

REPUBLIQUE DU SENEGAL

Un peuple- Un but- Une foi

Ministère de l'Enseignement supérieur, des Universités, des Centres universitaires Régionaux  
et de la Recherche Scientifique

---

**ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE**



7 avenue Faidherbe BP : 21354 Dakar-Sénégal

Tel : 33 849 69 19/ fax : 33 821 50 74 / Site: [www.supdeco.sn](http://www.supdeco.sn)

**MEMOIRE DE FIN DE CYCLE**

En vue de l'obtention du Master 2

Option : Finance

THEME :

**Financement des PME par Capital-risque au Sénégal**

Présenté par :

**Mazama ADEWUI**

Directeur de mémoire :

**M. Issa GUEYE**

Année Académique : 2010-2011

### **Dédicaces :**

Mon monde est à la fois petit et grand ; petit de par mon être, mais grand de par ceux qui le remplissent. Je pense à mes parents, à vous qui m'avez donné le goût de l'effort. A mes cousins et cousines, à mes amis et à celle qui a toujours su trouver les mots pour me motiver, ma Radia.

À vous tous, je dédie ce mémoire !

### **Remerciements :**

Je tiens à exprimer mes profonds remerciements à mon directeur de recherche M. Issa GUEYE pour sa confiance et son soutien dans la réalisation de ce travail.

J'adresse également mes sincères remerciements à M. Boubacar NIANE pour sa disponibilité, son soutien, sans qui la réalisation de ce travail n'aurait pas été possible.

Je ne peux passer sous silence l'apport de mes répondants, Mme. Amy Tognisso-Fanny de la société de Capital-risque Auréos Capital, M. Ibrahima Thiam de la société financière SENINVEST. Je tiens à leur exprimer mes remerciements pour le temps accordé ainsi que pour les précieux commentaires.

Aussi, je tiens à remercier toutes les personnes qui m'ont soutenu quotidiennement ou ponctuellement dans la réalisation de ce mémoire.

## Table des matières

Liste des sigles et abréviations .....	1
Liste des tableaux .....	2
Liste des graphiques et schémas.....	2
Résumé.....	3
1. INTRODUCTION.....	4
1.1 PARTIE THEORIQUE.....	5
1.1.1 Problématique.....	5
1.1.2 Revue critique de la littérature .....	5
1.1.3 Modèle théorique d'analyse .....	6
1.1.4 Délimitation conceptuelle.....	8
1.1.5 Objectifs de la recherche .....	10
1.1.6 Hypothèses de recherche .....	10
1.2 METHODOLOGIE.....	11
1.2.1 Cadre de l'étude.....	11
1.2.2 Objet d'étude .....	11
1.2.3 Méthodes outils et techniques d'investigations .....	11
1.2.4 Difficultés et limites de la recherche .....	12
Chapitre 1 : L'ENVIRONNEMENT DES PME AU SENEGAL .....	13
Section 1 : La conception de la PME au Sénégal et son poids dans l'économie du pays .....	13
I. Les critères distinctifs des PME au Sénégal.....	13
II. Le poids des PME dans l'environnement économique au Sénégal .....	14
Section 2 : La relation des PME avec les institutions de crédit.....	16
I. Les freins du développement des relations avec les institutions de crédit.....	18
II. Institutions de prêts privilégiés par les PME et analyse des facteurs de rejet de demande de crédits.....	18
Chapitre 2 : LE MARCHE DU CAPITAL-RISQUE.....	22
Section 1 : Emergence du financement par capital-risque .....	22
I. L'offre de financement par capitaux propres .....	22
II. Historique du financement par capital-risque.....	25
III. Les principales caractéristiques du financement par capital-risque .....	29
Section 2 : Les fondements du financement par capital-risque .....	30
I. Légitimité de financement par capital risque .....	31
II. Le mode de coordination entre les principaux acteurs .....	32
III. L'implication de l'investisseur dans le processus de création de valeur .....	33
Section 3 : Vue panoramique sur le secteur du capital-risque au Sénégal .....	34
I. Cadre légal et réglementaire régissant l'activité du capital-risque.....	34
II. Typologie des choix d'investissements des sociétés de capital-risque au Sénégal .....	37
Chapitre 3 : DYSFONCTIONNEMENTS ET CONTRAINTES DANS LA COGESTION.....	43
Section 1 : Incompatibilité des méthodes et procédures.....	43
I. Caractéristiques des méthodes de gestion du capital-risque.....	43
II. L'impact de la culture africaine sur l'environnement des PME.....	45
III. L'effet paradigme dans la gestion de l'entreprise sénégalaise .....	47
Section 2 : Analyse des différentes conceptions du pouvoir .....	50
I. La conception du pouvoir dans une PME.....	50

II.	Typologie des mécanismes de gouvernance du capital-risque .....	51
III.	La théorie de l'agence dans la relation dirigeant/capital-risqueur.....	54
Chapitre 4 : LE CAPITAL-RISQUE ACCLIMATE .....		56
Section 1 : Vers un modèle hybride de gestion .....		56
I.	La dynamique positive de l'esprit communautaire.....	56
II.	Le mythe du chef d'entreprise.....	56
III.	Esquisse d'un management à l'africaine .....	57
Section 2 : Stades d'interventions du CR au Sénégal : intégration d'une phase capital-réorganisation .....		58
I.	Le personnel .....	58
II.	Le système de gestion.....	59
III.	La définition des stratégies.....	59
Section 3 : L'innovation, la solution au délaissement du grand nombre de PME.....		60
I.	Mise en place d'une stratégie nationale de recherche et d'innovation .....	61
II.	Favoriser les transferts de technologies des pays industriels vers le Sénégal .....	63
III.	Créer sur le marché de la bourse un compartiment réservé aux PME d'innovation .....	63
IV.	Mise en place d'un « guichet innovation » au sein des sociétés de capital-risque .....	65
CONCLUSION .....		67
BIBLIOGRAPHIE .....		68
ANNEXES .....		I

## Liste des sigles et abréviations

ACRF: Atlantic Coast Regional Fund  
AFIG: Advanced Financial Investment Group  
ARD: American Research & Development Corporation  
AWAF: Aureos West Africa Fund  
BEI: Banque Européenne d'Investissement  
BOAD : Banque Ouest Africaine de Développement  
BRVM : Bourse Régionale des Valeurs Mobilières  
BTP: Bâtiment Travaux Publics  
CA: Chiffre d'Affaire  
CDC: Commonwealth Development Corporation  
CEDEAO : Communauté Economique des Etats d'Afrique de l'Ouest  
CEMAC : Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale  
CEPOD: Centre d'Etudes de Politiques pour le Développement  
CGA : Centre de Gestion Agréé  
CR : Capital-risque  
DEC: Digital Equipment Corporation  
DSRP: Document de Stratégie de Réduction de la Pauvreté  
FIARO : Financière d'assurance ARO  
GIE : Groupement d'Intérêt Economique  
ICST: Institut coréen des sciences et de la technologie  
IMF : Institution de Micro Finance  
LPS : Lettre de Politique Sectorielle  
ME : Moyenne entreprise  
NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotations  
NINEA : Numéro d'identification National des Entreprises et Associations  
NVCA : National Venture Capital Association  
ONECCA : Ordre National des Experts Comptables et Comptables Agréés  
PE : Petite Entreprise  
PIB : Produit Intérieur Brut  
PME : Petite et Moyenne Entreprise  
SA : Société Anonyme  
SARL : Société à Responsabilité Limitée  
SBIC: Small Business Investment Companies  
SCA: Stratégie de Croissance Accélérée  
SCR: Société de Capital-risque  
SFD: Systèmes Financiers Décentralisés  
SFI: Société Financière Internationale  
SNRI : Stratégie Nationale de Recherche et d'Innovation  
SURL: Société Unipersonnelle à Responsabilité Limitée  
SYSCOA : Système Comptable Ouest Africain  
TIC: Technologie de l'Information et de la Communication  
UEMOA : Union Economique et Monétaire Ouest Africain  
VCC: Venture Capital Association

## Liste des tableaux

Tableau 1: Résumé des caractéristiques des groupes de PME enquêtées .....	17
Tableau 2: Les différents types de mécanismes de contrôle .....	54

## Liste des graphiques et schémas

Figure 1 : Relation entre l'entrepreneur-dirigeant et le capital-risqueur dans la phase cogestion .....	9
Figure 2: Les sources de financement des PME au Sénégal .....	19
Figure 3: Schéma illustratif des principales caractéristiques du capital-risque .....	30
Figure 4: Liens entre l'origine des fonds des SCR et leur choix d'investissements.....	42
Figure 5: Incompatibilités des méthodes de gestion.....	49
Figure 6: Les divergences entre les deux conceptions du pouvoir .....	55
Figure 7: Intégration du « facteur C » au management .....	58
Figure 8: Le capital-réorganisation dans le processus d'investissement du capital-risque .....	60
Figure 9: Mécanisme aboutissant à la création de PME innovantes .....	64

### **Résumé**

Le capital-risque, considéré comme le mode de financement par excellence des PME dans les pays du nord, notamment aux Etats Unis, où il a permis l'éclosion puis le développement de nombre de PME tels que Microsoft, Apple, Facebook et tant d'autres, a du mal à se développer au Sénégal. Il s'est donc avéré essentiel pour nous, de nous pencher sur ce sujet afin d'en déterminer les causes et de proposer des solutions. Nous avons donc grâce aux méthodes d'entretiens, et d'analyse documentaires, analysé les facteurs de rejet ou de méfiance de la part des responsables de PME sénégalaises face au capital-risque, en évoquant comme hypothèses, les méthodes habituelles de gestion des PME sénégalaises qui ne correspondent pas forcément avec celles des capital-risqueurs, avec notamment un manque criant d'innovations. Puis de déterminer l'impact de l'omniprésence d'organismes internationaux parmi les investisseurs des SCR sur les choix opérés par ces derniers. Afin de réunir les éléments nous permettant d'apprécier les fondements du processus de construction « d'un capital-risque acclimaté » et de dégager les avantages comparatifs de ce modèle. Nous avons donc déduit de cette analyse que ce modèle de capital-risque acclimaté que nous préconisons, devrait concilier le mode gestion traditionnel des PME, à celui plus orthodoxe des capital-risqueurs. Ceci en intégrant un troisième facteur, le facteur communautaire (C). Nous suggérons également la mise en place d'une politique au plan national, qui permettrait l'éclosion d'un genre de PME beaucoup plus innovantes et par conséquent plus attrayantes pour les SCR. Ces dernières à qui nous proposons la création d'un guichet innovation au sein de leur structure. Car nous considérons que l'innovation est un élément catalyseur du capital-risque.

Mots clés : Capital-risque, PME, SCR, facteur (C), innovation

## 1. INTRODUCTION

La concurrence de plus en plus importante du fait de la mondialisation des échanges commerciaux, associée au souci d'innovation et à un cycle de vie des produits de plus en plus court, exigent de la PME sénégalaise, qui occupe une place prépondérante dans le paysage économique du pays, si elle veut survivre, un impératif de croissance exprimé par un investissement important et continu. Le financement de cet investissement constitue un coût important, surtout face à sa structure financière marquée par des déséquilibres importants (insuffisances des fonds propres, niveau élevé d'endettement).

Outre les réticences des dirigeants et l'existence de nombreux freins, l'ouverture du capital devient une nécessité. Dans ce cadre là, un financement par capital-risque peut être la solution pour insuffler à la PME une nouvelle dynamique et accroître son potentiel.

Nous admettons que le capital-risque peut être défini comme étant une activité d'intermédiation financière, entre des investisseurs à capacité de financement et des entreprises (PME) à besoin de financement non cotées plus ou moins avancées dans leur cycle de vie. La particularité de ce mode de financement réside dans le fait qu'elle apporte au-delà des moyens financiers un appui technique à la PME qui y a recours. Cet appui peut être de deux ordres, organisationnel et/ou stratégique. Le capital-risque représente une véritable aventure de partenariat entre un entrepreneur créateur et un financier associé dans un projet d'entreprise. Il apporte une contribution à tous les stades de développement de l'entreprise, depuis sa création jusqu'à sa transmission. L'influence du capital-risque sur les sociétés financées, peut prendre différentes formes selon la qualité de l'intervention de la société de capital-risque et le potentiel de l'entreprise financée.

Cette combinaison du capital financier et de l'effort non financier, est particulièrement propre au modèle originel observé dans la Silicon Valley. En effet, ce mode de financement a connu ses débuts aux Etats Unis vers les années 1940 sous le nom de « venture capital ». Le capital-risque y a trouvé toutes les conditions propices, à un développement réussi et sa répercussion sur l'économie américaine est incontestable. Elle a également eu un impact positif sur les économies européennes.

Cependant au Sénégal, ce mode de financement a du mal à prendre son envol. Malgré les besoins d'une économie en transformation, confrontée chaque jour aux défis de la mondialisation et à une ouverture plus grande de ses marchés, le capital-risque qui pourtant semble être un mode de financement taillé pour les PME, bât de l'aile.

Il y est apparu un demi-siècle plus tard, au début des années 1990 avec la création de la première société de capital-risque SENINVEST dont le principal investisseur était la CBAO. Depuis lors, très peu d'entreprises ont été financées via le capital-risque. Et celles qui y ont eu droit sont de grandes entreprises, les PME restent marginalisées. Plusieurs raisons peuvent justifier cet état de fait, même si très peu d'auteurs se sont penchés sur le sujet.

Il serait donc intéressant d'approfondir la réflexion sur, les raisons du manque d'intérêt pour le capital-risque ou de son faible taux de pénétration dans les PME sénégalaises. Ce que nous nous proposons de faire à travers ce mémoire ; en analysant la relation de ce capital-risque au Sénégal, depuis la création de la première société, avec les PME sénégalaises basées essentiellement à Dakar. Nous nous baserons sur des recherches documentaires et des entretiens, afin de renforcer nos hypothèses.

Notre mémoire se répartira donc en trois parties, dans les deux premières parties nous évoquerons les éléments théoriques et méthodologiques, afin que le lecteur puisse déjà cerner les contours du sujet. Ensuite nous développerons des éléments d'analyses, afin de confirmer nos hypothèses, et de proposer des solutions adéquates.

## **1.1 PARTIE THEORIQUE**

### **1.1.1 Problématique**

Le capital-risque est un mode de financement à l'origine de l'éclosion d'un grand nombre de PME outre atlantique, qui aujourd'hui sont devenues des géants chacune dans leurs domaines d'activités. Il s'est ensuite exporté dans les autres parties du globe, notamment en Europe, où il contribue à accroître fortement la croissance des PME du continent. Il est apparu en Afrique subsaharienne dans les années 1990, avec la création de la première société de capital-risque au Sénégal, SENINVEST. Depuis lors le volume des investissements dans les PME sénégalaises, qui pourtant est la principale cible de ce mode de financement, demeure toujours très faible. Le constat est donc que le capital-risque ne décolle pas au Sénégal, mais également dans les autres pays de l'Afrique-Subsaharienne. Les sociétés qui devraient bénéficier de ce financement, du fait de la nature même de ce dernier, les PME, sont délaissées au profit de sociétés de plus grandes tailles. On se pose donc la question de savoir, pourquoi le capital-risque a du mal à prendre son essor au Sénégal ?

### **1.1.2 Revue critique de la littérature**

Le capital-risque a suscité l'intérêt de nombre d'auteurs. Ces auteurs pour la plupart occidentaux se sont penchés essentiellement sur deux aspects du capital-risque en Europe et

aux Etats-Unis. Peu a donc été dit sur ce secteur en Afrique et au Sénégal. Les deux aspects qui ont souvent été évoqué concernent la relation liant les capital-risqueurs aux PME dans lesquelles elles investissent, ainsi que sur le rôle majeur que joue l'innovation, dans l'amélioration du niveau des investissements dans les PME européennes et américaines. Eric Stephany dans son ouvrage « La relation capital-risque/PME », où il décrit parfaitement la relation dirigeant/capital-risqueurs et Bernard Guilhon dans son ouvrage écrit en collaboration avec Sandra Montchaud « Le capital-risque mécanisme de financement de l'innovation », illustrent parfaitement cet état de fait. Le poids des PME au Sénégal et leur besoin criant de financement, expliquent la nécessité de s'intéresser au capital-risque et à son degré de pénétration dans les PME Sénégalaises à l'instar des PME européennes et américaines. Les réalités des PME sénégalaises qui ne sont pas forcément celles de leurs consœurs du nord, influencent de manière particulière le capital-risque au Sénégal, et nous renforcent dans l'idée de la nécessité de s'intéresser à ce secteur.

### **1.1.3 Modèle théorique d'analyse**

Le capital risque trouve ses fondements aux Etats Unis, son développement s'est accompagné d'une définition universellement accepté de l'activité du financement par capital-risque. En France, une certaine confusion est apparue quant à la définition de capital-risque. Nous allons donc confronter ces différentes définitions, afin de sortir les points de divergences.

#### **1.1.3.1 La conception française du capital-risque**

En France, l'acceptation d'une définition de l'activité de financement par capital-risque, commune et bien établie, est loin d'être acquise. En effet, il est important de noter que peu d'études ont mis en évidence la liaison pouvant exister entre financement par capital-risque et stade de développement de l'entreprise. De plus, le concept des « étapes de financement » n'est pas utilisé en France alors qu'il est un des facteurs essentiels du processus du capital-risque aux Etats Unis.

Pour Cleiftie et Persitz, le concept de Venture Capital a été traduit en français par le terme de financement de l'innovation, ainsi, les sociétés de capital-risque ont pris le nom de sociétés financières de l'innovation.

Pour Copin, il existe au moins 3 définitions possibles en France : une restrictive, une large et celle du compromis.

- Pour la définition restrictive : le financement par capital-risque est une prise de participation dans une jeune entreprise de technologie par un organisme désireux d'aider activement l'équipe dirigeante, en vue de dégager une plus value à terme.

- Pour la définition large : ce financement est destiné au renforcement des fonds propres, pour pallier la sous capitalisation chronique des entreprises françaises et permettre, entre autres, l'effet de levier indispensable pour la recherche de financement supplémentaire. Selon cette définition, on privilégie la notion de renforcement des fonds propres à celle d'aide à la création.

- La définition de compromis : le financement par capital-risque est l'injection en fonds propres dans les entreprises récentes ou plus âgées, mais amorçant une nouvelle étape significatives de croissance, de préférence dans les secteurs où la perspectives de développement sont importantes. Le but de cette opération est la réalisation d'une plus value, dans un cadre de collaboration active lorsque cela est possible. Cette définition du financement par capital-risque, comprend les interventions en amont et en aval de la création et le financement de développement.

Battini, donne une définition du financement par capital-risque en insistant surtout sur ses caractéristiques. Ainsi, le capital-risque se présente selon lui comme : un procédé de financement en fonds propres destiné aux petites et moyennes entreprises, un métier nouveau mettant en présence des acteurs nouveaux, des relations d'un type particulier entre finance et industrie, une association entre des apporteurs de capitaux de types différents, et aussi un moyen de s'enrichir pour les différents acteurs grâce à l'activité industrielle.

On peut dire que les définitions de Battini et Copin sont les plus proches de la conception américaine, mais la grande différence qui persiste est celle des « étapes de financement » qui n'est pas encore précisée dans les définitions des auteurs Français.

