès de tiers est plus forte et permet d'exercer un réel effet de levier sur le financement privé (en le dé-risquant) puisque lever des financements est le métier du gestionnaire d'actifs, qui se rémunère en fonction du volume de fonds sous gestion. La formule assure aussi une continuité et une proximité dans le suivi des projets en portefeuille grâce à des mécanismes de fidélisation des gestionnaires et d'intéressement à la performance du fonds, à la différence des établissements financiers traditionnels où la rotation de poste est plus fréquente et non forcément liée au cycle de vie des financements. Enfin, elle offre la possibilité d'une prise de participation majoritaire dans le capital des sociétés, pour travailler en profondeur sur les leviers de création de valeur.

En effet, l'enjeu de financement n'est pas seulement quantitatif, mais également qualitatif : il s'agit de financer des projets pour produire des actions transformatrices sur les acteurs, les filières et les écosystèmes. Un ensemble de créneaux pourrait structurer la thèse d'investissement d'un fonds mixte de type *blended finance* : exploitations à grand échelle dans le but d'augmenter les rendements, intégration verticale, promotion des exportations, substitution aux importations, soutien d'acteurs sur la chaîne de valeurs, y compris les fournisseurs d'intrants et d'équipements agricoles, soutien des institutions financières pour développer des filières (banques, institutions de micro-crédit, fintech, etc.), amorçage et passage à l'échelle de start-up innovantes (agri-tech, foodtech et fintech, etc.).

Un tel modèle peut être initié avec un fonds de 300 millions d'euros, par exemple, dédié à la zone UMEOA. Afin d'embrasser une diversité de besoins de financement et de concevoir des solutions de financement taillées sur-mesure, ce véhicule comporterait plusieurs compartiments : capital-investissement, capital-risque, dettes senior et mezzanines. Ce serait une plateforme d'innovation financière qui proposerait une palette d'instruments, y compris des obligations vertes et d'autres instruments exotiques pour promouvoir des pratiques durables dans le secteur. Une telle approche suppose des équipes non seulement spécialisées par produit financier, mais aussi pluridisciplinaires, pour concilier les objectifs des contributeurs divers – philanthropiques, publics et privés –, c'est-à-dire articuler maximisation d'impact et viabilité financière.

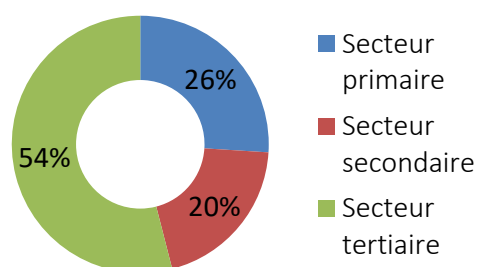
1. Un déficit de financement d'autant plus aigu que les besoins de croissance sont forts en zone UEMOA

Les chiffres sur l'allocation des crédits bancaires dans l'économie illustrent sans ambiguïté le faible soutien financier au secteur de l'agriculture et de l'élevage en zone UEMOA.

Selon ACT Afrique Groupe, alors que le secteur primaire représente 26 % du PIB de la zone UEMOA, il n'a reçu que 3 % des crédits bancaires entre 2011 et 2019.

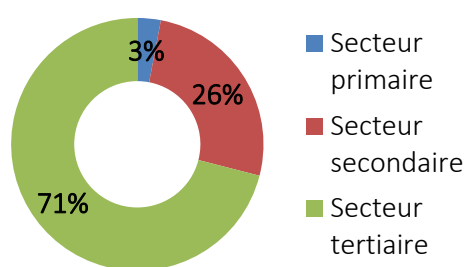
Un secteur de l'économie très contributif, mais peu desservi par les établissements de crédit en zone UEMOA

Contribution des secteurs de l'économie au PIB en zone UEMOA



Source : ACT Afrique Groupe

Répartition des crédits bancaires par secteur en zone UEMOA



Source : ACT Afrique Groupe

Un autre problème : la faible disponibilité de financement pour des investissements de long terme. Sur la période étudiée de 2011 à 2019, les crédits de court-terme pour la branche agricole se sont cumulés à 2.444 milliards de FCFA, alors que les crédits à long terme se sont élevés seulement à 96 milliards de FCFA, soit 25 fois moins que les lignes de court terme. Cette tendance en dit beaucoup sur l'aversion à l'égard du risque des circuits de financement traditionnels : un inconfort quant à la vulnérabilité perçue face à divers risques, une frilosité face à la forte cyclicité et à l'importante saisonnalité des activités, la possibilité limitée d'obtenir des garanties, etc. – tous ces facteurs réduisant la prise de risque à un horizon de temps trop court.

Pourtant c'est à moyen et long terme que les investissements offrent des retours dans le secteur. Qui plus est, une telle déconnexion entre les maturités des financements et l'horizon nécessaire des investissements limite les initiatives structurantes sur les filières, qui requièrent un travail en profondeur dans la durée.

La rareté des financements pour le secteur agricole, agro-industriel et de l'élevage est encore plus aiguë pour les besoins en fonds propres. Aux défis propres au secteur, s'ajoutent les risques propres à l'instrument *equity* : le risque de performance (quand les bénéfices distribués fluctuent au gré des résultats de l'entreprise), le risque de perte en capital (quand, en cas de faillite, les actionnaires sont les derniers, après les créanciers chirographaires et privilégiés, à pouvoir récupérer le produit de liquidation) et le risque de liquidité (quand l'investisseur ne trouve pas repreneur de ses parts au capital pour réaliser des plus-values).

2. Répondre au sous financement du secteur en zone UMEAO au regard du potentiel sectoriel sous exploité

Les enjeux de souveraineté et d'autosuffisance alimentaire redoublent d'acuité dans le contexte actuel : avec la crise pandémique COVID, puis la guerre en Ukraine, et leurs conséquences sur le continent, davantage de populations se précarisent et s'exposent au risque d'insécurité alimentaire. La hausse des prix internationaux rappelle la dépendance aux importations de produits alimentaires et accroît les difficultés d'accès à la nourriture.