### **1.1.3.2 La conception du capital-risque aux USA**

Aux Etats-Unis, le capital-risque est considéré habituellement comme l'apport de fonds propres à de jeunes entreprises qui se trouvent en phases de démarrage et de développement. Ainsi, les américains distinguent l'activité de financement en capital-risque de l'activité du financement de transmissions. On distingue généralement trois segments du « Private equity »:

- Le capital-risque : ensemble des activités en fonds propres à l'exclusion des rachats d'entreprises (Buyout), des investissements mezzanine.

-Le financement des opérations de transmission (Buy out), généralement par endettement avec effet de levier (Leverage Buyout, LBO). Des fonds sont fournis à une entreprise pour lui permettre de financer l'acquisition d'une autre entreprise. Ces opérations portent généralement sur de grosses entreprises arrivées à maturité.

-Le financement mezzanine, destiné à l'entreprise qui va être introduite en bourse.

Notre travail se limitera donc à l'étude du capital-risque au sens strict et exclura par conséquent les opérations de LBO.

Cependant, il faut savoir qu'au sein du capital-risque on peut encore distinguer plusieurs stades, à savoir :

- Stade d'amorçage (early stage / seed capital): il s'agit de l'entreprise au stade du projet
- Stade de démarrage (early stage / start up): l'entreprise a commencé à fonctionner mais n'a pas encore commercialisé son produit
- Stade de développement expansion: l'entreprise est en phase de croissance de sa production et des ventes
- Stade avancé (later stage): l'entreprise arrive à maturité et sa croissance ralentit

Nous retiendrons par conséquent dans la suite de cette recherche, le modèle américain du capital-risque comme modèle de référence.

### **1.1.4 Délimitation conceptuelle**

#### **1.1.4.1 La cogestion**

Il faut comprendre par cogestion dans le cadre de ce mémoire, les relations entre les chefs d'entreprises et les capital-risqueurs, autant du point de vue organisationnel que stratégique, dans la gestion de l'entreprise après financement de celle-ci par les capital-risqueurs :

- **Dimension organisationnel**

Cette dimension regroupe un ensemble de niveaux représentant l'organisation de l'entreprise, il s'agit entre autres de:

- L'Influence sur la gestion des ressources humaines.
- L'Influence sur le système d'information comptable et financier.
- L'Influence sur le processus de production.
- L'Influence sur la politique Marketing, etc.

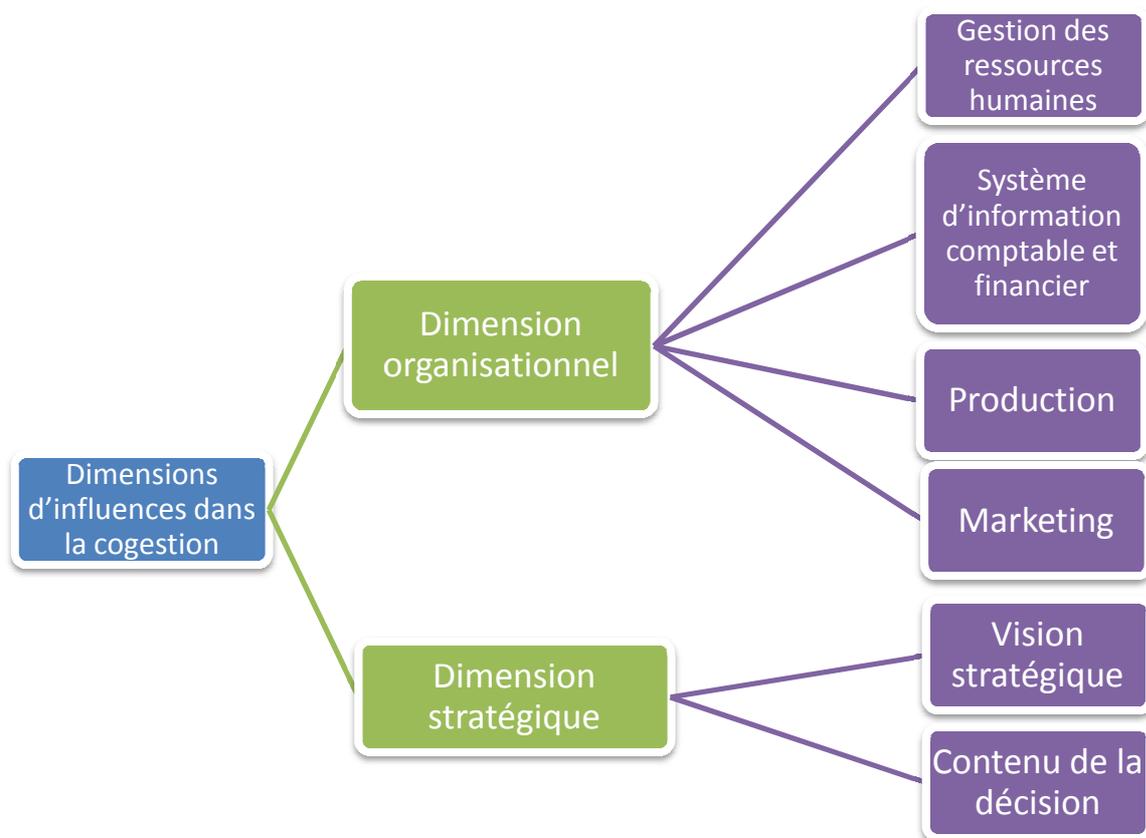
- **Dimension stratégique**

Il s'agit ici de l'ensemble des niveaux d'analyses liées au pilotage de l'entreprise, on distingue principalement deux (2) volets :

- Influence sur la vision stratégique du dirigeant
- Influence sur le contenu des décisions

L'analyse de la relation entre l'entrepreneur-dirigeant et le capital-risqueur dans la phase cogestion peut être représentée de la manière suivante :

**Figure 1 : Relation entre l'entrepreneur-dirigeant et le capital-risqueur dans la phase cogestion**



### 1.1.4.2 Le capital-risque acclimaté

Le concept de capital-risque acclimaté, ressort de notre étude menée sur ce domaine au Sénégal. Ce concept prend en compte aussi bien les caractéristiques du modèle de base du capital-risque, fondé sur les principes fondamentaux que sont ; la participation au capital social, participation dans la gestion de l'entreprise financée et la sortie du capital à une échéance fixée. Mais également certaines spécificités que nous avons développées à partir de la problématique, et des hypothèses évoquées, tel que l'intégration du facteur C dans la cogestion.

### **1.1.4.3 L'entreprise familiale**

L'entreprise familiale ici, ne fait pas référence à celle dont l'essentiel du capital est détenu par une seule famille. Mais plutôt une entreprise dans laquelle, la quasi-totalité des salariés sont de la même famille que le chef d'entreprise.

### **1.1.5 Objectifs de la recherche**

#### **1.1.5.1 Objectif général**

L'objectif général de notre recherche, est d'analyser l'environnement dans lequel évolue le capital-risque au Sénégal.

#### **1.1.5.2 Objectifs spécifiques**

Apprécier les fondements, processus de construction d'un « capital-risque acclimaté » et dégager les avantages comparatifs de ce modèle.

### **1.1.6 Hypothèses de recherche**

#### **1.1.6.1 Hypothèse générale**

La non prise en compte par les initiateurs du CR, de caractéristiques essentielles des PME sénégalaises en particulier, Ouest africaine en général, posent en amont des problèmes au moment de la conception du CR et durant sa mise œuvre. L'on peut postuler que dans la plupart des PME sénégalaises, presque toutes les directives sont dictées par le chef d'entreprise. Ce dernier détient donc tout le pouvoir, et le plus souvent n'est pas disposé à le partager avec les capital-risqueurs. La principale hypothèse serait que, les méthodes habituelles de gestion des PME sénégalaises ne correspondent pas avec celles des capital-risqueurs, du coup, on devrait songer à élaborer un capital-risque « acclimaté ».

#### **1.1.6.2 Hypothèses spécifiques**

Au-delà de cette hypothèse, liée aux caractéristiques essentielles que nous avons évoquées, on constate que la plupart des SCR, ont des panels d'investisseurs composés de sociétés d'investissements internationales, qui pourraient influencer les SCR dans leur choix de PME d'une certaine envergure. Car de leur point de vu, ces dernières seraient plus aptes à tirer vers le haut la croissance des Etats dans lesquels elles se trouvent. A cela s'ajoute le manque d'innovations des PME Sénégalaises, qui comme nous avons eu à le souligner, est un élément essentiel dans la dynamique du CR.

## **1.2 METHODOLOGIE**

### **1.2.1 Cadre de l'étude**

Notre étude porte sur les PME de l'un des pays de l'espace UEMOA, le Sénégal. Cette étude se déroule dans une période de mise en œuvre d'actions, en vue de l'atteinte des objectifs du millénaire, et de la réalisation de l'émergence par les pays en voies de développement. Ceci passe donc par l'accroissement du potentiel de ces PME, qui constituent l'essentiel du tissu économique des pays concernés (dont le Sénégal).

#### **1.2.1.1 Délimitation temporelle**

Notre étude porte sur le marché du capital-risque au Sénégal depuis les années 1990 plus précisément depuis 1992, année de la création de la première société de capital-risque, SENINVEST qui aujourd'hui est devenue simplement une société financière d'investissement. En effet c'est vers ces années que le capital-risque a intégré le paysage économique des pays d'Afrique, notamment le Sénégal. Le choix de cet espace temporel devrait nous permettre d'illustrer le faible taux de pénétration de ce mode de financement en Afrique et surtout au Sénégal.

#### **1.2.1.2 Délimitation spatiale**

Cette étude a été réalisée dans la capitale Dakar, où se focalise l'essentiel des PME du Sénégal et la totalité des SCR. Nous avons choisi de travailler sur ces PME, parce qu'elles sont les plus représentatives et les plus proches des SCR. Cependant il n'a pas été mis l'accent sur un type particulier de PME ou de SCR.

### **1.2.2 Objet d'étude**

Comment et en quoi la 'cogestion', une des étapes (moment) du CR recèlerait des facteurs de rejet ou de méfiance de la part des responsables de PME sénégalaises. Et quel pourrait être l'impact de l'omniprésence d'organismes d'investissements internationaux parmi les investisseurs des SCR sur les choix opérés par ces derniers.

## **1.2.3 Méthodes outils et techniques d'investigations**

### **1.2.3.1 Recherche documentaire**

Pour notre étude nous avons eu recours à une recherche documentaire qui consistait essentiellement à analyser la production de livres et d'articles portant sur le thème. Nous avons ciblé des ouvrages généraux, des thèses et mémoires d'études sur le capital-risque. Le but de cette étude documentaire, était de se construire une première représentation du capital-

risque tel qu'il est conçu dans le reste du monde .Elle nous a permis, en plus d'avoir un aperçu assez global sur la question, d'avoir également une approche multidimensionnelle, capable de mieux expliciter les principaux aspects relatifs à notre problématique.

### 1.2.3.2 Méthode d'entretien

La rencontre pour un entretien n'est pas une situation commune « deux individus qui ne se connaissent pas échangent des propos sur le sujet, pendant une période du temps limitée, l'un n'est pas demandé à être interrogé et n'a rien à gagner à l'entrevue, il a peut être à perdre des informations confidentielles qu'il pourrait être amené à divulguer au cours de l'entretien » Berthier (2000)<sup>1</sup>.

Pour faire face à cette situation Blanchet (1991)<sup>2</sup>, propose d'établir ce qu'il appelle un « cadre contractuel de la communication » qui est composé des représentations et des croyances des interlocuteurs sur les enjeux et les objectifs de l'entretien. Nous avons ainsi exposé à nos interlocuteurs les motifs de la rencontre, le choix de leur structure et nous nous sommes efforcés de les rassurer sur l'utilisation de leurs propos.

Les entretiens ont été réalisés sur une durée d'une heure environ. Ils ont eu lieu dans les locaux des sociétés de capital-risque enquêtées.

Les entretiens effectués sont semi directifs pour faciliter le recueil des données et maîtriser le cadre d'analyse, de ce fait on a élaboré un guide d'entretien composé d'un ensemble de questions simples et ouvertes.

### 1.2.4 Difficultés et limites de la recherche

Il semble normal que toute étude ou recherche soit confrontée à un certains nombre d'obstacles. Dans le cadre de notre recherche, le principal obstacle auquel nous étions confrontés était, la quasi inexistence d'études sur le sujet dans le cadre d'étude que nous avons délimité, ainsi que de données statistiques (Agence Nationale de la Statistique) sur le capital-risque au Sénégal. Une deuxième difficulté était de pouvoir rencontrer les dirigeants de PME ayant eu recours à ce mode de financement ou ayant le potentiel pour recourir au capital-risque. Ce sont là entre autres les faiblesses de la recherche qu'il faudrait améliorer, dans le cadre d'une étude ultérieure abordant ce sujet. Cependant, nous avons essayé autant que faire se peut de réduire les biais de toutes ces limites.

---

<sup>1</sup> N. BERTHIER, *Les techniques d'enquêtes*, Armand Colin, Paris, p.22

<sup>2</sup> A. BLANCHET, *Evaluation discursive de l'efficacité thérapeutique*, Dunod, Paris, pp. 75-99

## Chapitre 1 : L'ENVIRONNEMENT DES PME AU SENEGAL

### Section 1 : La conception de la PME au Sénégal et son poids dans l'économie du pays

#### I. Les critères distinctifs des PME au Sénégal

Il existe autant de définitions de la PME qu'il y a d'experts sur le sujet. La difficulté d'avoir une définition précise de cette réalité économique tient au fait que la PME est multiforme par son objet, ses ressources en capital et en compétences, par le fait du manager et des ambitions qu'il porte, par le contexte économique dans lequel elle évolue. La conception de la PME est donc assez variable d'un pays à un autre ; ce qui fait qu'il n'existe pas de définition universelle de la PME. Cependant on peut retenir que quand on parle de PME, l'on désigne toute personne physique ou morale, productrice de biens ou de services marchands. Au Sénégal, des textes légaux permettent de cerner de façon assez précise ce concept. Ces textes définissent les PME en fonction des critères quantitatifs tels que le volume d'investissements, la taille, les effectifs, le chiffre d'affaires, etc. En général, ces critères sont non cumulatifs. Ainsi donc depuis le 6 février 2008, la loi d'orientation prise par le gouvernement relative à la promotion et au développement des PME<sup>3</sup>, distingue deux grandes catégories de PME: la Petite entreprise et la Moyenne entreprise.

##### 1. Les petites entreprises

Les petites entreprises (PE) regroupent les micro-entreprises et les très petites entreprises répondant aux critères et seuils suivants :

- Effectif compris entre un (01) et vingt (20) employés ;
- Tenue d'une comptabilité allégée ou de trésorerie certifiée par une structure de Gestion Agréée (CGA) selon le système comptable en vigueur au Sénégal, le SYSCOA.
- Chiffre d'affaires hors taxes annuel n'atteignant pas les limites suivantes définies dans le cadre de l'impôt « synthétique » : 50 millions de F CFA pour les PE qui effectuent des opérations de livraisons de biens ; 25 millions de F CFA pour les PE qui effectuent des opérations de prestations de services ; et 50 millions de F CFA pour les PE qui effectuent des opérations mixtes telles que définies par les textes relatifs audit impôt.

##### 2. Les moyennes entreprises

Les moyennes entreprises (ME) répondent aux critères et seuils suivants :

---

<sup>3</sup> Gouvernement du Sénégal, *Loi d'orientation relative à la promotion et au développement des PME*, Dakar, Juillet, N° 2008-29, 2008, art. 1- 4

- Effectif inférieur à deux cent cinquante (250) employés ;
- Tenue d'une comptabilité selon le système normal en vigueur au Sénégal et certifiée par un membre inscrit à l'Ordre National des Experts Comptables et Comptables Agréés (ONECCA) ;
- Chiffre d'affaires hors taxes annuel compris entre les limites fixées pour la (PE) et 15 milliards de F CFA ;
- Investissement net inférieur ou égal à 1 milliard de F CFA.

La qualité de PME reconnue par la Charte des PME au Sénégal est octroyée pour une durée de cinq (05) ans. Elle est renouvelable sur production des éléments justifiant l'appartenance de l'entreprise à la catégorie concernée. L'entreprise étant amenée à évoluer au cours de son existence, ce changement de catégorie est soumis à conditions. Le changement de catégorie est constaté sur demande expresse de l'entreprise ou prononcé d'office par la Cellule de Suivi de la Charte. Cette qualité sera perdue à tout moment en cas de non-respect des engagements souscrits ou en cas de fraude avérée et de condamnation de la PME dûment prononcée, de façon définitive, par les juridictions compétentes.

### **II. Le poids des PME dans l'environnement économique au Sénégal**

Bien qu'il soit pauvre en ressources naturelles, le Sénégal possède la deuxième économie de l'UEMOA et la quatrième économie de la sous région ouest africaine après le Nigéria, la Côte d'ivoire et le Ghana. Sa situation géographique, sa stabilité politique ainsi que ses infrastructures en sont les atouts majeurs. En effet, le Sénégal est le pays le plus avancé du continent africain dans l'Océan Atlantique, au confluent de l'Europe, de l'Afrique et des Amériques, et à un carrefour de grandes routes maritimes et aériennes. Le pays dispose également des meilleures infrastructures de télécommunication et de communication de la région ouest africaine.

Le tissu économique et industriel est présenté comme l'un des plus importants de la zone UEMOA. L'essentiel de la richesse produite se concentre dans les services, le tourisme, le BTP... Le secteur privé sénégalais est composé d'une mosaïque d'entreprises et d'entrepreneurs où cohabitent en effet, un secteur moderne structuré, d'une part, et un secteur de l'économie populaire, principalement urbaine, communément appelé « informel » et peu structuré au niveau de l'organisation interne des entreprises la composant, d'autre part. La capitale Dakar est la principale plaque tournante de l'économie sénégalaise. Au cours de la décennie 1995-2005, le Sénégal a stabilisé sa situation macroéconomique et a enregistré une

croissance supérieure à celle des autres pays de l'UEMOA grâce au dynamisme de l'activité des PME dans les domaines des services et de la construction, ce qui a compensé la baisse de production dans le secteur agricole. Après la contreperformance de 2006, l'activité économique s'est redressée en 2007, d'après le rapport zone franc de la banque de France<sup>4</sup>, elle a atteint un taux de croissance réelle du PIB d'environ 4,8% contre 2,3% en 2006 ceci grâce notamment à l'effort fait par les PME dans les différents secteurs. En 2007, l'agriculture a contribué à hauteur de 12,5% à la formation du PIB. La pêche qui reste cependant un des secteurs clés de l'économie, a subi les conséquences de la dégradation des ressources halieutiques et de l'augmentation récente de la facture énergétique. La part de l'industrie se monte à 20,8%. Le secteur des services demeure le plus important avec une contribution de 54%.

Au cours de 2008, la croissance a de nouveau subi un ralentissement consécutif aux difficultés du secteur industriel, au ralentissement des activités du secteur privé, notamment le BTP et aux effets induits de la crise alimentaire et énergétique. L'inflation a atteint plus de 6%, soit le niveau le plus élevé depuis la dévaluation du franc CFA de 1994<sup>5</sup>.

Dans le contexte de double crise financière et économique qui marque le début de l'année 2009, le principal défi auquel fait face le Sénégal consiste à accélérer la croissance économique et à faire reculer la pauvreté, dans le cadre du document de stratégie de Réduction de la Pauvreté (DSRP) et de la Stratégie de croissance accélérée (SCA) (Cf. Page 4 du document). Ce cadre consacre le secteur privé, comme le moteur de la croissance et donne les orientations pour améliorer la compétitivité des PME dans les secteurs et les marchés sur lesquels le Sénégal a choisi d'exceller. L'engagement du Sénégal à améliorer le climat des affaires pour le rendre plus propice à l'initiative privée en accélérant les réformes structurelles et de gouvernance est une aubaine pour ces PME.

En cela, le dernier rapport Doing Business<sup>6</sup>, confirme des avancées pour le Sénégal, qui gagne trois places en passant de la 157<sup>ième</sup> place en 2011 à la 154<sup>ième</sup> place en 2012. Cependant des avancées notables restent encore à faire en ce qui concerne l'accès au financement des PME.

---

<sup>4</sup> Banque de France, *Rapport zone franc*, Paris, Banque de France, 2007, p. 1

<sup>5</sup> DPEE /MEF, *Etude comparative du niveau et de l'évolution des prix entre le Sénégal et les pays de l'UEMOA*, Dakar, DPEE/MEF, 2008, p. 31

<sup>6</sup> Banque mondiale/SFI, *Rapport Doing Business 2012 : Entreprendre dans un monde plus transparent*, Washington, D.C., Banque Mondiale/SFI, 2011, p. 6

Au Sénégal, selon une étude récente réalisée par la Direction des PME et révélée dans la note de présentation du directeur des PME M. Ibrahima Diouf, ces dernières constituent plus de 90 pour cent du tissu économique. En dépit de cette supériorité numérique, elles ne contribuent que pour moins de 33% à la croissance et à 42% à la création d'emplois.

Aussi, l'importance stratégique des petites et moyennes entreprises (PME) dans l'économie sénégalaise amène-t-elle les acteurs concernés, au premier rang desquels l'Etat, à porter une attention particulière à sa promotion et aux conditions dans lesquelles s'opère leur « financement », ce dernier étant identifié, à travers les différentes études auprès des promoteurs et dirigeants de PME, comme l'obstacle majeur au développement de leurs entreprises.

### **Section 2 : La relation des PME avec les institutions de crédit**

Dans le cadre de l'élaboration de la lettre de politique sectorielle, une enquête a été menée, relative à l'accès au financement par les PME. Cette enquête a fait ressortir quatre groupes de PME réparties d'après les critères répertoriés dans le tableau ci-après :

**Tableau 1: Résumé des caractéristiques des groupes de PME enquêtées**

	<b>Groupe 1 : 20% PE Individuelle</b>	<b>Groupe 2 : 35% PE Artisanale</b>	<b>Groupe 3 : 26% PE Emergente</b>	<b>Groupe 4 : 19% PME Structurée</b>
<b>Capital, forme juridique</b>	Entreprises caractérisées par la faiblesse ou le manque de capitaux (moins d'un million) Constitué de sociétés individuelles (76%) et de GIE (17) 6 entreprises sur 10 sont localisées hors de Dakar	Entreprises caractérisées par la faiblesse des capitaux (compris entre 1 et 15 millions). La grande majorité (87%) constituée de sociétés individuelles localisée hors de la capital, appartiennent au groupe des artisans	Entreprises caractérisées principalement par un faible niveau de capital (compris entre 5 et 15 millions), une présence à la fois de sociétés individuelles (58%), de GIE (19%), de SARL (8%) et de sociétés anonymes (5%)	Les entreprises de ce groupe disposent de capitaux relativement importants (peut dépasser 25 millions), Les sociétés à capitaux prédominant (SURL, SARL, SA environ 54%) malgré une forte présence des Entreprises individuelles (38%)
<b>Taille Et chiffre d'affaires</b>	En majorité, des entreprises de petite taille (94%) Effectif moyen de 7 (min 1 et max 34) CA inférieur à 50 millions de FCFA.	En majorité des entreprises de petite taille (96%) Effectif moyen de 5 (min 1 et max 250) CA inférieur à 50 millions de FCFA.	En majorité des entreprises de petite taille (92%), Effectif moyen de 9 (compris entre 1 et 155) CA peut dépasser 100 millions de FCFA.	Bien que 50% des entreprises moyennes figurent dans ce groupe, elles ne représentent que 18% de l'effectif. Elles y côtoient les entreprises de taille modeste mais performantes CA peut dépasser 100 millions de FCFA.
<b>Promoteur et Employés</b>	Exclusivement de sexe masculin et d'âge avancé ayant duré longtemps dans la profession. 63% ayant plus de 20 ans d'expérience. Se distingue par un nombre relativement élevé de sans niveau (23% contre une moyenne de 13%). Autres niveaux: secondaire (32%) et secondaire court (23%).	En majorité des promoteurs jeunes de sexe masculin avec un niveau d'expérience moins élevé que le groupe 1 mais comparable aux autres groupes. En majorité, de niveaux secondaires (41,8%) et supérieur court (25,8%). Travailleurs essentiellement de sexe masculin.	Promoteurs plus âgés de sexe masculin. En majorité de niveau secondaire (32,8%) et supérieur long (25,8%) avec des employés aussi bien de sexe féminin (27%) que masculin.	Promoteurs moins âgés de sexe masculin. Se distinguent par les niveaux d'instruction primaire (23%) et secondaire (28%).
<b>Secteur d'activité</b>	Forte prédominance du Commerce et de l'Artisanat, y compris le BTP.	Forte présence des artisans, y compris le BTP, bien que le Commerce prédomine. Aussi présence de TIC.	Commerce, Industrie, Pharmacies. Tourisme, Education, TIC et Artisanat, y compris BTP	BTP, Tourisme, TIC, Santé, Industrie, Imprimerie, Communication et Transport.
<b>Mode de gestion et développement organisationnel</b>	Quasi absence de plan et d'outils de prévision. Dispose de compte bancaire, mais pas au nom de l'entreprise. Ne dispose pas de comptable, ni de gestionnaire financier autre que le directeur	Dispose de compte bancaire ou SFD, mais pas au nom de l'entreprise. Peut tenir régulièrement une comptabilité. Déclare disposer d'un plan d'affaires, mais qui n'est pas formalisé. Peut être inscrit à la fois au registre du commerce et au registre des métiers. Epreuve des difficultés à accéder au financement pour investir.	Dispose d'un compte bancaire ouvert au nom de l'établissement, du nouveau NINEA et d'un comptable. Etablit des budgets de trésorerie et dispose d'un gestionnaire financier autre que le Directeur. Epreuve des difficultés à accéder au financement pour investir et renforcer le fonds de roulement.	Les entreprises de ce groupe disposent d'un compte bancaire établi en leur nom, du nouveau NINEA. Elles ont élaboré des plans d'affaires et disposent d'un gestionnaire financier autre que le directeur.

Source : Enquête quantitative LPS-Accès au Financement des PME, DPME, novembre 2008

### **I. Les freins du développement des relations avec les institutions de crédit**

L'étude sur l'accès au financement des PME révèle qu'au cours des deux dernières années précédentes 2008, seuls 30% des entreprises ont sollicité des prêts. Les entreprises des groupes trois (3) et (4) ont été plus actives dans ce domaine. Les raisons qui freinent le développement des relations avec les institutions de financement sont nombreuses et dépendent très souvent du niveau de développement des entreprises.

En général, les entreprises observent une grande méfiance vis-à-vis du système financier. Les observations suivantes sont récurrentes: « je n'ai pas confiance au système ; je ne suis pas intéressé par les prêts ; je ne veux pas prendre des risques ; et surtout je ne veux pas payer d'intérêts ».

Elles déplorent également les conditions de prêts qu'elles jugent inappropriées. De manière spécifique, elles déclarent ne pas être en mesure de fournir les garanties exigées par les institutions prêteuses, garanties qui parfois sont très lourdes. En plus, les entreprises du groupe 4, qui sont les principales interlocutrices des banques invoquent la longueur des procédures ainsi que le coût du crédit. Selon elles, « le processus de décision dure trop longtemps et les intérêts sont trop élevés ». Le groupe 4 présente des traits assez particuliers : les entreprises de l'agriculture et de l'agroalimentaire y sont presque inexistantes. De même, le secteur de la santé est largement moins représenté. A part le commerce, deux sous secteurs y sont fortement représentés : le tourisme (tout comme dans le groupe 3), le BTP et les services.

A l'analyse, les activités de commerce général et de détail sont transversales et prédominent. Elles sont suivies du secteur de l'artisanat, y compris le BTP et la construction. Les industries de production y sont peu présentes. Les secteurs du tourisme et des TIC occupent une place non négligeable dans le tissu des entreprises au Sénégal. Il ressort de cette enquête menée dans le cadre de la Lettre de Politique Sectorielle de novembre 2008 que l'accès au financement des PME est limité et est bien en deçà de la demande.

### **II. Institutions de prêts privilégiés par les PME et analyse des facteurs de rejet de demande de crédits**

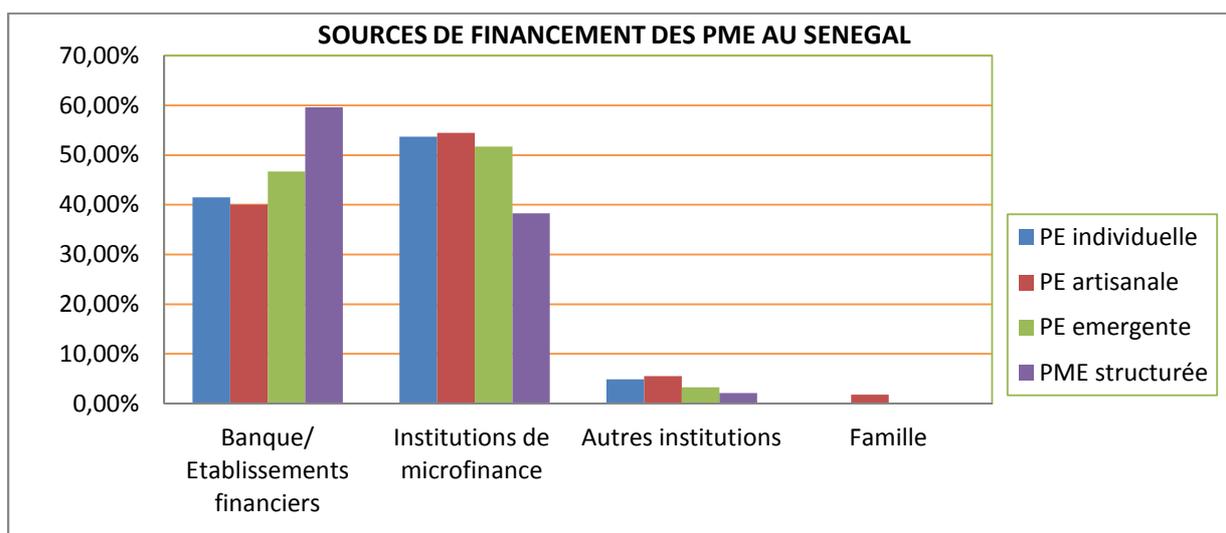
#### **1. Les institutions de prêts privilégiés par des PME**

Le choix de l'institution de financement par les PME dépend du type de PME tel que catégorisées dans le cadre de l'élaboration de la lettre de politique sectorielle. La majorité des entreprises structurées ayant sollicité des prêts, soit 60%, ont une préférence pour les

banques. Elles arrivent également à mobiliser du financement auprès des membres de la famille, un mode de financement qu'on connaît sous le vocable « capital amical ».

En revanche, les entreprises des groupes 1 et 2 (moins structurées et informelles) traitent plutôt avec les systèmes financiers décentralisés (SFD) et arrivent tout de même à bénéficier des concours des organismes de développement. Les PME émergentes, à mi-chemin entre le formel et l'informel, constituent le champ de concurrence entre les banques commerciales et les SFD matures. Cette étude nous éclaire donc sur la segmentation du marché et le ciblage des différents intervenants. En résumé pour les groupes un(1), deux(2) et trois(3), l'institution prêteuse reste les institutions de microfinance alors que le groupe 4 travaille davantage avec les banques. En dehors des institutions financières, certaines entreprises bénéficient d'aides et de subventions de partenaires techniques et financiers. Ces concours sont davantage destinés aux entreprises des groupes un(1) et deux(2) pour lesquelles ils atteignent respectivement 5 et 6% de l'investissement. La famille joue un rôle non négligeable pour les PME structurées. En effet, leur concours atteint un peu plus de 6% pour ce groupe. La part du capital-risque reste marginale, elle partage avec les autres institutions de financements à savoir ; les fonds de garanties, les établissements de crédit-bail, le marché financier, moins de 5% de l'investissement dans les PME enquêtées, avec une préférence du capital-risque pour les PME du groupe 4<sup>7</sup>.

**Figure 2: Les sources de financement des PME au Sénégal**



Source : Graphique conçu à partir des données fournies dans la LPS 2008

<sup>7</sup> Direction des PME, *Etude sur l'offre et la demande de financement des PME au Sénégal*, Dakar, CABINET VA CONSEILS, 2010, p. 47

### **2. Analyse des facteurs de rejet de demande de crédit par les institutions de financement**

D'après une étude menée par le CEPOD (Centre d'Etudes de Politiques pour le Développement<sup>8</sup>), les principales entraves à la satisfaction des demandes de financement des PME identifiées sont en générales :

- La trop grande personnalisation du pouvoir au sein des PME

L'une des caractéristiques du risque en ce qui concerne le PME est la concentration de toutes les compétences techniques et managériales au niveau du promoteur, chef d'entreprise. Ce qui dénote souvent un faible niveau organisationnel et constitue un handicap vis à vis des Institutions de Financement. En effet, les données d'enquête sur la demande de financement révèlent que les entreprises individuelles et les SURL représentent 46,8% des PME ; d'ailleurs, 16% d'entre elles sont localisées au domicile de leurs propriétaires, ce qui est révélateur d'un faible niveau organisationnel. Il apparaît que même dans le cas des SA et SARL, l'actionnariat se limite le plus souvent au chef d'entreprise et éventuellement à la famille et aux amis proches.

- L'inexpérience des dirigeants de PME dans la gestion d'entreprise

Les dirigeants de PME ont en général un déficit de formation et d'expérience dans la gestion de l'entreprise. La plupart des dirigeants des PME n'ont pas un « background » scolaire solide, leur permettant de gérer efficacement leurs structures. Toutes les décisions sont prises sans études réelles des facteurs pouvant influencer ces décisions.

- Le Taux de disparition élevé des PME

Le taux de disparition élevé des PME sur les premières années d'exploitation ; soit 65% d'après les dire du ministre en charge de Pme Abdoulaye Baldé, lors du forum international sur l'offre de financement tenu à Dakar en Novembre 2011, engendre une réticence des Institutions à financer les phases de création et de lancement des PME. S'agissant des PME, l'exigence de critères (ratio décision) tels que l'autonomie financière, la capacité de remboursement, la liquidité et la rentabilité peuvent aider à renforcer leur qualité de gestion. L'essentiel de l'offre de financement étant orientée vers les Entreprises en développement, donc ayant déjà fait leurs preuves.

- Le manque d'états financiers et autres documents

---

<sup>8</sup> CEPOD, *Etude sur la diversification des instruments de financement des PME, intégrant l'épargne des immigrés*, Dakar, CEPOD, 2005, p. 50

Les relations bancaires avec la clientèle se fondent sur la confiance qui naît de sources d'informations internes et externes. Dans son appréciation du risque, le système financier privilégie l'approche par documents ; d'où l'importance de l'existence, de la fiabilité et de la disponibilité des informations juridiques, comptables et financières au niveau des PME.

### - La Faiblesse des fonds propres des PME

La solvabilité à terme d'une entreprise reste liée aux niveaux de ses capitaux propres. Le ratio capacité d'endettement, c'est-à-dire les fonds propres sur les capitaux permanents de l'entreprise, doit être conforme au taux fixé par l'institution financière qui octroie le prêt. L'orthodoxie financière voudrait que ce taux soit supérieur ou égal à 50%. Il apparaît donc impérieux pour les PME de trouver les voies et moyens afin de renforcer la structure de leur fonds propre, qui est un élément essentiel aussi bien pour l'octroi de crédits mais également pour la survie à long terme de l'entreprise. Patrice Hoppenot, président co-fondateur d'I&P (Investisseur et Partenaire pour le développement), considère que : « Augmenter les volumes de financement offerts ne suffit pas à améliorer le financement des PME. Ces dernières ont besoin de mise à niveau pour satisfaire les critères d'éligibilité des banquiers et autres investisseurs. Étant donné les difficultés rencontrées par les promoteurs, il est nécessaire de proposer, sous certaines conditions, non seulement des fonds propres et des prêts, mais aussi une assistance technique<sup>9</sup> ».

Le capital-risque vient en réponse à toutes ces préoccupations, en apportant les garanties nécessaires favorisant la croissance de la PME financées.

---

<sup>9</sup> PROPARCO, *LA REVUE DE PROPARCO : L'investissement en capital dans les PME d'Afrique Subsaharienne*, Paris, Mai, N°1, 2009, pp. 23-25

## Chapitre 2 : LE MARCHE DU CAPITAL-RISQUE

### Section 1 : Emergence du financement par capital-risque

#### I. L'offre de financement par capitaux propres

On désigne par capitaux propres, les fonds apportés par des actionnaires à la constitution de la société ou ultérieurement, ou laissés à la disposition de la société en tant que bénéfices non distribués sous forme de dividendes, ils permettent aussi de développer la rentabilité de l'entreprise, d'élargir la possibilité de financement externes et de réduire le risque de faillite, autrement dit la présence de financement par capitaux propres à pour effet de diminuer le risque de l'entreprise, en réduisant le levier financier S-T Pierre (2000)<sup>10</sup>.

Le financement par capitaux propres favorise aussi la stabilité de l'entreprise et par conséquent permet de renforcer la position concurrentielle de celle-ci. Une entreprise sans avoir recours à un financement extérieur peut par exemple utiliser les liquidités générées par son exploitation pour la réalisation d'un plus grand nombre de projets que celle qui doit continuellement aller chercher son financement à l'extérieur. En effet, un niveau élevé de capitaux propres donne une plus grande marge de manœuvre à l'entreprise ; ce qui fait qu'elle est moins exposée au risque de refus de financement par les institutions bancaires.

D'après la définition que nous donne S-T Pierre (2000)<sup>11</sup> des capitaux propres nous pouvons en déduire que le financement des PME par capitaux propres est composé de deux éléments majeurs : le capital actions, et les bénéfices réinvestis. L'orthodoxie financière voudrait qu'à la création d'une entreprise, celle-ci soit financée au moins à moitié par capitaux propres. Ceux-ci seront exclusivement composés de capital actions, par la suite, et s'il n'y a pas d'autres apports de fonds des actionnaires, la part du capital actions dans les capitaux propres diminuera rapidement selon la rentabilité de l'entreprise et nous verrons les bénéfices non répartis constituer la plus importante proportion des capitaux.

L'importance des fonds propres dans le haut du bilan est l'un des principaux éléments considérés par les banquiers et par tous les bailleurs de fonds pour établir le niveau de risque de l'entreprise. Etant donné que les bénéfices constituent une grande partie de ces fonds propres, on comprend que les entrepreneurs ont intérêt à les réinvestir massivement dans l'entreprise plutôt que de les distribuer aux actionnaires sous forme de dividendes, afin d'améliorer le niveau de ces fonds propres.

---

<sup>10</sup> ST-PIERRE Josée, *La gestion financière des PME : théories et pratiques*, Québec, presses de l'université du Québec, 2000, p. 31

<sup>11</sup> ST-PIERRE, (2000) op. Cit.