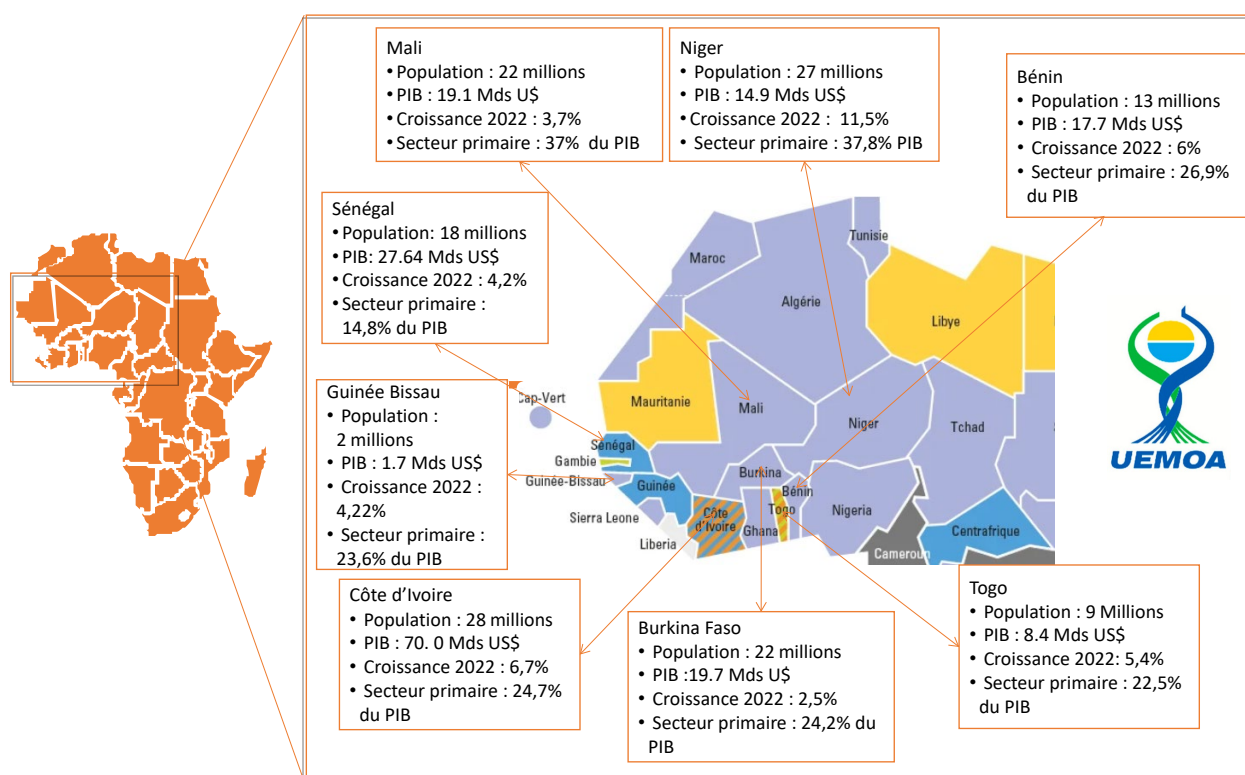
Le Réseau de prévention des crises alimentaires chiffre à environ 8 millions le nombre de personnes en situation d'insécurité alimentaire aigüe en zone UMEOA.

Libérer le potentiel agricole local, en s'efforçant notamment d'attirer plus de financements, devient incontournable pour s'attaquer au problème à multiples facettes de l'insécurité alimentaire. 10 % des terres irrigables sont effectivement irriguées en Afrique de l'Ouest. L'agriculture de subsistance doit évoluer vers une agriculture professionnelle et être insérée dans le marché. À lui seul, le secteur de la production alimentaire pourvoie 66 % des emplois dans la région.

Cette situation tendue masque toutefois de nombreux atouts dont la zone UMEOA dispose pour attirer les financements. Elle fait partie des régions les plus dynamiques au monde, avec une croissance du PIB de 5.7 % en 2022. Le consensus converge vers des niveaux de croissance de 5 à 6 % dans les années à venir.

De plus, le système de parité fixe avec l'euro, assorti d'une garantie de convertibilité et de transférabilité de devises, offre un environnement sécurisant pour les investisseurs et les bailleurs de fonds.

Données sur les pays membres de l'UEMOA



3. La formule d'un fonds d'investissement spécialisé de 300 millions € pour répondre aux enjeux de financement du secteur privé de l'agriculture, de l'agro-industrie et de l'élevage en zone UEMOA

La formule de financement mixte (ou *blended finance*) présente un intérêt indéniable pour surmonter les limites des outils traditionnels face à des besoins sectoriels immenses.

Nous proposons d'illustrer cette approche par l'exemple de ce que pourrait être un fonds dédié aux entreprises privées dans le secteur de l'agriculture, de l'agro-industrie et de l'élevage en zone UEMOA. Ce fonds serait doté initialement de 300 millions € et se déploierait sur deux compartiments du marché du financement pour embrasser une typologie large de projets et générer ainsi plus d'impact : un compartiment dédié au capital-investissement et un autre aux dettes privées. En première approximation, sur une durée de vie de 12 ans, le fonds peut contribuer à la création d'environ 700 000 emplois directs et indirects dans la zone UEMOA.

Les lignes qui suivent résument une possibilité de structuration d'un tel fonds, à savoir le mix de ressources mobilisables, la composition potentielle du portefeuille, les instruments d'intervention dans les projets, des standards de gouvernance souhaitables, ainsi que les modalités de gestion.

La structuration du fonds est sans doute amenée à évoluer au fur et à mesure de son opérationnalisation : sa mise en place est un processus itératif, qui s'ajuste en fonction des échanges avec les porteurs de projets, d'une part, et avec les potentiels contributeurs au fonds, d'autre part.

a. Ressources mobilisées

En ce qui concerne les entreprises privées dans le secteur de l'agriculture, de l'agro-industrie et de l'élevage, le risque est perçu comme trop élevé et les retours comme trop longs.