Il semble évident qu'en plus de constituer une partie importante de financement de l'entreprise, les capitaux propres contribuent à réduire substantiellement son niveau de risque financier et deviennent, de surcroît, une preuve de la confiance qu'on les actionnaires dans le projet dans lequel ils s'engagent.

Ceci montre que l'autofinancement reste la source privilégiée durant les premières phases d'existence de l'entreprise. Cependant, il reste insuffisant pour financer la croissance de celle-ci, ce qui amène généralement les entrepreneurs à chercher ailleurs d'autres sources de financement afin de renforcer le poids des capitaux propres.

Devant ces besoins de capitaux propres, il existe différentes sources. Etant donné leur relative importance dans la littérature, nous nous pencherons surtout sur les sources les plus essentielles que sont le capital amical, les partenariats, l'actionnariat salarial, le financement public, le marché du capital-risque.

### **1. Le capital amical**

Encore appelé «love money » ce type de financement provient des parents ou amis proches de l'entrepreneur, ou de toute autre personne ayant des relations de proximité avec lui. Ce capital est souvent utilisé au démarrage de l'entreprise. Par rapport à un prêt bancaire, cette solution offre l'avantage de la souplesse, et de la facilité. Les banques comptent sur cette source de financement pour rééquilibrer la structure financière lorsqu'une entreprise sollicite une augmentation des sommes empruntées ou de nouveaux capitaux. Mentionnons également que la possibilité de compter sur le capital amical en cas de difficulté financière devient un facteur de survie important pour beaucoup de PME en Afrique subsaharienne notamment au Sénégal.

### **2. Les partenariats**

Souvent les PME sont imbriquées dans un réseau de ressources très variées : les employés, les fournisseurs, les clients, les institutions financières, le gouvernement, etc. la présence de tous ces acteurs ouvre la possibilité de chercher d'autres sources des capitaux hors le réseau traditionnel des banques.

Par exemple, une PME sous-traitante d'un important donneur d'ordres, peut obtenir du financement de multiples façons de celui-ci, que ce soit de façon indirecte en bénéficiant du pouvoir de marché de donneur d'ordres qui lui permet de réduire le cout d'approvisionnement de matière première et par conséquent ces besoins financiers, ou en mettant à la disposition de l'entrepreneur certains équipements très couteux que celui-ci ne peut s'offrir à court terme. Ou de façon directe, en profitant des emprunts bancaires garantis par le donneur d'ordres, ou d'une participation aux capitaux propres de l'entreprise en partageant avec l'entrepreneur une partie de contrôle, il joue alors un rôle semblable à celui d'une société de capital-risque.

### **3. L'actionnariat salarial**

Cette pratique consiste à réserver une partie des actions à son personnel, c'est plus qu'un moyen de financement puisque l'objectif recherché bien évidemment est de faire participer les employés de l'entreprise aux fruits de la croissance et de moduler les rémunérations en fonction du niveau de l'activité et des résultats.

Cette pratique est très limitée dans les PME surtout que leur inconvénient principal touche directement le pouvoir de contrôle de l'entrepreneur sur la destinée de son entreprise, en autorisant les employés à avoir un droit de regard sur certaines décisions. Et aussi du côté employé, cette participation au capital de son employeur augmente le degré de dépendance vis-à-vis de l'entreprise, autrement dit, si jamais l'entreprise éprouve des difficultés financières importantes, l'employé risque de se retrouver dans une situation très fâcheuse où sa santé financière serait mis à mal.

### **4. Le financement public**

Il s'agit d'un financement au travers d'un marché boursier, tel que l'est celui de la BRVM dans l'UEMOA. Ce type de financement permettrait à la PME d'avoir accès à toutes les sources de fonds disponibles pour les grandes entreprises. L'accès à cette source de capitaux est réservé à une certaine catégorie d'entreprises. En effet, l'introduction en bourse se traduit par un respect strict d'une série de normes qui sont dans la plupart des cas difficiles à appliquer pour les PME. Il faut savoir que l'accès à la bourse est contraignant pour l'entrepreneur, qui doit garder en esprit que son rôle d'entrepreneur-dirigeant sera modifié dès le moment où les titres de l'entreprise seront partagés entre un plus grand nombre d'investisseurs. Il deviendra fiduciaire de leur investissement et aura des comptes à leur rendre.

### **5. Le marché du capital-risque**

On distingue deux formes de capital-risque, le capital-risque informel et le capital risque formel. Le premier, le capital-risque « informel ou non institutionnel », provient d'individus ou de petites organisations que l'on nomme aussi des « anges » financier. Ce sont des particuliers qui investissent dans de jeunes entreprises à fort potentiel. Il s'agit très souvent de chefs d'entreprise qui ont revendu leur affaire et qui disposent d'un capital à placer. Ces investisseurs privés fournissent directement, c'est-à-dire sans l'intermédiaire d'un marché organisé ou d'une institution et généralement sans garanties, des capitaux à des entrepreneurs avec qui, ils n'ont aucun lien de parenté et généralement aucune relation avant l'investissement. Une pratique très courante outre-Atlantique et qui se développe ces dernières années. Le second, le capital-risque « formel ou institutionnel », désigne les

structures de capital investissement auxquels les « institutions », financières ou publiques, ont confié une partie de leurs actifs obéissant à des motivations différentes. Ces structures sont définies par l'AFIC comme « tout organisme effectuant des investissements en fonds propres dans des entreprises non cotées, s'aidant d'une équipe de professionnels se consacrant à temps plein à cette activité et apportant une contribution constructive aux opérateurs dans lesquels il investit ». Elles font des investissements privés dans des entreprises sous forme de participation dans les fonds propres (le plus souvent des actions de préférence), dans les dettes (souvent convertibles) ou dans une combinaison des deux. On qualifie ce mode de financement de financement hybride, « debt equity » en anglais.

C'est donc cette dernière source de financement par capitaux propres qui fait l'objet de notre étude. En effet c'est une source importante de financement des entreprises et plus particulièrement pour celles qui développent de nouvelles technologies et qui ont pour mot d'ordre l'innovation. Elle joue aussi un grand rôle dans le développement de l'esprit entrepreneurial, c'est pourquoi il nous semble important de comprendre son fonctionnement en passant en revue les différentes conceptions du capital-risque, son historique et ses caractéristiques.

### **II. Historique du financement par capital-risque**

L'expression capital-risque, met l'accent sur le fait de fournir des capitaux pour financer des projets risqués. Si le capital-risque moderne date de la seconde guerre mondiale, les financiers de l'aventure comme on les appelle existent depuis fort longtemps. En effet dans l'antiquité, Thalès de Millet, l'un des premiers entrepreneurs de l'industrie alimentaire, réussit à convaincre des financiers d'investir dans ses moulins à huile, ce qui fit leur fortune et la sienne. Deux mille ans plus tard, ce fût au tour de navigateurs tels que Vasco de Gama ou encore Christophe Colomb d'avoir recours à des investisseurs pour financer leur voyages ; dans ces cas-là plus que dans tout autre, la notion de risque était présente car, « l'hypothèque prise sur un bateau qui ne revient pas est une bien faible garantie ! ». Déjà à l'époque, le choix des projets dans lesquels les investisseurs devaient s'engager était d'une importance capitale : il fallait cerner les qualités du capitaine, évaluer les chances de réussite du projet, la hauteur des gains éventuels, etc. L'esprit du capital-risque a parcouru les siècles derniers en contribuant aux avancées techniques et à de nombreuses réussites industrielles. Le capital-risque puise donc son essence de paris industriels réalisés par des financiers.

Nous étudierons dans les points qui suivront l'évolution du capital-risque d'abord aux Etats Unis ensuite en Europe puis en Afrique.

### 1. Evolution du capital-risque aux Etats-Unis

Le capital-risque moderne apparaît au lendemain de la seconde guerre mondiale aux Etats-Unis sous le nom de « venture capital ». Les financiers s'accordent à donner au Général Georges Doriot, la paternité de la forme moderne de capital-risque et l'initiative de créer en 1946, la première société à capital-risque connue sous l'appellation « American Research & Development Corporation » (ARD) qui prend des participations au capital de petites sociétés innovatrices et à forts potentiels de croissance et de rentabilité. Cette société entrera dans l'histoire en réalisant un des plus beaux « deals » de l'histoire du capital-risque: un investissement dans Digital Equipment Corporation DEC dont la valeur sera multiplié par 6000.

Malgré les quelques success stories dans le secteur de l'électronique, la percée de ce nouveau concept et de cette nouvelle culture n'était pas évidente à cette époque, due essentiellement à l'absence d'un cadre juridique organisateur des pratiques des Venture Capital Companies « VCC ». Il a fallu douze ans, pour qu'en 1958, le gouvernement américain promulgue le décret de la Small Business Investment Act qui a permis la création des « Small Business Investment Companies » (SBIC). Ces SBIC sont des sociétés d'Investissement soutenues financièrement par l'Etat Régional ou Fédéral à travers une participation qui peut atteindre 75% du capital (soit 3 fois la mise des fondateurs) et ce pour le soutien financier des petites et moyennes entreprises innovantes. Les SBIC (ou VCC) représentaient à l'époque et même de nos jours la source "institutionnelle" la plus importante des fonds à long terme pour les PME américaines.

C'est à partir de 1958 que l'on a commencé à parler de l'industrie de venture capital qui s'est définitivement confirmée à la fin des années 60 avec le développement de l'industrie électronique notamment autour de la « Route 128 » dans le Massachusetts et dans la « Silicon Valley » au nord de la Californie. En 1977, et suite au succès des interventions des SBIC, le gouvernement américain a amélioré la loi de 1958 par une seconde loi fortement incitative accordant plus d'avantages fiscaux aux sociétés à capital-risque et à ses souscripteurs, avec surtout l'assouplissement des règles de gestion des caisses de retraite et de dépôts. Une année après, en 1978, cette loi avait créée un saut qualitatif et quantitatif dans l'industrie du Venture Capital aux Etats-Unis, et un boom dans les industries innovantes à haute valeur ajoutée, lié à la fois au développement de nouveaux créneaux de la haute technologie fortement rémunérateurs et à l'engagement d'entrepreneurs privés américains hautement qualifiés. Des sociétés telles que Microsoft, Macintosh, Intel, Sun Microsystems, Compaq, et de nos jours Yahoo, et Amazon pour ne citer que ceux là étaient soutenues dès leur démarrage par des

Sociétés à capital-risque. Aujourd'hui, le Venture Capital aux USA compte plus de 1000 fonds dont les 2/3 sont spécialisés dans le financement de projets innovants et high-tech. Cependant à l'heure actuelle l'industrie de capital-risque aux Etats Unis s'effondre.

L'association du capital-risque de Nouvelle-Angleterre estime qu'en 2009 le marché américain se situait entre 8 et 12 milliards de dollars alors qu'il a atteint 28 milliards en 2008 et 32 milliards en 2007. A ceci s'ajoute le fait que le volume moyen des investissements par dossier baisse de 73% pour atteindre 2,5 millions en 2009 (9 millions en 2008)<sup>12</sup>. Influencé par l'ensemble des marchés et la santé des portefeuilles des grands comptes, le capital-risque subit de plein fouet la crise financière. Cette situation a des répercussions importantes pour le financement des jeunes entreprises mais aussi pour la profession qui en appelle aux pouvoirs publics fédéraux pour relancer la machine. En présentant ses recommandations au Gouvernement fédéral, la National Venture Capital Association (NVCA) a fait vibrer une corde sensible en rappelant que l'ensemble des sociétés financées par le capital-risque employait 10,4 millions d'américains et générait quelque 2 300 milliards de chiffre d'affaires, soit 17,6% du PIB américain et 9,1% de l'emploi privé du pays. De quoi faire réfléchir les décideurs publics et mettre la NVCA en bonne position pour réclamer des incitations fiscales, un encadrement plus souple de l'activité, une stimulation des partenaires locaux (petites banques et cabinets comptables) et des facilités pour relancer le secteur.

### **2. L'évolution du capital-risque en Europe**

L'activité de capital-risque en Europe a réellement démarré vers les années soixante, en effet, avant l'année 1962, on ne pouvait pas trouver les traces de capital-risque en Europe, il faut attendre les initiatives du Général Doriot pour l'instauration du capital-risque, avec la création de la société « Technical Development Capital » en cette année et aussi le lancement de « European Entreprises Development » en 1963.

Le succès de ces sociétés de capital-risque qui ont montré le potentiel qui existait en Europe pour le capital-risque a favorisé l'émergence des centaines de fonds spécialisés dans ce métier dans tous les pays d'Europe. Mais il se développe de façon beaucoup moins spectaculaire qu'aux Etats-Unis. Cependant le même scénario qu'aux États-Unis se produit en Europe dans les années 90 mais avec des chiffres beaucoup moins importants que sur les marchés américains. L'évolution du capital-risque a connu une époque de forte croissance dans la période 1990 - 2000. L'année 2000 connaît un niveau d'investissement important mais avec

---

<sup>12</sup> MYNARD Antoine - BOUCARD-PLANEL David, *La nouvelle donne du capital-risque aux Etats-Unis : entre changement de modèle et crise économique structurelle*, Washington, D.C., Bulletin électronique, 2010, p. 22

un taux de croissance plus faible. Ce ralentissement est dû à la même cause qu'aux États-Unis: le retour de la conjoncture sur les marchés financiers au printemps 2000.

L'année 2001 marque le début de la récession, avec les attentats du World Trade Center, le montant investit a chuté de 12,189 milliards d'Euro en 2001 à 8,38 milliards d'Euro en 2003 soit une diminution de 31%. Comme sur les marchés américains, le capital-risque en Europe commence à se renforcer en 2004 pour atteindre 11,36 milliards d'Euro en 2005. Néanmoins, ce chiffre reste encore modeste comparé à celui des américains.

### **3. Le capital-risque en Afrique**

Le capital-risque selon le terme consacré, fait partie des nouveaux métiers de la finance introduits récemment sur le continent africain. Les premières initiatives dans ce domaine datent des années 90 avec la création de FIARO (Financière d'investissement ARO) qui a été créée par la Compagnie d'Assurances ARO avec l'appui de la SFI (Société Financière Internationale) et de PROPARCO (Promotion et Participation pour la Coopération économique) à Madagascar ; ainsi que de la SPPI (Société de Participation et de Promotion des Investissements) en Tunisie. En comparaison avec les pays développés, mais aussi l'Europe de l'Est et l'Asie, le capital-risque, en Afrique subsaharienne, en est à ses balbutiements (à part l'Afrique du Sud) et souffre d'un manque d'intérêt de la part des grands investisseurs mondiaux. Le secteur est caractérisé par : une grande prépondérance des organismes de développement internationaux (SFI, CDC, Banque Européenne d'investissement, FMO, PROPARCO, etc.) ; une très faible participation des investisseurs institutionnels africains qui, soit sont ignorés par les sociétés de gestion basées pour la plupart hors du continent, soit ne peuvent investir dans des fonds à cause de restrictions réglementaires. Cependant ces dernières années on assiste à un regain d'intérêts pour l'Afrique en général et les pays sub-sahariens en particulier. Ceci compte tenu des résultats économiques encourageants, de la résurgence des cours de matières premières (pétrole, métaux précieux, etc.) que l'Afrique recèle en quantité, ainsi que de l'augmentation du PIB dans la plupart des pays, ce qui suscite l'intérêt des sociétés de gestion toujours à l'affût d'opportunités à fort potentiel de croissance . On constate également le développement de sociétés de gestion locales, particulièrement en Afrique du Sud, au Nigéria, et en Afrique du Nord, dirigées par des Africains formés à l'extérieur pour la plupart et désireux de profiter des opportunités de l'économie locale. Il apparaît également que la plupart des investissements sont concentrés dans les pays anglophones au détriment des pays francophones de l'UEMOA du fait de l'origine américaine du capital-risque, et du dynamisme des sociétés de gestion anglo-saxonnes dans ce domaine. Au regard des avantages que procure ce secteur aux différents

pays et surtout aux entreprises, où il s'est développé, les pays de l'UEMOA notamment le Sénégal, y gagneraient à encourager le développement du capital-risque.

### **III. Les principales caractéristiques du financement par capital-risque**

On distingue en général trois (3) caractéristiques principales du capital-risque : Une participation au capital social, l'apport d'une valeur ajoutée au capital investi par une participation active et l'orientation à long terme (de 5 à 10 ans pour que l'investissement fournisse un rendement suffisant) :

#### **1. La participation au capital social**

L'instrument financier que doit utiliser l'investisseur lors de son intervention dans une entreprise est la souscription à une augmentation du capital (capitaux propres), néanmoins d'autres instruments financiers peuvent se mettre à la disposition de l'investisseur en capital-risque afin de satisfaire la demande des chefs d'entreprises, comme les comptes courants d'associés, les obligations convertibles, les prêts participatifs (Quasi-fonds propres), etc. Les différents instruments financiers utilisés par les investisseurs en capital-risque peuvent correspondre à un stade bien précis du développement de l'entreprise. Cette caractéristique fait que le rapport entre entreprise et investisseur en capital-risque est un rapport d'associés et non de créancier à débiteur. La rémunération de la prise de participation au capital est aléatoire, puisque les plus values sont difficiles à prévoir et les dividendes sont fonction des bénéfices aléatoires. D'où le risque d'absence de rémunération fixe et certaine, due par l'entreprise même en cas de perte d'exploitation, à la seule exception de la cessation de paiement.

#### **2. L'apport d'une valeur ajoutée au capital investi par une participation active**

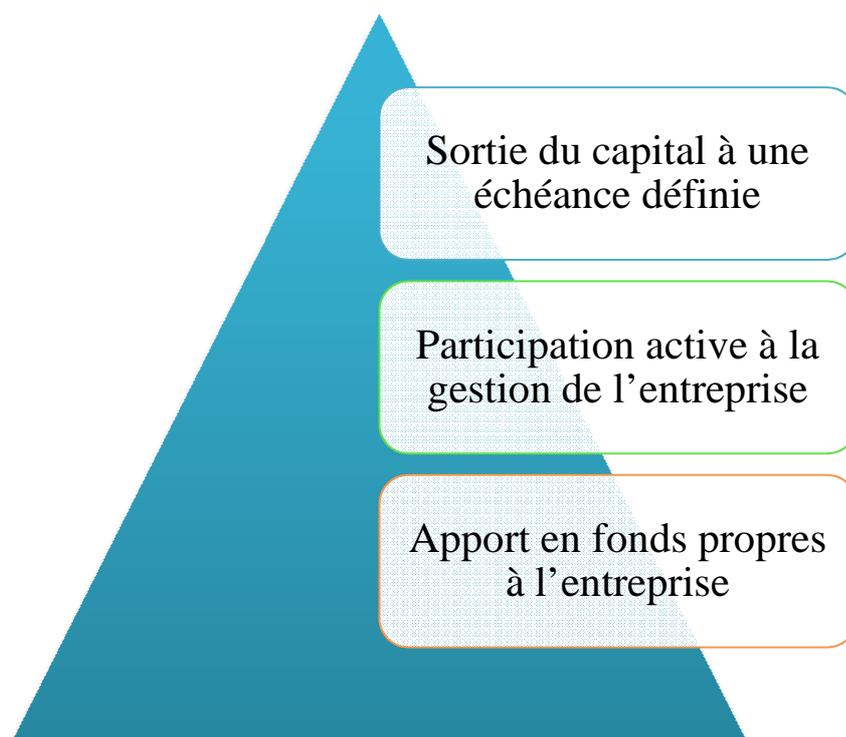
Les investisseurs en capital-risque définissent leur métier comme « Financement+assistance au management », ils mettent en avant l'expression de partenaire actif de l'entreprise. Avec leur savoir faire, les investisseurs en capital-risque fournissent assistance à la détermination de la politique à long terme, à l'évaluation financière, au recrutement du personnel, aux relations avec les actionnaires et enfin à la liquidation éventuelle de la participation. C'est de cette manière que l'investisseur en capital-risque ajoute de la valeur à ses investissements.

#### **3. L'orientation à long terme**

De la conception de l'idée au lancement de l'affaire, et du lancement à la consolidation puis à son introduction en bourse, l'entreprise passe par des stades de développement aux durées assez longues. Si les investisseurs en capital-risque veulent voir leurs projets réussir, ils sont obligés de suivre le développement de l'entreprise et ne liquideront leur participation que

lorsque l'entreprise aura réussi son projet, conquis un marché, acquis la crédibilité aux yeux du monde industriel et obtenu une réussite financière. En général, pour un projet d'entreprise qui se trouve au stade de la conception (seed stage), les investisseurs en capital-risque doivent compter sur une période de sept(7) à dix(10) ans en général avant de pouvoir liquider leur participation dans de bonnes conditions.

**Figure 3: Schéma illustratif des principales caractéristiques du capital-risque**



### **Section 2 : Les fondements du financement par capital-risque**

Nous essayerons dans cette partie de comprendre les fondements du financement par capital-risque au travers de trois questions. La première, pourquoi le capital-risque ?, analyse la légitimité de ce mode de financement, la deuxième qui s'énonce comme suit, quel sont les fondements de la relation entre les principaux agents concernés ?, se focalise sur le mode de coordination entre les différents acteurs concernés, c'est à dire le couple capital-risqueur /entrepreneur et le couple capital-risqueur/ investisseurs institutionnel ; enfin la troisième question, portant sur le degré d'implication du capital-risqueur dans le processus de création de valeur, analyse les niveaux d'implication de l'investisseur.

### I. Légitimité de financement par capital risque

En théorie financière, la raison d'être pour un intermédiaire financier est de résoudre le problème de l'asymétrie de l'information entre offreurs et demandeurs de capitaux.

Myers et Majluf (1984)<sup>13</sup> dans leur modèle presque identique à celui d'Akerlof<sup>14</sup> (1970) (prix Nobel d'économie en 2001) expliquent « la hiérarchie des préférences des dirigeants concernant le financement des entreprises » : autofinancement, endettement et émission d'actions. Dans leur modèle, les dirigeants ont une information privée sur la valeur de la firme et agissent dans l'intérêt des actionnaires en place. Ils ont besoin de recueillir des capitaux externes pour financer un projet d'investissement qui augmentera la valeur de la firme. S'ils émettent des actions, celles-ci seront acquises par des nouveaux actionnaires. Ceux-ci sont par définition mal informés et font le raisonnement suivant : l'équipe dirigeante veut émettre des titres supplémentaires parce que la firme est surévaluée. Les nouveaux actionnaires refusent d'acheter les titres au prix offert. Cela défavoriserait les actionnaires en place qui verraient leurs droits de propriété injustement dilués. Elle préférera donc s'abstenir d'émettre des actions nouvelles.

La thèse est la suivante : l'intermédiaire financier fournit à l'offreur de capitaux de l'information sur la qualité du demandeur et permet ainsi l'échange Leland et Pyle, (1977)<sup>15</sup>. L'avantage informationnel est d'autant plus précieux que la demande émane d'une petite firme (start-up) non cotée et donc opaque.

L'asymétrie de l'information est également à l'origine d'un courant connu sous l'expression de « théorie des signaux ».

Aussi poser la question de légitimité d'un intermédiaire financier revient à s'interroger sur son efficacité comparée à celle des modes de financement alternatifs. Le théoricien doit répondre à la question : pourquoi est-il plus efficace de recourir à un intermédiaire spécialisé ? Pour cela il mobilise la notion d'avantage informationnel. Si l'on compare le capital-risque à un financement virtuel qui émanerait directement des investisseurs institutionnels, l'avantage informationnel est patent et donc le capital-risqueur permet dans ce cas d'atténuer le problème d'asymétrie d'information entre les investisseurs institutionnels et les start-up puisqu'il est capable de les sélectionner de façon avisé et fournit donc de l'information fiable sur la qualité

---

<sup>13</sup> Cité par Dubocage Emmanuelle, Rivaud Dorothée, le capital-risque, la découverte, 2006, p. 31

<sup>14</sup> Modèle d'AKERLOF : Il consiste à décrire une situation d'asymétrie informationnelle sur le marché de voiture d'occasion. Si la proportion de voiture de mauvaise qualité est élevée, le prix moyen est tiré vers le bas, ce qui entraîne la sortie de marché des offreurs de voitures de bonne qualité. En conséquence seules les voitures de mauvaise qualité vont demeurer sur le marché. La sélection est dite « adverse ».

<sup>15</sup> Cité par Dubocage Emmanuelle, Rivaud Dorothée, le capital-risque, la découverte, 2006, p.56

du demandeur. Ceci correspond à la version standard de l'intermédiation financière. Mais parfois le capital-risque cesse de jouer un rôle d'intermédiaire « positif », puisqu'ils sont mal informés, les entrepreneurs le sachant leur proposent de mauvais projets, à leur tour, les investisseurs n'allouent pas de capitaux et se détournent du financement de projets à haut risque. Cette thèse est appelé le modèle de la « sélection adverse ».

La théorie des signaux permet également d'éclairer les pratiques du capital-risque et d'en évaluer l'efficacité. Les chercheurs privilégient les signaux émis par l'entrepreneur au moment de la signature de contrat pour révéler sa motivation. Certains signaux doivent obligatoirement être envoyés. Ainsi, le code de bonne conduite tacitement mis en vigueur dans la profession prévoit que tout fondateur de start-up doit apporter des fonds propres pour manifester son intérêt de coopérer. D'autres types de signaux peuvent être étudiés, ce sont les signaux qui déclenchent l'apport d'une nouvelle tranche de capitaux dans le cadre de l'investissement graduel. Recruter un scientifique de renom, déposer un brevet, réussir un test clinique signalant la qualité de la firme pour les investisseurs. Autrement dit, ils annoncent une amélioration des performances financières ou confrontent les anticipations optimistes.

### **II. Le mode de coordination entre les principaux acteurs**

L'activité de capital-risque constitue le champ idéal d'application de la théorie de l'agence<sup>16</sup>. Elle privilégie la version forte de la théorie de l'agence qui s'est construite à partir du conflit d'intérêt et de l'asymétrie d'information.

La théorie de l'agence s'est focalisée initialement sur le conflit d'intérêt. Cette théorie formulée par Jensen et Meckling (1976)<sup>17</sup>, s'inspire de la thèse selon laquelle la grande firme cotée se caractérise par la séparation entre propriété et contrôle par les managers. Elle adopte une vision spécifique de la firme, car elle met au centre de son analyse les relations agent/principal. Pour Jensen et Meckling (1976)<sup>18</sup>, une relation d'agence est « un contrat dans lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour réaliser une tâche en son nom, qui implique la délégation de l'autorité en matière de prise de certaines décisions de l'agent ».

Dans le cadre de financement par capital-risque deux types de relations d'agence sont à distinguer : celles qui s'établissent entre les investisseurs institutionnels et les capital-

---

<sup>16</sup> STEPHANY Eric, *La relation capital-risque /PME : fondements et pratiques*, Paris, De Boeck, 2003, p.151

<sup>17</sup> M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the firm : management behaviour, agency costs and ownership structure*, journal of financial economics, octobre, vol 11, pp. 78-133

<sup>18</sup> M.C. JENSEN, W.H. MECKLING (1976) op. Cit.

risqueurs d'une part, les relations entre les capital-risqueurs et les dirigeants de la start-up d'autre part. Dans notre étude nous nous pencherons plus sur la relation Capital-risqueur/entrepreneur, que nous analyserons afin de faire ressortir les facteurs de divergence entre ces deux acteurs dans la cogestion.

### III. L'implication de l'investisseur dans le processus de création de valeur

Le mode de gouvernance illustre le degré d'implication du capital-risqueur. On distingue donc un financement « Hands off » qui se traduit par un niveau d'implication faible voir quasi nul, et un financement « hands on » qui s'illustre par un suivi régulier et impliqué. De nombreuses études ont été faite sur le sujet, et il en ressort de ces études trois niveaux d'implication de l'investisseur : faible, modéré et fort. De ce fait Elango (1995)<sup>19</sup> propose trois niveaux d'implication du capital-risqueur dans l'entreprise financée :

- Premier niveau, « carelessness involvement » ou (implication de type laisser faire): ici l'investisseur s'implique peu, laisse une grande latitude au management et juge les résultats ;
- Deuxième niveau, « Moderate involvement » ou (implication modérée) : le capital-risqueur noue des relations constructives mais ne s'immisce pas dans la gestion ;
- Troisième niveau « Close Tracker involvement » ou (implication de type surveillance étroite) : l'investisseur est omniprésent, et s'implique fortement dans les activités de la firme y compris de manière opérationnelle. Une forte implication nécessite dans le suivi des participations, la mise en place des ressources (humaines, techniques...) au sein de la société de capital-risque pour pouvoir financer les frais liés au suivi régulier de l'entreprise.

Les travaux sur l'implication de l'investisseur mettent en avant plusieurs facteurs explicatifs :

- Le stade de développement de l'entreprise, pour nombre d'auteurs comme Gorman et Salman (1989)<sup>20</sup> le financement des premières étapes du cycle de vie de l'entreprise nécessite une plus forte implication des investisseurs que les stades plus en aval.
- Le niveau de risque : Sapienza et al (1994)<sup>21</sup>, considèrent le niveau de risque comme vecteur explicatif du degré d'implication du capital-risqueur. Pour ces auteurs, la

---

<sup>19</sup> B. ELANGO, *How venture capital firms differ*, *journal of Business venturing*, vol 10, N°2, 1995, pp. 157-179

<sup>20</sup> Cité par Andress R. BOUE, *Value added from venture capital investors : what is it and how does it get into the venture ?*, Vienne, IPO Beteiligungs-management AG, 2002, p.7

<sup>21</sup> Cité par Andress R. BOUE (2002) Op. Cit.

notion de risque s'inscrit dans une lecture multidimensionnelle : risque d'affaire, risque d'agence...

- L'expérience de management de la firme : Il apparaît que plus le management est expérimenté moins les capital-risqueurs s'impliqueront dans la gestion.
- La proximité géographique entre la société de capital-risque et le dirigeant. Il est évident que compte tenu des faibles effectifs dans les sociétés de capital-risque, la proximité géographique peut faciliter la mise en place d'un suivi régulier.

### **Section 3 : Vue panoramique sur le secteur du capital-risque au Sénégal**

#### **I. Cadre légal et réglementaire régissant l'activité du capital-risque**

Aujourd'hui au Sénégal aucune disposition légale ne régit clairement l'activité du capital-risque, si ce n'est peut être le dispositif prudentiel applicable aux banques et aux établissements financiers de l'UEMOA et l'Acte Uniforme sur Société Commerciale et GIE (AUS/CGIE). Les sociétés de capital-risque font du pilotage à vu ou plutôt s'inspirent des dispositions qui s'appliquent sous d'autres cieux. Ils rencontrent parfois même des difficultés du fait de l'incompatibilité de certaines pratiques avec le droit OHADA. C'est le cas par exemple de l'utilisation des actes spéciaux tels que ; le droit de préemption, de dividendes privilégiés dont l'application n'est pas effective dans les pays membre de l'OHADA dont fait parti le Sénégal. Les SCR ont très souvent recours à des cabinets juridiques dans la formalisation et la mise en œuvre de leurs actes. Il faut noter cependant qu'il existe un projet de loi uniforme qui attend d'être adoptée, il s'agit d'une loi relative aux entreprises d'investissement à capital fixe dans l'UEMOA.

Sont considérées comme entreprises d'investissement à capital fixe pour l'application des dispositions de cette loi, les entreprises qui font profession habituelle de concourir, sur ressources propres ou assimilées, au renforcement des fonds propres et assimilés d'autres entreprises. Les entreprises d'investissement à capital fixe visées par la présente loi exercent des activités de capital- risque ou d'investissement en fonds propres.

Pour l'application de la présente loi, les fonds propres et assimilés s'entendent du capital, des réserves, des subventions d'investissement et des provisions réglementées et fonds assimilés.

Cette loi établit la distinction entre quatre (4) types d'entreprises d'investissements à capital fixe ainsi qu'il suit :

- Les établissements financiers de capital-risque ;
- Les sociétés de capital-risque ;
- Les établissements financiers d'investissement en fonds propres ;

### · Les sociétés d'investissement en fonds propres

Les deux premiers établissements, les établissements financiers de capital-risque et les sociétés de capital-risque constituent, au sens de cette loi, une catégorie d'entreprises d'investissement à capital fixe dénommée « entreprises de capital-risque ».

Dans ses dispositions, la loi prévoit que les entreprises de capital-risque ont pour objet la participation, pour leur propre compte ou pour le compte de tiers et en vue de sa rétrocession, notamment sur le marché financier régional, au renforcement des fonds propres ou assimilés des entreprises.

Elles interviennent au profit d'entreprises créées depuis moins de cinq (5) ans ou en cours de création, d'entreprises faisant l'objet de procédures collectives d'apurement du passif autres que la liquidation des biens, ainsi que d'entreprises opérant dans des domaines considérés comme prioritaires par les Etats membres de l'UEMOA et dont les activités ne sont pas expressément exclues des dites dispositions.

Pour l'application de ces dispositions, la part des actions de sociétés non cotées en bourse devra représenter à tout moment, un minimum de 50% de la valeur nette du portefeuille global d'investissement des entreprises de capital-risque. Les entreprises de capital-risque peuvent également effectuer des opérations connexes compatibles avec leur objet. La gestion pour le compte de tiers dont il est fait état fera l'objet d'une convention signée entre l'entreprise de capital-risque et le tiers, personne physique ou morale, et précisant les modalités d'exécution du mandat de gestion, notamment le ou les investissements (s) à réaliser, ainsi que les conditions de rétrocession de la participation.

### **1. Conditions d'exercice des entreprises de capital-risque**

#### a. Forme juridique

Les entreprises de capital-risque doivent être constituées sous forme de sociétés à responsabilité limitée ou de sociétés anonymes ayant leur siège social dans un Etat membre de l'UEMOA.

Toutefois, les établissements financiers de capital-risque constitués sous la forme de sociétés anonymes ne peuvent opter pour la forme unipersonnelle.

#### b. Capital social

Le capital social minimum des sociétés de capital-risque est fixé par le Conseil des Ministres de l'UEMOA dans le respect des seuils prévus par les dispositions du droit commun des sociétés commerciales.

Le capital social des établissements financiers de capital-risque est fixé conformément aux dispositions de la loi portant réglementation bancaire.

### c. Opérations interdites

Les entreprises de capital-risque ne peuvent détenir d'actions ou de parts sociales d'une société leur conférant directement ou indirectement ou conférant à l'un de leurs associés direct ou indirect, une participation supérieure à un pourcentage du capital de ladite société fixé par le Conseil des Ministres de l'Union Monétaire Ouest Africaine ou, à défaut, atteignant le seuil requis pour la minorité de blocage.

Il est également interdit aux entreprises d'investissement à capital fixe de consacrer plus d'un pourcentage de leurs fonds propres, fixé par le Conseil des Ministres de l'Union Monétaire Ouest Africaine, à la détention de titres émis par une même société. Pour l'application de cette disposition, la valeur des titres concernés à prendre en compte pour déterminer le pourcentage des fonds propres est fixée par une instruction de la Banque Centrale.

### d. Autres conditions générales

Les ressources des entreprises de capital-risque sont constituées exclusivement par des fonds propres, des fonds propres assimilés affectés à des projets spécifiques, des ressources gérées pour le compte de tiers conformément à l'objet des entreprises de capital-risque, et des dotations provenant de l'Etat dont la gestion est régie par une convention.

Les sociétés de capital-risque qui gèrent des fonds pour le compte de tiers, ou dont le capital social est détenu à 25% ou plus par une banque ou un établissement financier doivent être agréées en qualité d'établissement financier. Les entreprises de capital-risque ne peuvent acquérir de titres émis par les banques, les établissements financiers, les sociétés d'assurances, les caisses de retraite ou toutes autres formes d'entreprises financières.

Sont considérés comme titres au sens de cette loi, les valeurs émises par les Etats ou des entités publiques ou privées et représentatives d'une créance ou d'un droit d'associés. Les participations des entreprises de capital-risque peuvent faire l'objet de conventions avec les entreprises bénéficiaires de leurs interventions, fixant les modalités et les délais de rétrocession. Lorsque les actions détenues par une entreprise de capital-risque sont admises à la cote officielle, cette dernière peut les conserver pendant une durée maximale de deux (2) ans à compter de la date d'admission, sous réserve que la part des titres ainsi cotés n'excède pas 50% du portefeuille de l'entreprise de capital-risque ; En cas de dépassement du seuil de 50%, la part excédentaire devra être intégralement cédée sans délai à des tiers, à l'initiative de l'entreprise de capital-risque.

## **2. Dispositions spécifiques aux établissements financiers de capital-risque**

Les établissements financiers de capital-risque sont régis par les dispositions du droit commun des sociétés commerciales et de la loi portant réglementation bancaire tant qu'il n'y est pas

dérogé par la présente loi. L'exercice de leur activité est soumis à l'obtention préalable de l'agrément en qualité d'établissement financier dans les conditions prévues par la loi portant réglementation bancaire. Ils exercent, sous peine de retrait d'agrément, dans le cadre strict de l'objet défini dans la décision d'agrément. Il est procédé au retrait d'agrément dans les conditions des dispositions de la loi portant réglementation bancaire. Une instruction de la Banque Centrale précise les normes prudentielles spécifiques arrêtées par le Conseil des Ministres auxquelles ils sont assujettis.

### **3. Dispositions spécifiques aux sociétés de capital-risque**

Les sociétés de capital-risque doivent obtenir, pour l'exercice de leur activité, une autorisation délivrée par le Ministre chargé des Finances. Le capital social des sociétés de capital-risque ne peut être inférieur au montant fixé par le Conseil des Ministres de l'Union. Les demandes d'autorisation sont adressées au Ministre chargé des Finances et déposées auprès de la Banque Centrale qui les instruit.

Une instruction de la Banque Centrale précise les modalités d'examen de la demande d'autorisation d'exercer en qualité de société de capital-risque et détermine les pièces à joindre au dossier. Les sociétés de capital-risque exercent, sous peine de retrait d'autorisation, dans le cadre strict de l'objet défini dans la décision d'autorisation. Le retrait de l'autorisation est prononcé par le Ministre chargé des Finances :

- A la demande de la société considérée,
- Lorsque la société ne répond plus aux conditions qui ont présidé à l'octroi de l'autorisation,
- Lorsque la société s'est rendue coupable d'un manquement grave à la législation ou à la réglementation en vigueur,
- Lorsqu'aucune activité liée à l'objet principal de l'autorisation n'est relevée durant trois (3) années civiles consécutives.