Pour faire face à ces enjeux, la formule de financement mixte ou de *blended finance* combine des ressources privées, publiques et philanthropiques en dépassant les schémas traditionnels d'allocation des risques et des bénéfices. Les ressources publiques et philanthropiques exerceraient un effet catalyseur sur le financement privé de deux manières :

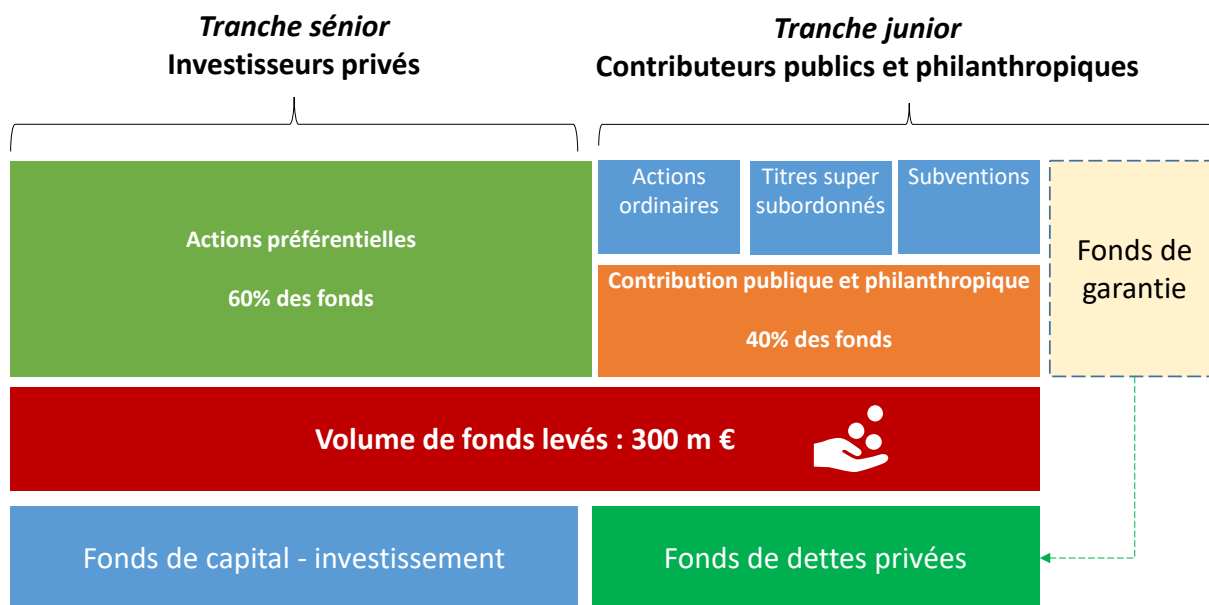
- Tout d'abord, en couvrant, en partie ou en totalité, la tranche privée investie dans le fonds contre le risque de performance du portefeuille ;
- Ensuite, en donnant à la tranche privée un privilège sur les bénéfices du fonds malgré une moindre prise de risque.

Divers instruments peuvent être combinés à cet égard :

- Les investisseurs privés occupant une position senior pourraient, à titre d'exemple, souscrire à des actions préférentielles émises par le véhicule d'investissement :
 - Sur la durée du fonds, celles-ci leur donneraient droit, avant les autres contributeurs au fonds, à une quote-part définie des dividendes, des intérêts et des coupons qui remonteraient des sociétés en portefeuille ;
 - Ensuite, les investisseurs privés bénéficieraient d'une option de liquidation préférentielle par millésime : ils pourraient récupérer en priorité leur mise, voire réaliser un retour sur investissement garanti en captant une part disproportionnée des gains, à rebours d'une logique traditionnelle de partage équitable selon la quote-part de chacun des contributeurs (c'est-à-dire sur une base « pari passu »).
- Les contributeurs publics et philanthropiques occupant inversement une position junior pourraient intervenir selon plusieurs modalités aucunement exclusives l'une de l'autre :
 - Actions ordinaires : les droits pécuniaires attachés à ces actions (sur les versements réguliers en provenance des projets en portefeuille et sur les produits de liquidation du portefeuille par millésime ou en fin de vie du fonds) sont subordonnés à ceux qui sont attachés aux actions de préférence, détenues par les souscripteurs privés.
 - Titres super-subordonnés : ce sont des titres rémunérés détenus par la partie publique et philanthropique (aux conditions plus souples que celles de marché), mais qui donnent droit à des coupons uniquement si les souscripteurs privés, occupant une position senior, ont d'abord été rémunérés. Par ailleurs, à la liquidation du portefeuille, le remboursement de ces titres ne serait pas obligatoire. S'il devait avoir lieu, ce ne serait possible que si le produit résiduel de liquidation le permettait après satisfaction des exigences de retour des souscripteurs privés.
 - Garanties partielles contre les pertes de portefeuille : une poche supplémentaire pourrait être dédiée au compartiment de dettes privées. Le soutien prendrait la forme d'un mécanisme d'assurance partielle qui couvrirait le fonds – par exemple, contre un pourcentage de premières pertes subies sur le portefeuille de prêts (senior et/ou mezzanine).
 - Subventions : ce financement est particulièrement utile pour mobiliser des fonds privés sur des projets en phase d'amorçage, donc à un stade qui serait, sinon trop précoce ou qui offrirait des perspectives de retour trop longues pour des investisseurs privés, dans une configuration traditionnelle.

Le schéma ci-dessous présente une structuration cible – qui peut toutefois comporter des variantes. Il s’agit, à ce stade, d’un premier point d’ancrage, avant d’initier une phase de levée de fonds auprès des contributeurs privés, publics et philanthropiques. Ce schéma est ajustable en fonction de l’identification des cibles d’investissement et du sondage des contributeurs potentiels.