Les sociétés de capital-risque visées par la loi cessent de bénéficier du statut de société de capital-risque dans le délai qui sera fixé par la décision de retrait d'autorisation. Les sociétés de capital-risque sont soumises aux contrôles effectués par le Ministre chargé des Finances dans le but de s'assurer de la conformité de leur activité aux dispositions légales et réglementaires en vigueur. Elles sont assujetties à l'ensemble des dispositions nationales du droit des sociétés commerciales en matière de sanctions.

## **II. Typologie des choix d'investissements des sociétés de capital-risque au Sénégal**

Au Sénégal le choix d'investir des sociétés faisant exercice du métier de capital-risque se porte le plus souvent sur des sociétés ayant une certaine envergure ; c'est-à-dire un poids

financier et une organisation structurée. Ce qui fait qu'on y rencontre un type particulier de capital-risque ; avec un accent sur le capital-développement comme première étape du processus d'investissement .Ce qui dans le modèle américain du capital-risque, modèle référence, correspond à la troisième phase du processus d'investissement. Le constat est clair les sociétés de capital-risque ne prennent finalement pas beaucoup de risque, puisque l'essentiel de leurs investissements sont orientés vers les grandes entreprises créant une situation de marginalisation des PME. Les activités des sociétés de capital-risque au Sénégal ont ainsi une ampleur très limitée. Comme le disait un dirigeant d'une société de capital-risque lors d'une interview accordée à un journal de la place : « Notre but est d'investir dans des sociétés présentant un fort potentiel aussi bien au Sénégal que partout en Afrique ». Les dirigeants de ces sociétés d'investissements justifient leur choix par le fait que l'activité de leur entreprise qui sont très souvent des filiales de groupes internationaux, a évolué depuis lors et qu'ils se concentrent désormais essentiellement sur la branche du capital-développement.

### **1. Les principales sociétés exerçant au Sénégal**

#### **a. AFIG**

Advanced Financial Investment Group (AFIG) est une société de gestion de fonds d'investissements de droit mauricien créée en 2005, basée à Dakar et ayant des bureaux à Johannesburg (Afrique du Sud), et à Washington (Etats-Unis.). La démarche de AFIG comme pour la plupart des sociétés de capital-risque consiste en une alliance entre la prise de participation dans le capital d'une société et l'accompagnement de celle-ci avec des conseils financiers et opérationnels de la part de l'équipe AFIG. Ce fonds est dirigé par un sénégalais qui en est également le fondateur, il s'agit de pape madiaw Ndiaye. D'après ce dernier, AFIG est une société de capital-risque qui souhaite apporter sa pierre à l'édifice, en ce qui concerne l'intégration du continent africain dans le cercle vertueux qui devrait conduire à la création de richesses tant pour les investisseurs de la société, que pour les économies dans lesquelles AFIG investit.

Atlantic Coast Regional Fund, ACRF, est le premier fonds lancé par l'équipe d'AFIG, avec une capitalisation cible de cent cinquante millions de dollars dont la moitié a été souscrite et provient d'investisseurs institutionnels internationaux de renom ayant une expérience inégalée dans le lancement de fonds en Afrique tels que la SFI, la CDC, Africa RE (une société Oafricaine de réassurance). Ce fonds met un accent particulier sur les entreprises industrielles, institutions financières et les sociétés qui investissent dans les infrastructures et les autres

secteurs connexes. Les sociétés visées par AFIG doivent avoir un certain niveau de maturité, une expérience avérée en termes de compétences managériales, des performances satisfaisantes et mesurables et un business plan solide. Le fonds ACRF vise les entreprises de taille moyenne et en forte croissance opérant en Afrique de l'Ouest et en Afrique centrale. La zone d'intervention d'ACRF couvre géographiquement 29 pays, dont sept pays-clés que sont, en Afrique de l'Ouest, le Sénégal, la Côte d'Ivoire, le Ghana et le Nigeria, et en Afrique centrale, le Cameroun, l'Angola et la RD du Congo.

**Les sociétés de son portefeuille :** Quatorze millions de dollars investis dans trois filiales du groupe ECOBANK TRANSNATIONAL INCORP. A savoir Ecobank Tchad, Libéria et Rwanda. Huit millions de dollars investis dans Deep Drilling Compagny une filiale de Drill corp Sahara, une société spécialisée dans les forages. Et dix millions de dollars dans la société RMG spécialisée dans la distribution de produits de protections des cultures.

### **b. AFRICAP**

La société AFRICAP est un fonds d'investissement spécialisé qui intervient sur plusieurs domaines de la finance. Elle se positionne essentiellement sur le marché des Mutuelles d'Epargne et de Crédit ; avec des interventions axées essentiellement dans les domaines du capital-risque avec prêt de quinze millions de dollars qui sont prêt à être investis dans dix (10) Institutions de Micro Finance ciblées. Son panel d'investisseurs est composé d'organismes tels que, l'Agence Canadienne de Développement International (ACDI), l'Agence française de développement (AFD), l'USAID, Africap Sweden, la Banque Européenne d'investissement (BEI). Le fonds AFRICAP est un véritable partenaire financier des MEC avec qui il accepte de partager directement le risque opérationnel dans un esprit de partenariat. Elle apparait comme un véritable soutien aux MEC en développement, en favorisant leur croissance interne et externe et en palliant les insuffisances en ressources stables propres ainsi qu'en crédits moyen et long terme. Elle investit en général dans ces MEC en prenant des participations au capital social comme le font couramment les sociétés de capital-risque, mais également en leur octroyant des subventions. Elle privilégie l'assistance technique dans ses partenariats, en veut pour preuve le budget de trois millions de dollars sur cinq ans qu'elle a décidé d'allouer à ce volet. La durée moyenne d'intervention est de dix ans au sein de la mutuelle. En ce qui concerne les modalités de sorties, elles sont à définir avec l'IMF.

**Les sociétés de son portefeuille :** Ferlo (Dont l'activité consiste en la mise en place des plates forme électroniques pour les institutions de micro finance), Cap micro finance en collaboration avec CBAO, UTB une banque sierra léonaise, Ae&I une IMF en Côte d'ivoire, Banque Agricole et commerciale du Burkina, Susu micro finance Bank au Nigéria, La régionale (une des principales IMF de la zone CEMAC), ASSUSU (une des principales IMF du Niger), Etc.

### **c. AUREOS CAPITAL**

Le bureau d'AUREOS CAPITAL à Dakar dépend du fonds AWAFF (Aureos West Africa Fund). Qui est une société sous régionale de fonds de capital-investissement. Ce bureau a démarré ses activités depuis juillet 2005 et il a comme missions l'identification et l'évaluation des opportunités d'affaires au Sénégal et dans les autres pays de l'UEMOA afin de les proposer au Fonds AWAFF pour des investissements. AWAFF est une société de capital-risque c'est-à-dire un fonds d'investissement régional dont les activités couvrent les pays de la CEDEAO, principalement le Nigeria, le Ghana et le Sénégal. Le Fonds AWAFF vise à investir et à forger un partenariat avec des PME et PMI qui ont un fort potentiel de croissance. Le fonds compte parmi ses principaux investisseurs, la CDC et NORFUND un fonds norvégien d'investissement ainsi que la SFI.

Le Fonds AWAFF apporte des financements aux PME et PMI du Sénégal et des autres pays de l'UEMOA en entrant dans leur capital à travers des actions ordinaires ou préférentielles, ou par des financements sous la forme d'obligations convertibles en actions, de prêt participatif ou de compte courant associé. Le montant de ses engagements est compris entre un minimum de cinq cent mille dollars et un maximum de quatre millions de dollars par projet. Le Fonds AWAFF joue un rôle actif dans la gestion de la société à travers ses représentants au Conseil d'Administration de la société. En fait, le Fonds devra nommer une à deux personnalités ayant les qualités et l'expérience requise en vue de le représenter au Conseil d'administration de la société dans laquelle le Fonds a investi. En plus du capital, le Fonds apporte un conseil stratégique, un savoir faire dans le domaine du recrutement, du management et un réseau de contacts pertinents au sein du groupe mondial AUREOS.

Pour être éligible, l'entreprise doit démontrer une bonne potentialité, une bonne connaissance et une bonne maîtrise de son activité et avoir une stratégie bien pensée pour son avenir. Concrètement, il s'agit de fournir un business plan c'est-à-dire un plan d'affaires en mettant en relief les points saillants du projet, l'organisation du management, le marché, les projections

financières, etc. Les modalités de sortie sont négociées et définies dès le départ par les deux parties. La cession des titres peut s'opérer sous la forme d'une introduction en bourse, d'un rachat par les actionnaires initiaux de référence ou à une vente à d'autres sociétés de capital-risque.

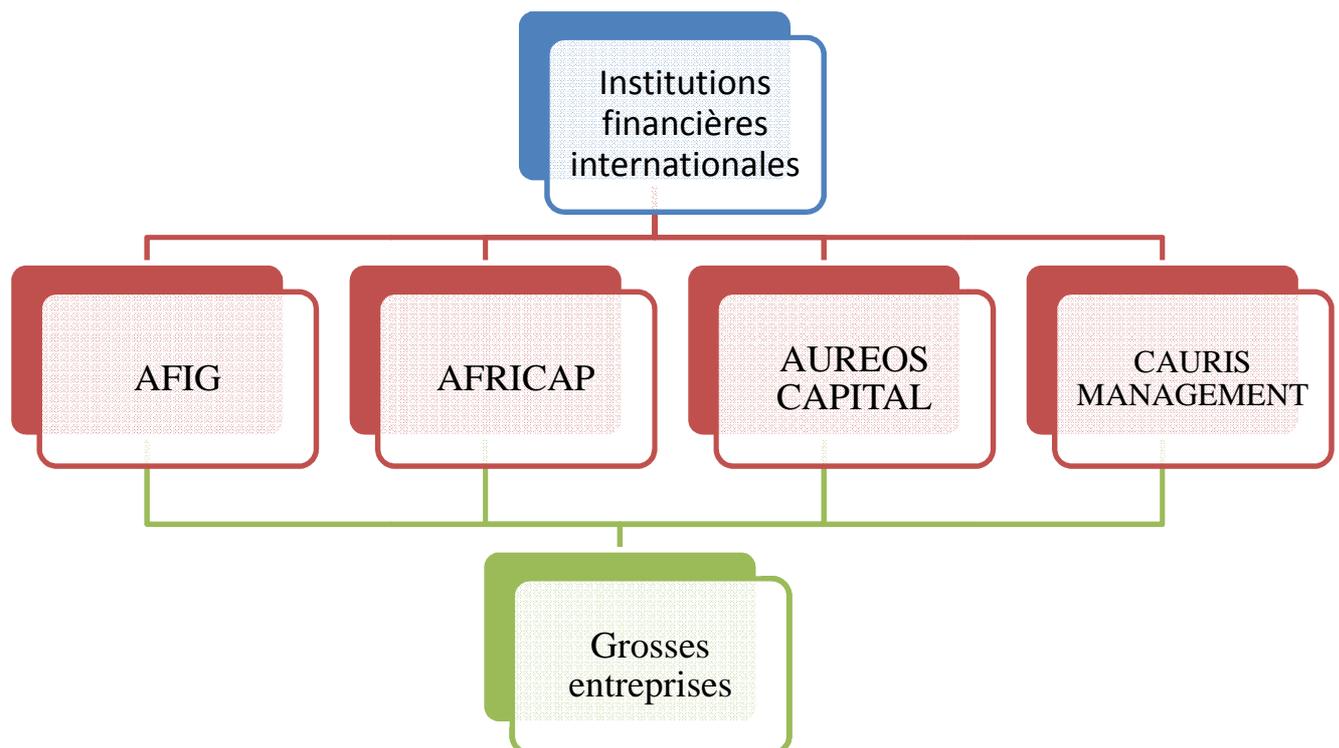
**Les sociétés de son portefeuille :** 2,8 millions de dollars investi dans MATFORCE soit 10% du capital de la société, ainsi que dans les Ciments du Sahel, REGIMANUEL une société de BTP dont le siège est au Ghana, Avenue Group, compagnie d'assurance maladie et prestataire de soins kenyans dans laquelle Auréos a investi 2,5 millions \$, Deli Foods une société de fabrication de biscuits.

### **d. CAURIS MANAGEMENT**

C'est également une société sous régionale de gestion de fonds de capital-investissement. Opérationnelle depuis 1997 elle se positionne comme le premier fonds d'investissement dans l'UEMOA. Son siège se trouve à Lomé au Togo. Elle compte parmi son actionariat, les investisseurs comme la BOAD, la BEI, la CDC, la FMO (fonds néerlandais), la BOA group, la PROPARCO. Elle intervient dans le financement du haut du bilan. CAURIS MANAGEMENT se positionne sur l'ensemble de la zone UEMOA, comme un investisseur au service des PME/PMI dans un esprit partenarial qui accepte de partager le risque opérationnel de la PME financée. Hormis le soutien qu'elle apporte en vue de la croissance interne et externe, elle permet également de pallier aux insuffisances en fonds propres et les excès rencontrés lors des « funds raising ». Elle intervient le plus souvent dans ces PME en prenant des participations au capital social ou soit en faisant des opérations en quasi-capital tels les obligations convertibles et les prêt participatifs. Elle investit dans les secteurs à fort potentiel de croissance sauf les secteurs de l'industrie de l'armement, du tabac, la spéculation immobilière, les casinos et activités assimilés. Le potentiel annuel d'investissement au Sénégal tournait autour de Onze milliards deux cent cinquante millions en 2006. CAURIS MANAGEMENT à actuellement trois fonds sous gestion ; à savoir Cauris Investissement à vocation sous régionale au capital de cinq milliards de FCFA totalement investi, ensuite Cauris Croissance à vocation sous régionale également du même capital et enfin AfricInvest à vocation panafricaine au capital de trente deux milliards de FCFA. Les conditions de sorties sont négociées au départ entre les parties prenantes.

**Les sociétés de son portefeuille :** Banque populaire (Togo), PCI de MTN côte d'ivoire, Bridge Bank Group côte d'ivoire, FIFA (société de fabrication d'eau minérale), Petro ivoire (société de distribution d'hydrocarbures), Moov (société de téléphonie mobile au Togo), Sapin (société sénégalaise d'imprimerie), Celtel Burkina-Faso, SIMELEC (société sénégalaises de matériels électriques), Ikatel orange (société malienne de téléphonie), hôtel ibis (Togo), Equipbail bénin (société de crédit bail filiale de la BOA), Azalaï hotel (chaîne hôtelière transnationale de nationalité malienne), Société des huileries du Bénin, Niger-lait, BOA Burkina-Faso, BOA côte d'ivoire.

**Figure 4: Liens entre l'origine des fonds des SCR et leur choix d'investissement**



## **Chapitre 3 : DYSFONCTIONNEMENTS ET CONTRAINTES DANS LA COGESTION**

### **Section 1 : Incompatibilité des méthodes et procédures**

Les capital-risqueurs ont le plus souvent une gestion orthodoxe des affaires. Ils se conforment aux normes et principes de gestion. Tandis que pour la plupart des PME, la gestion se fait au jour le jour, « au feeling » selon le ressenti du chef d'entreprise.

#### **I. Caractéristiques des méthodes de gestion du capital-risque**

##### **1. La culture capitaliste**

Le capitalisme moderne, qui se caractérise par un partage du capital de l'entreprise entre plusieurs, voire une multitude, de propriétaires, des actionnaires, recherche davantage de sécurité et une certaine puissance visant à influencer les décisions politiques. Après la chute du mur de Berlin et la faillite du communisme, le capitalisme s'est imposé comme modèle unique d'organisation de la vie économique mondiale. Dans ce modèle les dirigeants d'entreprise ne sont plus que les serviteurs des actionnaires dont ils poursuivent l'enrichissement : aucune autre préoccupation ne peut plus inspirer leur action. Le profit réalisé par l'entreprise a tendance à se répartir davantage entre l'Etat et l'entreprise elle-même (autofinancement qui accroît néanmoins sa valeur) au détriment de la distribution de plus values immédiates (les dividendes) aux actionnaires. Cette définition du capitalisme implique nécessairement la notion d'économie de marché. En effet, dans un monde en pleine mutation, les besoins des consommateurs qui, au départ étaient le centre de l'activité de l'entreprise tendent à perdre de leur importance au profit des intérêts de l'entreprise. L'entreprise capitaliste délocalise, crée des pénuries artificielles dans le simple but de réduire ses coûts et d'augmenter son profit. Aujourd'hui le capitalisme articule sa démarche autour d'un modèle « la gouvernance d'entreprise », ce modèle se définit comme, « l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire » Charreaux (1997)<sup>22</sup>. Le but avéré de ce mécanisme de gouvernance étant de contribuer à sécuriser l'engagement d'investisseurs comme les sociétés de capital-risque.

##### **2. Notion d'entreprise moderne**

Le système capitaliste est le socle de l'entreprise moderne. Par définition l'entreprise est un agent économique qui produit des biens et services en vue de satisfaire des besoins sur un

---

<sup>22</sup> G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises-théories et faits*, Paris, Economica, p. 1

marché donné et réaliser des profits. Le prix auquel l'entreprise vend ses produits est fonction de la loi de l'offre et de la demande. Par conséquent, son objectif principal sera de minimiser ses coûts dans le but d'augmenter ses marges. L'entreprise étant au centre de l'économie moderne, la bonne performance et le dynamisme des entreprises est la condition absolue de la croissance et du développement d'un pays. Le terme « entreprise » prend de plus en plus de l'importance, avec l'entrée du monde dans une nouvelle ère, celle de la mondialisation. Le volume des marchés augmente, la notion de frontière perd de plus en plus son sens. L'entreprise devient un agent économique extrêmement puissant, dominant parfois même l'autorité de l'Etat. Le groupe Mimran au Sénégal en est l'exemple patent. La place de l'homme dans cet ensemble est progressivement réduite. La personne morale qu'est l'entreprise passe avant l'homme, personne physique. Tout concourt à la satisfaction de l'entreprise au détriment de l'individu. Pourvu qu'il y ait des bénéfices à réinvestir en fin d'exercice afin d'accroître les bénéfices à venir, ou encore qu'il y ait des dividendes à distribuer aux actionnaires. Pour le reste peu importe. Une telle vision de l'entreprise moderne suppose donc un modèle de gestion approprié.

### **3. Modèle de gestion de l'entreprise moderne**

En la matière il convient de présenter l'entreprise comme un système composé d'éléments en interaction permanente, organisé et ouvert sur son environnement auquel il doit s'adapter en permanence pour sa survie. Envisager une entreprise en tant que système consiste à la considérer comme un ensemble organisé, composé de différentes fonctions, services, individus, en permanente interaction, ayant tous des objectifs pouvant être contradictoires. C'est d'ailleurs cette contrariété en termes d'objectifs qui oblige le manager à adopter un modèle de gestion moderne, avec des techniques de plus en plus sophistiquées pour prétendre concilier les buts. De façon générale, les grandes entreprises modernes ont recouru à l'épargne publique pour financer leur croissance. Elles se tournent donc vers le marché boursier. Cette stratégie de développement fait intervenir la notion d'actionnaires. Ces actionnaires donnent mandat à un directeur général ou à un conseil d'administration, d'administrer l'entreprise d'une manière garantissant sa rentabilité. Il incombe alors au manager de mettre en place un environnement de travail apaisé, dans lequel l'organisation pourrait continuer à fonctionner quelque soit les hommes qui y seront, car les hommes passent mais l'entreprise se doit de demeurer. Dans l'entreprise moderne il existe des procédures formelles de travail pour éviter de baigner dans l'amateurisme. De nos jours une entreprise qui se veut moderne met un point d'honneur à établir clairement des organigrammes, définir

les responsabilités et les délégations de pouvoirs, assigner des rôles aux individus, établir des manuels de procédures. Cette forme de gestion permet d'éviter les conflits de compétences.

### **II. L'impact de la culture africaine sur l'environnement des PME**

Comme toutes les cultures du monde, la culture africaine a des caractéristiques qui lui sont propres. Ce sont entre autres l'appartenance communautaire, la hiérarchisation de la société, l'importance de la parole, les croyances et le rapport à la nature ; un environnement dans lequel évoluent les PME. Dans cette partie de notre travail, nous essaierons de les expliquer plus en détail et de présenter ce que nous appellerons le modèle de gestion actuel de l'entreprise africaine.

#### **1. Le rapport avec la communauté**

Le sentiment d'appartenance à un groupe social souvent le royaume, le canton, « village », caste, confrérie... est particulièrement fort dans les sociétés négro-africaines. L'individu se doit de se conformer à la norme en suivant les rites et préceptes hérités de la tradition. C'est ainsi que l'entrée dans la communauté est marquée de façon solennelle par l'initiation. Celui qui ne s'y soumet pas, n'est pas valorisé et risque même de se voir sanctionner. Les sanctions prennent la forme de bannissement temporaire ou définitif de la communauté. Dans la mentalité africaine, l'homme n'existe que dans la mesure où il est capable de relations; cela fait qu'en société, on n'existe pas en soi, mais par rapport aux autres. Pour Zady kessi (1998)<sup>23</sup> « L'esprit communautaire constitue la clé de voûte de l'édifice social africain ». Au Sénégal cet esprit communautaire est très marqué, avec l'existence de ce qu'on appelle : « les confréries religieuses ». Chaque individu s'identifie donc à une confrérie. Et pour chacune de ces confréries, il existe des codes qui permettent d'identifier les membres. L'exemple le plus marquant est le code vestimentaire. « Les mourides », une confrérie qui prend de plus en plus une place prépondérante dans l'économie du pays, s'habillent avec de grands boubous et des colliers sous forme de boîtes, tandis que les « Ibadus » s'identifient à partir de leurs pantalons courts. Autant de signes distinctifs qui révèlent l'envie qu'on les gens d'appartenir à une communauté, à un groupe. L'esprit communautaire induit donc l'importance du groupe sur l'individu.

#### **2. La hiérarchisation de la société et l'importance de la parole**

Les sociétés africaines sont des sociétés hiérarchisées. Elles sont organisées autour de l'homme qui occupe le sommet de la pyramide, suivi respectivement de la femme et des

---

<sup>23</sup> M. Zadi Kessi, *Culture Africaine et gestion de l'entreprise moderne*, Abidjan, CEDA, p.11

enfants. Cette organisation sociale entraîne un certain type de rapports sociaux. L'homme est au centre de cette organisation, c'est à ce dernier qu'est reconnue la charge de représenter la famille et de rendre publiques ses décisions. Les enfants doivent respect et obéissance passive aux parents. En cas des conflits graves entre enfants et parents, ce sont les personnes parentés (les grands-parents, les oncles...) qui jouent le rôle de médiateur. Les sociétés négro-africaines sont aussi caractérisées par l'oralité. La parole, souffle de vie y prend une place importante par rapport à l'écriture dans la communication comme dans l'engagement. La citation de l'écrivain malien Hampâte BÂ (1960)<sup>24</sup> : « Chaque fois qu'un vieillard meurt en Afrique, c'est une bibliothèque qui brûle », traduit parfaitement le poids de cette oralité.

### **3. Les croyances et le rapport à la nature**

Dans la pensée ancestrale africaine la nature occupe une place très importante dans l'organisation de la société. Elle est considérée chez certain comme le « le premier élément à partir duquel l'homme est tiré ». Ces croyances entretenues depuis des millénaires font que jusqu'à nos jours l'africain se sent faible par rapport à la nature qui le domine. D'où un apparent fatalisme, mais aussi peut-être la croyance en une certaine détermination que l'on constate souvent aujourd'hui : rien n'est naturel, il y a toujours à rechercher une raison métaphysique aux phénomènes, surtout quand ils sont négatifs (accident, décès, échec à un examen, faillite dans les affaires...). Dans le même ordre d'idées, puisque l'homme est soumis à la nature, il va chercher à l'adoucir par des rites magico-religieux, par des sacrifices, plutôt que d'entrer en conflit avec elle. L'individu sait se contenter de ce qu'il a, ce qui ne veut cependant pas dire qu'il n'a pas goût au travail. Cette attitude face à la nature explique la perception du temps, si souvent décrite, de la vie qui passe à son rythme, sans rapport avec le rythme saccadé de presque tous les de pays du nord. Les choses, si elles doivent se faire, arriveront à l'heure opportune, donc à temps. La tenue de rendez-vous n'est donc pas jugée prioritaire, d'autant que des urgences « sociales » peuvent survenir inopinément, et il sera indispensable de les honorer. En fait, le temps est considéré comme infini chez les africains. Il n'est pas industriel mais plutôt social. Le temps est toujours là, il ne meurt pas, il demeure, le plus important étant de bien achever ce que l'on devrait réaliser.

---

<sup>24</sup> Conférence gal de l'UNESCO, Paris, 1960. La phrase originale était : « En Afrique quand un vieillard traditionnaliste meurt, c'est une bibliothèque inexploitée qui brûle »

### III. L'effet paradigme dans la gestion de l'entreprise sénégalaise

Après la description de ces deux modèles, c'est-à-dire le modèle de gouvernance de l'entreprise moderne et les caractéristiques de l'environnement dans lequel baignent les PME ; il apparaît clairement qu'il existe un effet paradigme dans la gestion de la PME par l'entrepreneur africain notamment sénégalais.

#### 1. Les blocages culturels

Mis à part les obstacles économiques qui entravent le développement des entreprises africaines, d'aucun s'accordent sur le fait que les contraintes d'ordre culturel en constituent également des blocus auxquels doit faire face le capital-risqueur. En effet, toutes les caractéristiques de la culture africaine que nous avons vu précédemment sont dualistiques c'est-à-dire renferment en elles-mêmes des éléments à la fois négatifs et positifs dans le sens du développement de nos économies. Dans ce paragraphe, il sera dégagé parmi les aspects de la culture africaine ceux qui sont susceptibles d'un blocage à l'entreprise et à l'esprit d'entreprise. La mentalité communautaire fondée sur le « partage et la tolérance » est un facteur incompatible avec le principe d'entreprise et l'esprit du capitalisme fondés sur « l'individualisme et la recherche du profit ». Le blocage vient du fait que l'entreprise est perçue comme une entité qui doit subvenir aux besoins de la communauté, c'est-à-dire une sorte de « centre d'assistance sociale » où on puise tout sans rien donner en retour. A cela s'ajoute la relation entre l'employeur et l'employé socialement destructrice. Au nom de l'esprit communautaire, il naît au sein de l'entreprise des relations contractuelles fondées sur des sentiments affectifs et moraux. Autrement dit, un échange « loyauté contre protection » et non un échange « travail contre rémunération » comme c'est le cas dans les entreprises modernes. Pour finir l'entreprise est une capitaliste, le capital prime sur l'homme. Tout ceci est résumé dans cette citation de Bourgoïn (1984)<sup>25</sup>: « L'entreprise moderne est un corps étranger à l'Afrique »

#### 2. Les réalités de l'entreprise moderne face aux croyances des dirigeants de PME

Le temps est un principe sacré de la vision d'entreprise moderne mais ignoré dans la culture africaine. Le proverbe anglais « Time is money », illustre parfaitement cet état de fait. En effet, pour l'africain le temps n'a aucune valeur stratégique, on vit « l'instant présent » car « le futur ne nous appartient pas ». Or dans la logique capitaliste l'entreprise pour son développement doit intégrer dans sa stratégie la gestion du temps. Les heures perdues, les

---

<sup>25</sup> H. BOURGOÏN, *L'Afrique malade du management*, Paris, J. Picollec, 1984, p.65

retards et les absences constituent des facteurs contre-productifs pour l'entreprise. L'africain comprend difficilement par exemple qu'on puisse fermer une entreprise et priver des milliers de personnes de leur emploi juste parce que l'entreprise peut faire plus de bénéfices en s'implantant ailleurs, le phénomène de délocalisation, qui ces dernières années est devenue une arme stratégique pour la majeure partie des entreprises européennes. Cela est pourtant une des exigences du capitalisme.

En ce qui concerne les croyances, la sacralisation des ancêtres impose aux sociétés africaines un certain conformisme, c'est-à-dire une façon de faire les choses telles que les faisaient ceux qui nous ont précédés. Innover est perçu comme « renier son identité » ou « rejeter le savoir sacré » qui nous a été transmis par nos aïeux. Au Sénégal cela est très enraciné dans les pratiques, on le constate d'ailleurs à tous les niveaux de la société. L'exemple le plus patent est le « mythe du marabout ». En effet avant d'entreprendre quoi que ce soit, il apparaît indispensable de consulter son marabout, afin que celui-ci donne son avis. Pour des raisons propres à lui, qui souvent ne sont fondées sur aucune base scientifique, il pourrait déconseiller la mise en œuvre d'un projet qui aurait pu s'avérer très bénéfique pour un entrepreneur. D'après Newman « la remise en cause de ce qui existe n'est pas toujours bien vue, puisqu'elle est souvent comprise comme un défi aux réalisations passées et à leurs auteurs ». Cette vision des choses est inadaptée au contexte actuel caractérisé, d'une part, par l'ouverture sur l'extérieur et, d'autre part, par des perpétuels changements de méthodes et de pratiques auxquels il faut s'adapter sous peine d'être à la traîne.

### **3. La sacralisation du chef face à l'esprit d'entreprise**

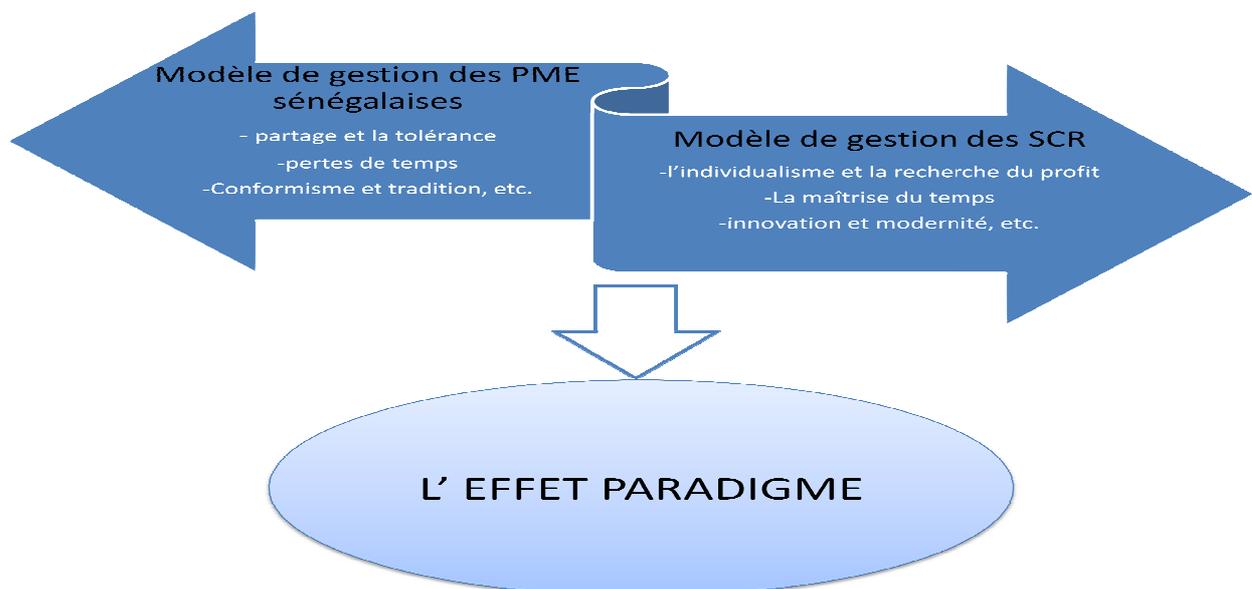
La société traditionnelle africaine attribue au pouvoir un caractère magico-religieux, une sorte de vénération ou de soumission totale au chef. Ce dernier jouissant d'une image mythique, se renferme sur lui-même en se rendant inaccessible. L'héritage colonial, la tradition mais surtout la perversion de la coutume et l'exercice dominateur du pouvoir par les dirigeants nationaux contribuent à expliquer le caractère autoritaire du supérieur hiérarchique. De ce fait, la représentation du pouvoir est fondée sur l'importance du prestige et de la puissance, et la distance hiérarchique entre supérieur et subordonnés. Cette attitude constitue un frein au développement de nos sociétés car elle génère une centralisation des décisions sur une seule personne et une absence de dialogue entre employeur et employé. A titre d'exemple, dans la société sénégalaise, critiquer ou ne pas être de l'avis du chef est considéré comme un acte d'impolitesse et est illégal. Cela est jugé de façon sévère par la communauté. Au mythe du chef s'ajoute un autre facteur à la fois favorable et défavorable à l'esprit d'entreprise : il s'agit

du « droit d'aînesse ». Ce dernier se traduit par le respect des « plus âgés ». C'est un principe clé de l'éducation dans les sociétés africaines. Au sein de l'entreprise, ce droit peut conduire à la démotivation du personnel jeune et compétent, car sa rémunération peut être inférieure à celle d'un aîné moins compétent.

#### 4. Le choc des civilisations

L'Afrique terre d'accueil et d'hospitalité a vu durant des siècles se déferler sur ses sols des étrangers venus d'horizons divers (arabes, occidentaux, et aujourd'hui même des chinois). Tous ces peuples n'ont pas forcément les mêmes cultures, les mêmes civilisations, les mêmes visions, que celles africaines. Aujourd'hui l'Afrique se trouve entre deux mondes, dont la cohabitation n'est pas forcément porteuse de progrès et d'efficacité. Autrement dit, nous avons le monde rural (analphabète) conservateur et retissant à tout changement et le « monde dit civilisé » qui se trouve à mi-parcours entre culture locale et culture importée. Il naît de cela une difficulté d'intégration des entreprises locales ou étrangères au milieu socioculturel africain. Les frontières se construisent à l'intérieur d'une entreprise, à partir de solidarités ethniques ou religieuses souvent fabriquées : l'« autre » est suspecté de défaut de loyalisme, d'allégeances douteuses susceptibles de provoquer l'ingérence de son groupe d'origine dans les affaires intérieures. Pire encore, la compétence de l'individu disparaît souvent derrière le groupe auquel il est supposé appartenir. Ainsi donc dans les sociétés africaines notamment dans celle sénégalaise, pluri-ethnique, pluri-religieuse, pour intégrer un service ou une entreprise quelque soit le niveau de diplôme de la personne, avant toute considération le regard est porté d'abord sur le « d'où vient-il ? » et le sur le « qui est-il ? ».

**Figure 5: Incompatibilités des méthodes de gestion**



## Section 2 : Analyse des différentes conceptions du pouvoir

### I. La conception du pouvoir dans une PME

#### 1. La relation de symbiose entre l'entrepreneur et la PME

L'entrepreneur joue un rôle majeur quel que soit le paradigme privilégié dans l'étude du phénomène entrepreneurial. Sur la base des quatre paradigmes relevés par Verstraete et Fayolle (2005)<sup>26</sup> :

- Selon le paradigme de l'opportunité d'affaires, l'entrepreneur possède une capacité de vigilance à détecter, puis à exploiter, des opportunités d'affaires là où d'autres ne voient rien.
- Selon le paradigme de l'innovation, l'entrepreneur est l'activateur des nouvelles combinaisons que Schumpeter (1935)<sup>27</sup> place au cœur de la dynamique économique ;
- La création de valeur, troisième paradigme, est à l'initiative d'un individu ou plusieurs s'étant associés pour entreprendre ensemble.
- Dans le paradigme de la création d'une organisation, l'entrepreneur est celui qui impulse le phénomène, qu'il soit seul ou en équipe, sur la base de l'exercice de conviction qu'il déploie auprès des possesseurs de ressources dont il a besoin pour réaliser son projet d'entreprendre et qu'il doit transformer en « stakeholders », c'est-à-dire en parties prenant part à son projet.

Dans les rapports de pouvoir naissants entre les capital-risqueurs et le créateur, celui-ci possède des avantages liés à la maîtrise d'une information qu'il distribue de façon calculée dans le but d'obtenir les ressources nécessaires à son projet d'entreprendre. A défaut d'être d'emblée le propriétaire de l'entité qui naîtra du phénomène qu'il impulse, il est, au moment où il déploie cet exercice, au moins le possesseur des connaissances accumulées par l'expérience tirée de la mise au point du projet. Il découle de cette analyse que la dynamique institutionnelle existe déjà bien avant la naissance de l'entreprise. Cette dynamique place l'entrepreneur et l'organisation dans « une relation de symbiose ».

#### 2. L'entrepreneur comme point nodal du système décisionnel de la PME

Il est communément admis par les chercheurs que la gestion des PME demeure extrêmement personnalisée. De nombreux auteurs affirment qu'on peut assimiler la PME à la personne même de l'entrepreneur-dirigeant, tant celle-ci s'exprime à travers les différentes facettes de la gestion quotidienne de l'entreprise. Certains vont même jusqu'à qualifier la PME « d'ego-firme ». Cette personnification de la PME s'inscrit dans une interaction spécifique entre le

---

<sup>26</sup> T. VERSTRAETE, A. FAYOLLE, *Quatre paradigmes pour cerner le domaine de recherche en entrepreneuriat*, CIFEPME, Montpellier, pp. 3-14

<sup>27</sup> Cité par T VERSTRAETE, A. FAYOLLE, *Journal of economics*, Octobre, n°2, 1990, PP. 473-521

pouvoir de gestion et la propriété du capital. En effet, la PME peut être considérée comme un système d'organisation du pouvoir presque toujours concentré dans les mains d'une seule personne: l'entrepreneur. Celui-ci exerce son pouvoir de gestion et de contrôle, de sorte que les objectifs de l'entreprise sont fortement déterminés par ses objectifs personnels.

Ce dernier demeure la clef de voûte de tout le système stratégique. De par son poids, la PME possède la propriété fondamentale d'être un centre de décision autonome. Autonome voulant dire que l'entrepreneur-dirigeant de la PME joue un rôle crucial dans tout processus décisionnel important pour l'entreprise. Dans le fonctionnement d'une PME, il est avant tout celui qui imagine, développe, et réalise sa vision.

### **II. Typologie des mécanismes de gouvernance du capital-risque**

De nombreuses études ont été réalisées en ce qui concerne la gouvernance. Ces études mettent essentiellement en exergue deux mécanismes de gouvernance ; à savoir les mécanismes intentionnels et les mécanismes spontanés.