Structuration cible du fonds : mix de ressources

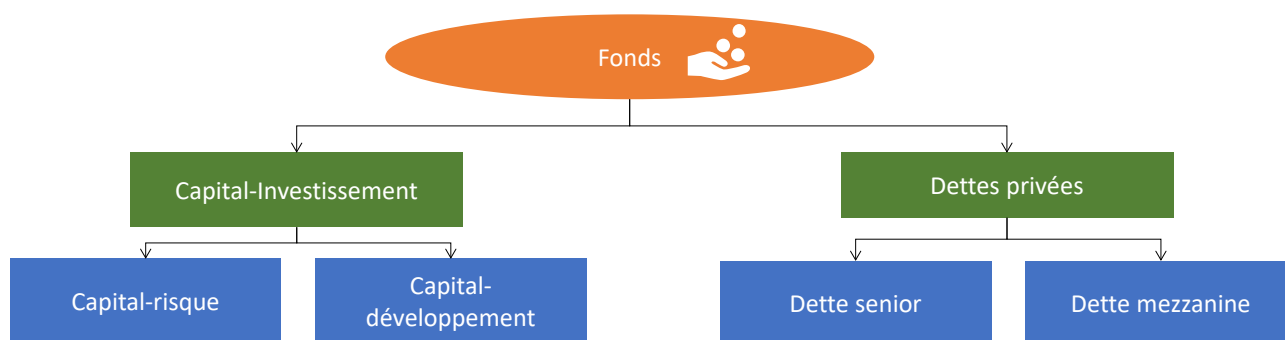


b. Prévisions d’activités par type d’investissement et de financement

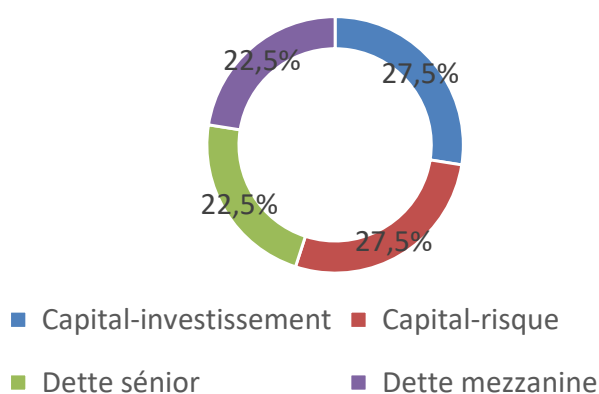
Du côté de l’emploi des ressources mobilisées, la composition cible du portefeuille ci-dessous est guidée par un objectif de maximisation d’impact. Il s’agit, en effet, d’avoir une couverture large des besoins de financement et une diversité de profils de projets.

- Divers projets tout au long du cycle de vie d’une entreprise : des projets en phase d’amorçage ou de passage à l’échelle, traités à travers le capital-risque et d’autres plus mûrs, mais en phase d’expansion, traités à travers le capital-développement
- Différents profils de génération de cash flows :
 - Une séquence de *cash flows* positifs et relativement réguliers, qui serait plus propice à un financement en dette senior (sauf à avoir des échéanciers irréguliers taillés sur-mesure ou des clauses de *cash sweep*, pour les emprunteurs, qui peuvent, en haut de cycle, se permettre d’accélérer le remboursement du capital) ;
 - Une autre séquence où, en phase d’investissement, les *cash flows* sont négatifs ou faibles et, en phase d’exploitation, ils progressent vers une configuration plus propice à un financement en dette mezzanine (qui prévoit un remboursement du capital différé ou la possibilité d’un gain supplémentaire en attachant un droit de souscription à des actions à terme, lequel n’a d’intérêt que si la société émettrice concrétise son plan ambitieux de création de valeur, permettant d’entrevoir une fenêtre de liquidité attractive).

Plusieurs compartiments du marché du financement couverts



Composition cible du portefeuille par types d'instrument (taille : 300 millions €)



Nombre de transactions par type d'instrument pendant la période d'investissement (5 ans)

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Nombre de transactions - capital investissement	2	3	4	-	-
Nombre de transactions - capital risque	-	6	2	3	-
Nombre de transactions - capital développement	2	9	6	3	-
Nombre de transactions - dettes séniors	5	4	-	2	2
Nombre de transactions - dettes mezzanines	-	2	3	3	2
Nombre de transactions - fonds de dettes	5	6	3	5	4
Nombre de transactions totales	7	15	9	8	4

c. Objectif de rendement par catégorie d'investissement selon le type de ressources mobilisées

Les graphes ci-dessous précisent les objectifs de TRI (taux de rendement interne) du fonds de capital-investissement et celui du fonds de dettes par catégorie d'investisseurs, sur une durée de vie de 12 ans.

La tranche senior des investisseurs privés bénéficie de l'effet de levier issu des autres sources de financement, publics et philanthropiques, qui exigent un retour en dessous des standards du marché.

À noter que le portefeuille en dettes est supposé avoir un taux d'incidence résiduel (non couvert par des garanties partielles) de 4 % des encours et bénéficie parfois, notamment sur des instruments de type mezzanine, d'une option de participation aux plus-values.

Hypothèses – structuration du fonds

FONDS - synthèse	%	€
Capital-investissement	55%	165 000 000
Dettes privées	45%	135 000 000
FONDS LEVES	100%	300 000 000

FONDS CAPITAL- INVESTISSEMENT	%	€
Contributions des investisseurs "séniors"	60%	99 000 000
Contributions des investisseurs "juniors"	30%	49 500 000
Subventions / dons philanthropiques	10%	16 500 000
FONDS LEVES	100%	165 000 000
Capital- Développement	50%	82 500 000
Capital- Risque	50%	82 500 000
FONDS INVESTIS	100%	165 000 000

FONDS DETTES	%	€
Contributions des investisseurs "séniors"	60%	81 000 000
Contributions des investisseurs "juniors"	25%	33 750 000
Subventions / dons philanthropiques	15%	20 250 000
FONDS LEVES	100%	135 000 000
Prêts séniors	50%	67 500 000
Mezzanine	50%	67 500 000
FONDS INVESTIS	100%	135 000 000

Comptes financiers – fonds capital-investissement

Millions €	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5	Année 6	Année 7	Année 8	Année 9	Année 10	Année 11	Année 12	Année 13
Compte de résultat													
Revenus tirés du portefeuille	0,2	1,1	1,3	1,7	1,4	1,4	1,4	44,6	52,8	281,7	71,6	112,5	-
Charges opérationnelles	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,0)	-	-
Résultat opérationnel	0,2	1,0	1,1	1,4	1,2	1,2	1,2	44,4	52,6	281,7	71,6	112,5	-
Résultat net	0,1	0,8	0,9	1,2	1,0	1,0	1,0	37,7	44,7	239,4	60,8	95,7	-
Bilan													
Portefeuille de participations - capital développement	20,6	45,4	72,2	72,2	72,2	72,2	72,2	51,6	26,8	-	-	-	-
Portefeuille de participations - capital risque	-	45,4	59,8	82,5	82,5	82,5	82,5	82,5	82,5	37,1	22,7	-	-
Trésorerie	0,1	0,8	0,9	1,2	1,0	1,0	1,0	37,7	44,7	239,4	60,8	95,7	-
ACTIFS	20,8	91,6	132,9	155,9	155,7	155,7	155,7	171,8	154,1	276,5	83,5	95,7	-
Capitaux propres	20,8	91,6	132,9	155,9	155,7	155,7	155,7	171,8	154,1	276,5	83,5	95,7	-
Dettes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PASSIFS	20,8	91,6	132,9	155,9	155,7	155,7	155,7	171,8	154,1	276,5	83,5	95,7	-
Flux de trésorerie & TRI des investisseurs													
(-) Engagements investis hors subventions	(18,6)	(63,1)	(37,1)	(20,4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Commission de gestion	(0,4)	(1,8)	(2,6)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(2,7)	(2,2)	(0,7)	(0,5)	-	-
(+) Retour du capital investi	-	-	-	-	-	-	-	20,6	24,8	72,2	14,4	22,7	-
(+) Dividendes perçus	-	0,1	0,8	0,9	1,2	1,0	1,0	1,0	37,7	44,7	239,4	60,8	95,7
Cash flow net pour les investisseurs (avant carried interest)	(19,0)	(64,8)	(38,9)	(22,6)	(1,9)	(2,1)	(2,1)	19,0	60,3	116,2	253,4	83,5	95,7
TRI investisseur (avant carried interest)	-	-	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	3,8%	15,0%	16,9%	18,6%
(-) Carried interest payé au gestionnaire													
Cash flow net pour les investisseurs (après carried interest)	(19,0)	(64,8)	(38,9)	(22,6)	(1,9)	(2,1)	(2,1)	19,0	60,3	116,2	216,8	66,8	76,5
TRI investisseur (après carried interest)	-	-	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	3,8%	13,8%	15,6%	17,1%

Comptes financiers – fonds de dette

Millions €	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5	Année 6	Année 7	Année 8	Année 9	Année 10	Année 11	Année 12	Année 13
Compte de résultat													
Revenus tirés du portefeuille	1,1	4,7	7,8	11,0	14,1	14,7	14,0	13,2	10,3	7,5	3,6	0,8	0,1
Charges opérationnelles	(0,0)	(1,0)	(2,9)	(3,3)	(4,5)	(4,9)	(4,6)	(4,1)	(3,4)	(2,4)	(1,3)	(0,4)	(0,0)
Résultat opérationnel	1,1	3,7	4,9	7,8	9,6	9,8	9,4	9,0	6,9	5,2	2,3	0,3	0,0
Résultat net	0,9	3,1	4,2	6,6	8,2	8,3	8,0	7,7	5,9	4,4	2,0	0,3	0,0
Bilan													
Portefeuille de prêts séniors	21,4	50,3	47,2	51,0	50,1	41,3	31,7	22,0	12,4	5,8	3,4	0,9	0,0
Portefeuille de prêts mezzanine	-	16,9	28,7	54,0	67,5	67,5	67,5	59,1	44,7	26,2	6,8	-	-
Trésorerie	0,9	3,1	4,2	6,6	8,2	8,3	8,0	7,7	5,9	4,4	2,0	0,3	0,0
ACTIFS	22,3	70,3	80,1	111,6	125,8	117,1	107,2	88,8	63,0	36,3	12,1	1,2	0,0
Capitaux propres	22,3	70,3	80,1	111,6	125,8	117,1	107,2	88,8	63,0	36,3	12,1	1,2	0,0
Dettes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PASSIFS	22,3	70,3	80,1	111,6	125,8	117,1	107,2	88,8	63,0	36,3	12,1	1,2	0,0
Flux de trésorerie & TRI des investisseurs													
(-) Engagements investis hors subventions	(18,2)	(38,9)	(10,0)	(30,8)	(16,8)	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Commission de gestion	(0,4)	(1,3)	(1,5)	(2,1)	(2,4)	(2,2)	(2,0)	(1,6)	(1,1)	(0,6)	(0,2)	(0,0)	(0,0)
(+) Retour du capital investi	-	-	3,1	7,2	7,2	8,8	9,6	18,1	24,0	25,1	21,9	9,2	0,9
(+) Dividendes perçus	-	0,9	3,1	4,2	6,6	8,2	8,3	8,0	7,7	5,9	4,4	2,0	0,3
Cash flow net pour les investisseurs (avant carried interest)	(18,6)	(39,3)	(5,4)	(21,6)	(5,4)	14,8	16,0	24,5	30,5	30,4	26,0	11,2	1,2
TRI investisseur (avant bonus)	-	-	-	-	-	-	-	-10,1%	-1,0%	4,4%	7,4%	8,4%	8,5%
(-) Bonus des gestionnaires	-	(0,2)	(0,6)	(0,8)	(1,3)	(1,6)	(1,7)	(1,6)	(1,5)	(1,2)	(0,9)	(0,4)	(0,1)
Cash flow net pour les investisseurs (après bonus)	(18,6)	(39,5)	(6,0)	(22,4)	(6,7)	13,1	14,3	22,9	29,0	29,2	25,2	10,8	1,1
TRI investisseur (après bonus)	-	-	-	-	-	0,0%	-3,0%	2,6%	5,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%

Objectifs de TRI net par catégorie d'investisseurs (post-rétrocession des *carried interest* / bonus de performance

FONDS CAPITAL-INVESTISSEMENT		
TRI global net	%	17,1%
TRI investisseurs "séniors"	%	20,0%
TRI investisseurs "juniors"	%	8,1%
Multiple d'investissement global	x	3,9x
Multiple investisseurs "séniors"	x	4,9x
Multiple investisseurs "juniors"	x	1,9x

FONDS DETTES		
TRI global net	%	7,0%
TRI investisseurs "séniors"	%	8,0%
TRI investisseurs "juniors"	%	4,4%
Multiple d'investissement global	x	1,5x
Multiple investisseurs "séniors"	x	1,5x
Multiple investisseurs "juniors"	x	1,3x

4. Enjeux de gouvernance

Les cas de faillite de fonds d'investissement comme celui d'Abraaj, toujours présent dans les mémoires, rappellent l'importance de la gouvernance dans la gestion d'actifs.

La gouvernance renvoie, certes, à la façon dont les rôles, les pouvoirs et les contrepouvoirs sont distribués dans une organisation, mais dans le cas d'un fonds, elle renvoie aussi à la façon de responsabiliser la société de gestion mandatée (*general partner*) dans le sens des intérêts des investisseurs (*limited partners*). Pour ce faire, il y a, d'une part, des mécanismes de contrôle internes et externes qui cadrent les décisions de gestion et, d'autre part, des mécanismes d'intéressement et de sanction qui sont autant de leviers pour aligner les intérêts des gestionnaires avec ceux des investisseurs.

Le comité d'investissement est un organe central qui approuve les investissements, les financements, les opérations de cession de participations, les éventuelles restructurations, en ligne avec la philosophie et la stratégie agréées avec les *limited partners*. La présence de membres indépendants, reconnus, expérimentés, avec un fort pouvoir d'influence, aux côtés des membres de la société de gestion, peut renforcer la crédibilité de cet organe, surtout quand la structure de gestion, qui vient d'être créée ou est encore jeune, doit encore faire ses preuves (c'est-à-dire lorsqu'elle doit encore constituer un *track record*).

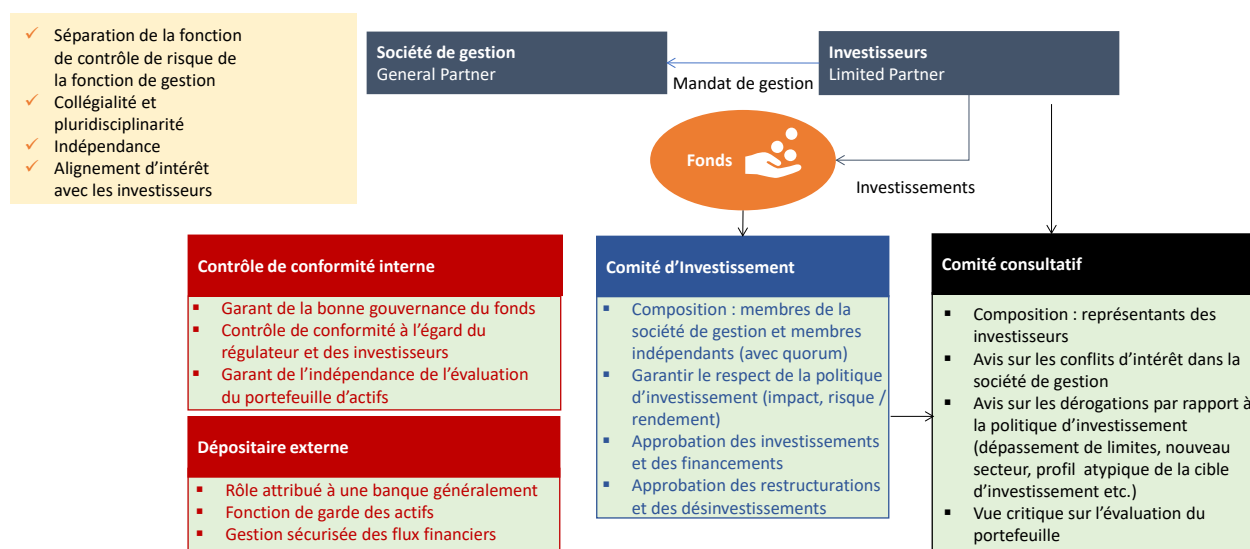
Cet organe, qui assure une fonction de décision d'allocation et de gestion de portefeuille, est traditionnellement secondé par d'autres organes, qui assurent une fonction de contrôle de risques. Cette séparation de fonctions est fortement recommandée – si tant est que ce ne soit pas tout simplement une obligation réglementaire sous certaines juridictions, selon la domiciliation du fonds.

- Le contrôle de conformité interne veille à la conformité des activités avec la réglementation en vigueur et les exigences des investisseurs, et à l'indépendance des décisions de gestion ;
- Le comité consultatif est composé de représentants directs des investisseurs, avec de multiples fonctions qui lui sont dévolues : avis sur les potentiels conflits d'intérêts au sein du fonds ; avis

sur les dérogations par rapport à la stratégie d'investissement (profil atypique des cibles d'investissement, dépassement de limites, risque de conflit d'intérêt, etc.) ; regard critique sur l'évaluation de portefeuille, etc.

- Par ailleurs, un dépositaire externe (souvent une banque) est mandaté pour gérer l'encaissement des fonds en provenance des souscripteurs, sécuriser les flux financiers et remplir la fonction de garde des actifs.

Proposition de gouvernance



Un autre levier pour aligner les intérêts des gestionnaires et des investisseurs réside dans les mécanismes d'intéressement. Outre une rémunération en pourcentage des actifs sous gestion (en général de 0.5 % à 2 %), le gestionnaire peut bénéficier d'une rémunération variable, qui est indexée sur la performance du fonds. La forme la plus fréquente est le *carried interest*, à savoir la rétrocession d'un pourcentage de la plus-value réalisée en dépassement d'un rendement minimum requis sur le portefeuille, appelé *hurdle*, qui est souvent de 8 % pour les fonds en capital-investissement. En complément de ces mécanismes incitatifs, des dispositifs contractuels de nature punitive sont en place : en cas de non-respect des engagements, le déblocage des fonds peut être suspendu en activant la « clause d'excuse », ou bien la société de gestion peut tout simplement être révoquée selon la gravité du manquement.

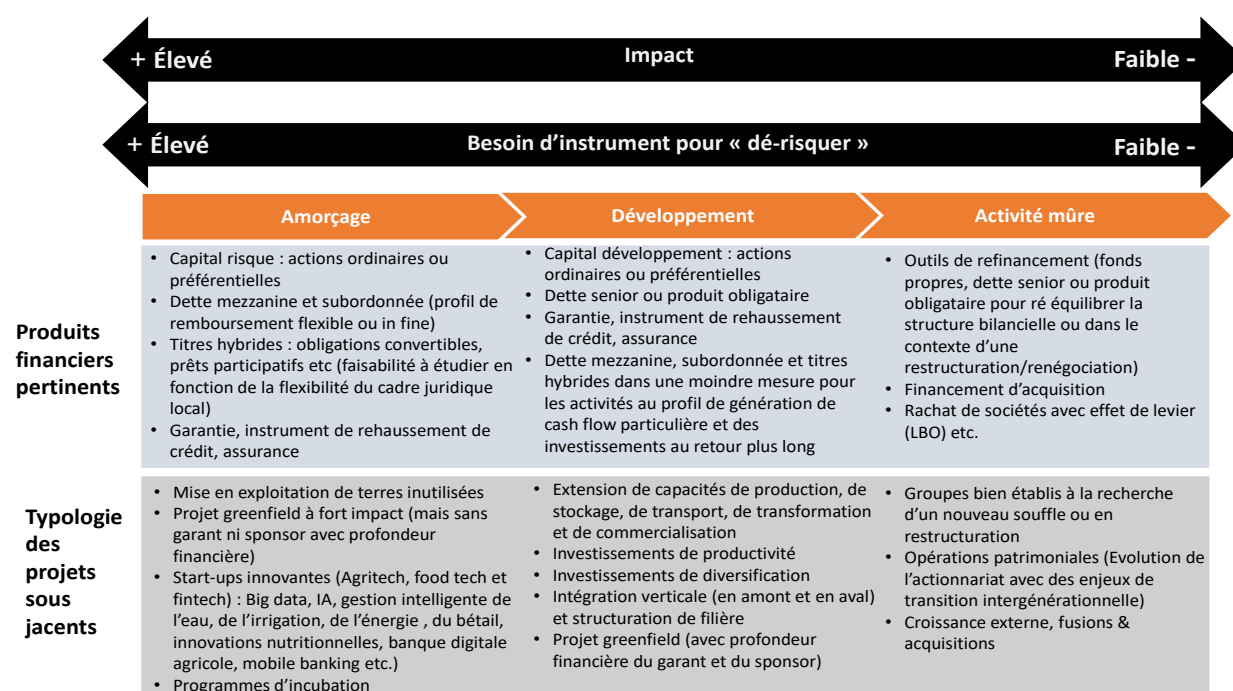
5. Modalités de gestion de l'outil

a. Une approche compartimentée

Le fonds que nous visons serait composé de deux grands compartiments,

- Le premier dédié aux investissements en fonds propres avec, à son tour, deux sous-compartiments : le fonds d'amorçage et le fonds de capital-développement ;
- Le deuxième dédié aux dettes privées, avec également deux sous-compartiments : les fonds de dettes senior et le fonds mezzanine.

Des outils du secteur privé à moduler en fonction du stade de développement du projet



Cette compartimentation répond, d'une part, à l'ambition d'embrasser une diversité de profils de projets et, d'autre part, à l'exigence d'une spécialisation métier, compte tenu de la spécificité de chaque catégorie d'instruments et de la thèse d'investissement sous-jacente : investir en capital, dans l'objectif de réaliser des plus-values, en participant à la gouvernance d'entreprise, ce qui n'est pas la même approche que souscrire à une dette, dans la seule perspective d'une rémunération essentiellement fixe, en structurant un arsenal de garantis et de covenants (c'est-à-dire des dispositifs de surveillance de la solvabilité de l'emprunteur, en prévention d'un défaut effectif) ; se positionner sur des start-ups très prometteuses, certes, mais dont la survie n'est pas encore acquise, ce qui n'implique pas les mêmes enjeux que soutenir des entreprises bien établies, à même d'absorber le risque d'exécution d'un plan de croissance ; structurer une dette senior, son échéancier assez standard et son schéma de sûretés de premier rang, c'est autre chose que confectionner un instrument mezzanine, à l'échéancier plus souple, sans garanties ou de rang inférieur dans l'exercice des garanties, servi après la tranche senior dans la cascade des flux, bénéficiant, si la juridiction locale le permet, d'une option de réalisation de plus-values, via l'exercice d'un bon de souscription à des actions de la société (*equity kicker*). Cette nécessité d'une différenciation d'approche, avec chaque (sous-)compartiment qui comporte ses spécificités techniques, a pour corollaire de spécialiser les équipes :

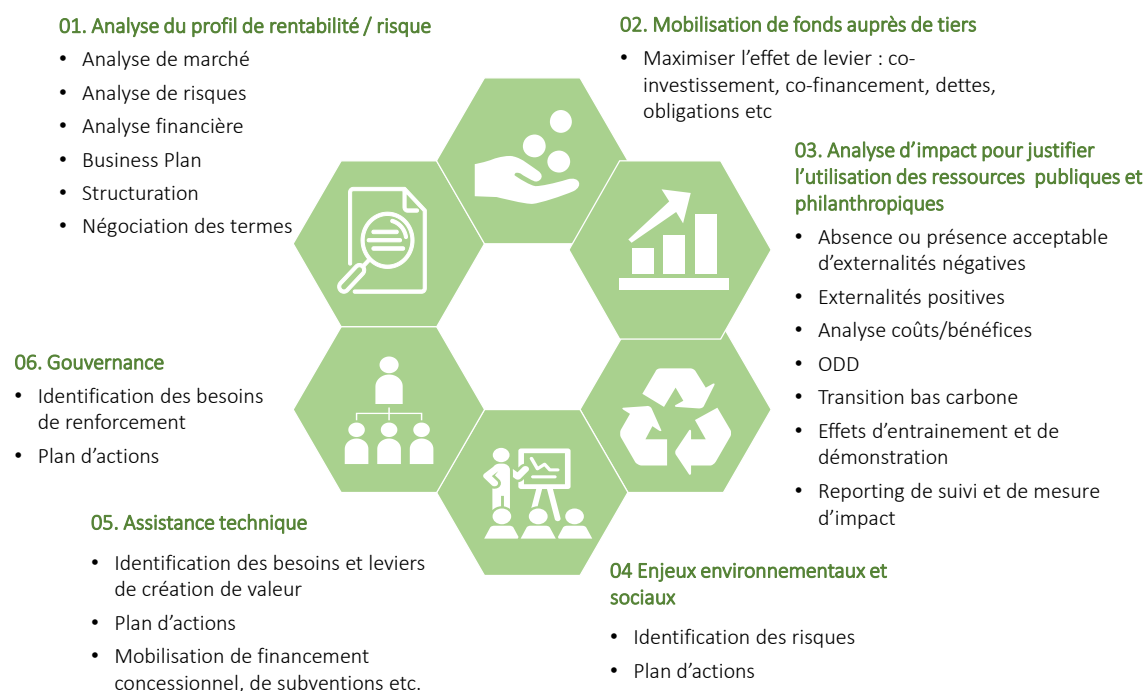
- (i) en fonction du stade où le projet d'entreprise se trouve dans son cycle de vie (amorçage ou développement) ;
- (ii) en fonction du produit financier qui correspond au couple risque/rentabilité recherché (*equity*, *quasi-equity*, dette senior ou instrument mezzanine).

b. Une grille d'intervention en fonction des objectifs des investisseurs publics, philanthropiques et privés

Si les équipes doivent être spécialisées par compartiment de marché (capital-amorçage, capital-développement, dettes senior, dettes mezzanines), la sélection des cibles d'investissement obéit, quel que soit le segment, à une grille qui articule viabilité et maximisation d'impact.

Au-delà du compromis risque/rendement, l'intervention doit justifier la réalisation d'impacts et aussi une action transformatrice sur la cible, la filière et son écosystème : mobiliser d'autres sources de financement auprès de tiers, identifier des besoins d'assistance technique, exercer un levier sur la gouvernance.

Approche et méthodologie d'investissement : articuler viabilité financière et maximisation d'impact



Composition des équipes pendant la période d'investissement : une pluridisciplinarité à la mesure des objectifs d'impact et de rendement financier

# ETP	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Managing partners	1	2	2	2	3
Directors	1	2	2	3	3
Juristes internes seniors	1	1	1	1	1
Juristes internes juniors	1	1	1	1	1
Responsable investisseurs	1	1	1	1	1
Chargés d'investissement senior (senior associate & VP)	-	1	2	2	2
Chargés d'investissement junior (analyst & junior associate)	1	1	2	3	3
Assistants de direction	1	1	1	1	1
Responsables impact & bilan carbone	1	2	2	3	3
Responsables E&S	1	2	2	3	3
Effectifs	8	14	16	20	21

Conclusion

Le fil conducteur que nous avons suivi, dans cette note, était de montrer que s'en tenir aux approches traditionnelles de financement ne permettrait pas de répondre aux défis des entreprises privées dans l'agriculture, l'agro-industrie et l'élevage en Afrique. Une solution possible se trouve dans le déploiement d'une formule de financement mixte (ou de *blended finance*). Nous avons illustré cette approche, à travers un exemple de projet de création d'un fonds dédié aux entreprises privées du secteur en zone UMEOA.

Ce fonds, doté initialement de 300 millions d'euros, pourrait constituer un pilote potentiellement duplicable, à plus grande échelle et sur d'autres géographies africaines. Tester une telle formule devient incontournable : parce que le secteur de l'agriculture, de l'agro-industrie et de l'élevage en Afrique possède un profil de risque et de rentabilité inadapté, pour une part importante, aux outils traditionnels ; parce que libérer son potentiel à la mesure des enjeux suppose des capitaux plus patients, qui privilégient davantage la recherche d'impact que celle d'un rendement aux exigences du marché.

De plus, en mobilisant des fonds publics et philanthropiques, pour absorber plus de risque, tout en concédant un privilège aux investisseurs privés sur les gains, on peut décupler la capacité de diriger des moyens vers un secteur en première ligne des enjeux de sécurité alimentaire et pourvoyeur d'une forte proportion des emplois formels et informels dans la région. Mais le défi est aussi qualitatif. Avec les volumes de financement mobilisés, l'outil mis en place doit actionner des leviers de transformation, produire un impact sur les filières et les écosystèmes, nouer des partenariats avec le secteur public aussi partie prenante au financement (notamment sur les problématiques de sécurisation foncière et d'environnement des affaires).

Un large champ d'interventions pourrait structurer la thèse d'investissement d'un fonds mixte spécialisé : accélérer le passage d'une agriculture de subsistance à une agriculture insérée dans le marché, structurer des chaînes de valeurs, promouvoir des modèles inclusifs pour mobiliser les organisations de producteurs, d'agriculteurs et d'éleveurs, développer des pôles de compétitivité à l'export ou dans le cadre d'investissement de substitution aux importations, intégrer les défis de transition de bas carbone dans une région plus vulnérable aux effets du changement climatique, soutenir les institutions financières prêtes à surmonter les difficultés d'accès au financement du monde agricole et de l'élevage, impulser l'innovation fintech, agrotech et foodtech...

Ce changement de paradigme soulève la question du rôle des institutions de développement dédiées au secteur privé et, par ricochet, celle de l'utilisation des ressources de leurs états actionnaires. Ces institutions seraient appelées à jouer davantage un rôle catalytique et à moins se positionner en investisseurs chefs de file via des outils traditionnels. Certaines forces d'inertie devront encore être surmontées, notamment la propension de ces institutions à privilégier une discipline prudentielle conservatrice, les conduisant à s'auto-limiter dans la réalisation d'impact. Mais pivoter dans leur approche, ce serait, ni plus ni moins, se rendre fidèle à la vocation première qu'elles affichent : à savoir l'« additionnalité », c'est-à-dire intervenir plus là où le secteur privé ne peut le faire seul.

Bibliographie

Act Afrique Group (2021) « Les activités agropastorales : Parents pauvres du financement bancaire en zone UEMOA. » <https://act-afrique.com/2021/09/03/les-activites-agropastorales-parents-pauvres-du-financement-bancaire-en-zone-uemoa/>.

RPCA (2021) « L'espace UEMOA face à la crise alimentaire et nutritionnelle de 2021 », *Maps & Facts*. <https://www.food-security.net/document/lespace-uemoa-face-a-la-crise-alimentaire-et-nutritionnelle-de-2021/>.

RPCA (2023) *Situation alimentaire et nutritionnelle / Espace UEMOA*. <https://www.food-security.net/datas/uemoa/>.

“Sur quoi la fondera-t-il l'économie du monde qu'il veut gouverner ? Sera-ce sur le caprice de chaque particulier ? Quelle confusion ! Sera-ce sur la justice ? Il l'ignore.”

Pascal



Créée en 2003, la **Fondation pour les études et recherches sur le développement international** vise à favoriser la compréhension du développement économique international et des politiques qui l'influencent.



Contact

www.ferdi.fr

contact@ferdi.fr

+33 (0)4 43 97 64 60