#### **1. Mécanismes intentionnels**

##### **a) Le pacte d'actionnaire**

Le pacte d'actionnaire est un document, sous seing privé, confidentiel, complémentaire aux statuts de la société, permettant aux actionnaires ou à certains d'entre eux d'organiser leurs relations au sein de la société. Il fournit des garanties complémentaires aux signataires, chacune des parties spécifiant ses attentes par l'intermédiaire de clauses de répartition des pouvoirs, de sortie et de protection... Si certaines clauses sont classiques et ne posent pas de difficultés particulières, d'autres méritent d'être négociées et quelques-unes doivent être (dans la mesure du possible) refusées. En résumé, il permet de fixer contractuellement certaines dispositions destinées à réduire le plus possible l'apparition de conflits d'intérêts et à trouver des recours contractuels éventuellement opposables devant les tribunaux de commerce à des problèmes d'opportunisme et de tricherie qui ne pourraient être dépassés à l'amiable. Les dispositifs du pacte d'actionnaire comportent 2 volets :

- Le titre financier, attribue des droits de propriété.
- La mise en place de droits et des obligations, qui a pour objet de codifier la relation entre le capital-risqueur et l'entrepreneur. Il s'agit en particulier des droits de contrôle et des droits de vote. Le pacte d'actionnaire prévoit aussi les conditions de répartition des pouvoirs lors des tours de tables ultérieurs ainsi que les modes de sortie. D'ailleurs très souvent pour assurer leur sortie dans les entreprises dans lesquelles elles investissent, les sociétés de capital-risque demandent fréquemment que des clauses de type «buy or sell» soient intégrées dans les

pactes. Ces clauses, donnent mandat aux investisseurs pour vendre, à une échéance déterminée, la totalité des actions de l'entreprise (y compris donc celles des entrepreneurs). Le fondateur d'une entreprise qui choisit de collaborer avec une société de capital-risque doit donc se préparer à cette éventualité.

### b) La présence du capital-risqueur au conseil d'administration

Afin de mieux contrôler et orienter les actions futures du dirigeant, le capital-risqueur cherche à négocier un ou plusieurs postes d'administrateurs. Les deux rôles principaux du conseil d'administration consistent en la gestion et la discipline des gestionnaires ainsi qu'en l'élaboration des stratégies des sociétés.

Dans le cas d'un financement par capital-risque, la représentation au conseil d'administration peut prendre plusieurs formes. Soit la société de capital-risque souhaite (et peut) être représentée au conseil d'administration, elle nomme dans ce cas un représentant, en général le chargé d'affaires qui s'occupe de la participation. Soit elle ne souhaite (ou ne peut pas) être représentée ; dans ce cas, elle demande au chargé d'affaires (ou au directeur de participations) d'être administrateur à titre personnel ou mandater une tierce personne en raison de ces compétences, avec l'accord du dirigeant

Les entrepreneurs peuvent bénéficier de la présence des administrateurs externes dans le conseil. Ces derniers, en tant que les tiers dans la relation capital-risqueur/entrepreneurs, jouent un rôle de surveillance et jugent les propositions présentées au conseil, ils servent d'intermédiaires avec le groupe des investisseurs, et de contrôlent le respect des objectifs ainsi que la performance d'exploitation. Gorman et Sahlman (1989)<sup>28</sup> montrent que l'utilisation des droits de contrôle au sein des conseils d'administration permet aux capital-risqueurs d'éventuellement remplacer le fondateur en cas de désaccords importants sur la stratégie menée par l'entreprise ou de conflits.

### c) Le financement par étapes

Les travaux théoriques de l'architecture financière ont démontré l'efficacité de l'échelonnement du financement dans le cadre du capital-risque. Cela permet en effet d'abandonner les projets qui se révèlent moins rentables à moindre coût : tous les fonds nécessaires n'ont pas été investis. C'est aussi un bon moyen de surveiller les firmes à forte asymétrie d'information et à forte croissance potentielle et de ne laisser que les meilleures entreprises atteindre le stade de l'introduction en bourse. Wang et Zhou (2004)<sup>29</sup> proposent un

---

<sup>28</sup> Cité par Andress R. BOUE (2002) Op. Cit.

<sup>29</sup> S. Wang, H. Zhou, *Staged financing in venture capital: moral hazard and risks*, *journal of corporate finance*, N° 10, pp. 132-155

modèle dans lequel le financement par étapes est un mécanisme de contrôle efficace qui réduit les coûts d'agence et qui contrôle le risque moral.

Sahlman (1990)<sup>30</sup> argumente qu'en évaluant périodiquement des entreprises financées, le financement par étapes incite les entrepreneurs à poursuivre la performance. En effet, cette répartition temporelle de l'investissement permet aux capital-risqueurs de détenir un plus grand nombre d'actions dans le cas où la valeur des actions fait l'objet d'une révision à la baisse. Les entrepreneurs devront faire face à une dilution plus forte que prévue alors qu'en devenant majoritaires, les capital-risqueurs pourront aussi remplacer les gérants défaillants.

En outre, l'échelonnage des investissements donne aux capital-risqueurs une option réelle, pour ne pas participer aux tours de table suivant. Les capital-risqueurs peuvent se débarrasser de l'entreprise ou ne plus lui injecter de nouveaux capitaux lorsque les objectifs intermédiaires fixés initialement ne sont pas atteints. Ils peuvent aussi conditionner l'augmentation future de son apport à de nouvelles pratiques managériales plus coopératives.

### **2. Mécanismes spontanés**

Les mécanismes spontanés de contrôle est un outil de contrôle qui s'impose à l'entreprise. Le rôle de la confiance s'avère être l'un des mécanismes majeurs mis en œuvre entre les capital-risqueurs et les dirigeants dans le gouvernement de coopération de l'entreprise. Dans ces mécanismes on retient entre autres deux volets essentiels :

#### a) Système de protection des investisseurs

Le système légal des pays, notamment du Sénégal prévoit des lois et des réglementations visant à protéger les droits des investisseurs contre des tentatives d'expropriation. L'existence de telles lois a un rôle disciplinaire sur le comportement des gestionnaires en limitant les actions opportunistes lorsque de telles actions mènent à l'expropriation des investisseurs. Les règles comptables et de certification édictées par la profession comptable constituent des balises à respecter pour assurer une certaine forme de normalisation des états financiers des sociétés afin d'éliminer d'éventuels risques de fraudes de l'entrepreneur-dirigeant.

#### b) Construction des réseaux de confiance

On peut assimiler la confiance aux droits de propriétés sur les marchés privés. Le but est de garantir les relations entre les capital-risqueurs et l'entrepreneur-dirigeant. Par ailleurs, il n'est pas rare de constater que l'équilibre qui s'établit entre les capital-risqueurs et l'entrepreneur-dirigeant constitue un mécanisme essentiel de contrôle qui vient largement compléter les mécanismes intentionnels mis en place.

---

<sup>30</sup> W. SAHLMAN, *The structure and governance of venture capital organization*, journal of financial economics, Octobre, N°2, 1990, pp. 473-521

**Tableau 2: Les différents types de mécanismes de contrôle**

Mécanismes intentionnels	Mécanismes spontanés
Conseil d'administration	Système de protection des investisseurs
Clause de pacte d'actionnaire	Réseaux de confiances...
Financement par étapes	

### III. La théorie de l'agence dans la relation dirigeant/capital-risqueur

La théorie de l'agence met en évidence les conflits d'intérêt qui peuvent surgir entre les apporteurs de capitaux ( quelque soit leurs catégories) et entre actionnaires et dirigeants, elle s'appuie en particulier sur l'hypothèse qui consiste à ce que les intérêts de l'actionnaire, qui est le principal au regard de la théorie de l'agence, et le dirigeant ou l'agent, divergent et que ce dernier adopte spontanément un comportement opportuniste grâce à la maîtrise des informations qui échappent au principal.

Deux situations d'asymétrie d'information sont à distinguer : la sélection adverse et l'aléa moral

#### 1. Sélection adverse

Cette situation surgit ex-ante lors de la phase d'évaluation et de négociation de l'opération de financement, le dirigeant peut se trouver mieux informé sur le projet que l'investisseur potentiel en raison notamment de son accès à l'information plus que l'investisseur y compris ses compétences dans le domaine (caractéristiques de l'environnement, de marché, aspects techniques,...etc.). Dans cette situation on parle de risque de « sélection adverse ».

#### 2. L'aléa moral

Cette situation se manifeste ex-post après l'octroi des fonds par le bailleur, c'est ce phénomène qui est caractéristique de la phase de cogestion. Le capital-risqueur éprouve des difficultés à contrôler les actions du dirigeant, soit par son incapacité à observer les comportements de celui-ci, où à juger si le comportement du dirigeant est opportuniste ou non, par exemple, le dirigeant peut engager des dépenses inutiles au développement de l'entreprise et diminuer aussi les montants disponibles pour rémunérer les investisseurs externes on parle alors « d'aléa moral ».

La pertinence et l'intérêt de la théorie d'agence pour étudier la relation capital-risqueur/ dirigeant s'explique par l'importance particulière de l'asymétrie d'information entre les deux parties, en effet, quelque soit les caractéristiques de l'entrepreneur la divergence d'objectif est

latente, pour Jensen et Meckling (1976)<sup>31</sup>, l'agent n'est pas un opportuniste au sens trivial mais un « Bâtisseur d'empire ». Dans cet esprit, le dirigeant de l'entreprise est tenté de mener des recherches qui lui apportent la reconnaissance de ses pairs. Il s'éloigne ainsi de l'objectif de capital-risque qui est la maximisation des performances de l'entreprise. Aussi l'asymétrie de l'information peut être pratiqué par le principal, autrement dit lui aussi peut être un opportuniste. Par exemple, l'entrepreneur est contraint, sous la pression du capital-risqueur de réduire les dépenses de recherches et développement pour augmenter les bénéfices de la PME à court terme.

La littérature s'est également concentrée sur le mode de sortie de l'investisseur en capital risque, car à ce stade que le conflit d'intérêt peut atteindre son niveau maximal. Le conflit type est le suivant : le capital-risqueur adopte un comportement court-termiste, il profite d'une conjoncture favorable pour revendre ses actions afin de s'enrichir personnellement. Ce faisant, il nuit à la viabilité à long terme de l'entreprise, et par conséquent, on peut dire que le capital-risqueur qui détient l'information stratégique dans ce cas de figure, n'est plus la victime présumée mais au contraire, celui qui menace de léser les intérêts de l'agent.

Il apparait clairement que les dispositifs existant mis en place pour réduire cette situation d'aléa morale demeurent insuffisants, et qu'il faut y trouver des palliatifs beaucoup plus performants, et aptes à résoudre de façon significative cette situation d'aléa morale.

**Figure 6: Les divergences entre les deux conceptions du pouvoir**



---

<sup>31</sup> M.C. JENSEN, W.H. MECKLING (1976), Op. Cit.

## **Chapitre 4 : LE CAPITAL-RISQUE ACCLIMATE**

### **Section 1 : Vers un modèle hybride de gestion**

A partir de certains traits de caractère essentiels de la culture africaine que nous estimons favorables à l'amélioration de la gestion de la PME africaine notamment sénégalaise, nous essayerons de proposer un système de gestion conciliant ces caractéristiques au système moderne de gestion de la PME.

#### **I. La dynamique positive de l'esprit communautaire**

Dans les parties précédentes, nous présentions la mentalité communautaire des africains comme un frein à l'épanouissement de l'entreprise moderne. Mais ce trait culturel qui s'accommode difficilement des principes de l'entreprise capitaliste fondés sur l'individualisme peut être un atout majeur de la civilisation africaine que l'entreprise moderne peut mettre à profit. En effet, la primauté de la communauté sur l'individu et sur laquelle repose l'esprit communautaire à une puissante vertu : Elle développe le sens de la solidarité et crée la cohésion sociale. Une entreprise qui prend sur elle de développer cette dynamique communautaire peut créer un climat de confiance et prévenir de facto les conflits sociaux. Cela suppose que l'entreprise est à l'écoute de ses salariés et crée les conditions propices à leur épanouissement. L'esprit communautaire est donc un atout majeur de la culture africaine qu'il faut songer à mettre au profit de l'entreprise. Du reste les services des ressources humaines au sein des entreprises, devraient intégrer ce paramètre dans leurs pratiques managériales en vue de créer la cohésion sociale et l'esprit d'équipe.

La stratégie consistera donc à conserver l'esprit communautaire établi par la « culture africaine » et viser l'instauration d'un cadre capitaliste favorable au développement de l'entreprise. Pour ce faire, la création d'un climat de confiance entre employés, employeur et l'entreprise sera la condition nécessaire. Cela suppose un management axé sur le dialogue, l'écoute et l'assistance mutuelle. Ce qui incitera le travailleur à considérer son entreprise comme sa « seconde famille » et non comme un « une cellule d'enrichissement personnel ». Une telle stratégie ne sera pas sans coût pour l'établissement souhaitant la mettre en œuvre. Car elle doit nécessairement passer par la mise en place d'une politique sociale qui doit elle-même reposer sur le respect mutuel en réprimant tout favoritisme.

#### **II. Le mythe du chef d'entreprise**

La discipline qui naît autour du mythe du chef ; peut jouer un rôle essentiel dans la compétitivité et les performances de l'entreprise. Dans toute organisation en effet, le respect

de la hiérarchie par les subordonnés est indispensable à l'efficacité. Dans une entreprise où la discipline n'est pas érigée en mot d'ordre, les salariés auront tendance à recourir à la critique systématique avant même d'exécuter les instructions qui leur sont données. L'africain considère le chef comme « l'égal de Dieu ». Dans la culture égyptienne par exemple, le pharaon était considéré comme un dieu qui avait droit de vie et de mort sur ses sujets. Et quand il mourrait il était enterré avec certains de ses serviteurs. Cet héritage culturel conduit le salarié à observer une discipline irréprochable dans son travail quotidien.

### III. Esquisse d'un management à l'africaine

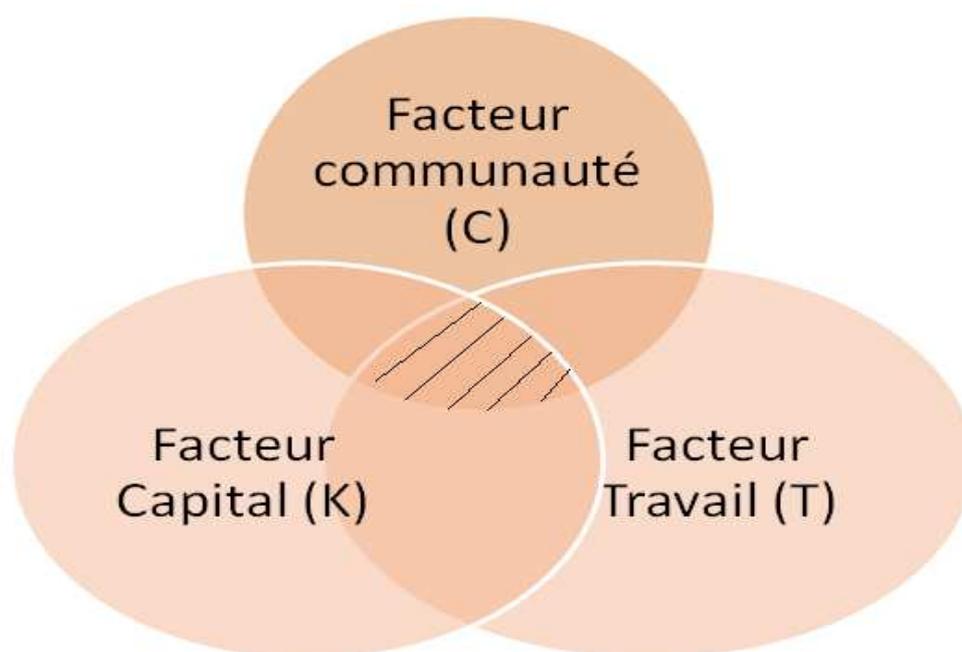
Le modèle que nous proposons de management à l'africaine s'inspire fortement des recherches faites par Hernandez (1997)<sup>32</sup> et qu'il a publiées dans son livre « Le management des entreprises africaines ». L'auteur construit le modèle implicite « d'organisation » pour l'entreprise africaine à partir d'une réflexion théorique. Il propose ainsi un modèle de management pour l'entreprise africaine qui utilise un troisième facteur appelé, « facteur C ». Cette notion a été introduite par Razeto (1991)<sup>33</sup>. Pour cet auteur, il n'y a pas que le capital et le travail à prendre en compte comme facteurs économiques, il existe aussi un « facteur C » (pour Coopération, Communauté, Collaboration) générateur de productivité et possédant une existence propre. Dans une entreprise classique, le but est de valoriser le capital, de le faire croître, de l'accumuler. Dans une entreprise organisée en fonction du « facteur C », le but est de le valoriser, en générant des revenus, mais aussi en intensifiant les relations au sein du groupe. L'accumulation de « facteur C », l'amélioration de la cohésion sociale ont une valeur en soi, indépendamment du fait qu'elles facilitent la bonne marche de l'organisation. Le management à l'africaine que nous proposons doit s'approprier ce « facteur C » dont l'importance est indéniable au Sénégal et partout en Afrique pour en faire l'élément moteur de la croissance des PME.

---

<sup>32</sup> M. HERNANDEZ, *Le management des entreprises Africaines : essai de management du développement*, Paris, L'Harmattan, 1997, P. 9

<sup>33</sup> N. RAZETO cité par HERNANDEZ (1997) Op. Cit.

Figure 7: Intégration du « facteur C » au management



### Section 2 : Stades d'interventions du CR au Sénégal : intégration d'une phase capital-réorganisation

Le capital-réorganisation est une phase supplémentaire que nous avons introduite dans les stades d'interventions du capital-risque au Sénégal.

La quasi-totalité des PME au Sénégal ne répondent pas aux critères d'éligibilités des SCR et sont par conséquent exclues du processus de financement du fait des divergences entre les pratiques de ces dernières et celles des SCR. Il apparaît donc fondamental de proposer une phase supplémentaire, qui aura pour but de réorganiser les PME avant la prise de participation effective des SCR ; afin d'éviter des problèmes de cogestion qui pourraient survenir. Cette phase qui se caractérise par le fait qu'elle conciliera et les aspirations du dirigeant, et celles de la SCR, s'articulera autour de trois axes essentiels : le personnel, le système de gestion, et la définition des stratégies.

#### I. Le personnel

Dans la plupart des PME Sénégalaises le personnel est composé en majorité de proches du chef d'entreprise. Cet état de fait est la source de la sous performance de ces PME, car on sait que le meilleur facteur de productivité est un personnel qualifié. Ce caractère familial de la PME sénégalaise est à la source de beaucoup de dysfonctionnements. Il est donc impérieux de

procéder à la réorganisation de ce secteur de l'entreprise. Cette réorganisation devra se faire en étroite collaboration avec le chef d'entreprise. Ce qu'il faudra rechercher c'est le consensus. Il faudrait donc éviter de licencier la totalité du personnel. Le but recherché est d'avoir un personnel de qualité, il faut donc conserver « le potentiel » qui existe déjà. La SCR pourra s'appuyer sur ses réseaux en ressources humaines pour recruter des spécialistes aux postes clés de l'entreprise. Cependant les entretiens d'embauche se feront avec la participation du chef d'entreprise, afin qu'il puisse également donner son avis. Les notes de sélections attribuées aussi bien par la SCR que par le dirigeant de la PME auront le même poids afin de respecter le principe d'équité et favoriser le consensus. « Le facteur C » devra être un critère majeur dans la sélection. Cette étape franchie il faudra nécessairement définir la structure hiérarchique et la répartition des rôles, afin de délimiter les responsabilités de tout un chacun et améliorer les performances.

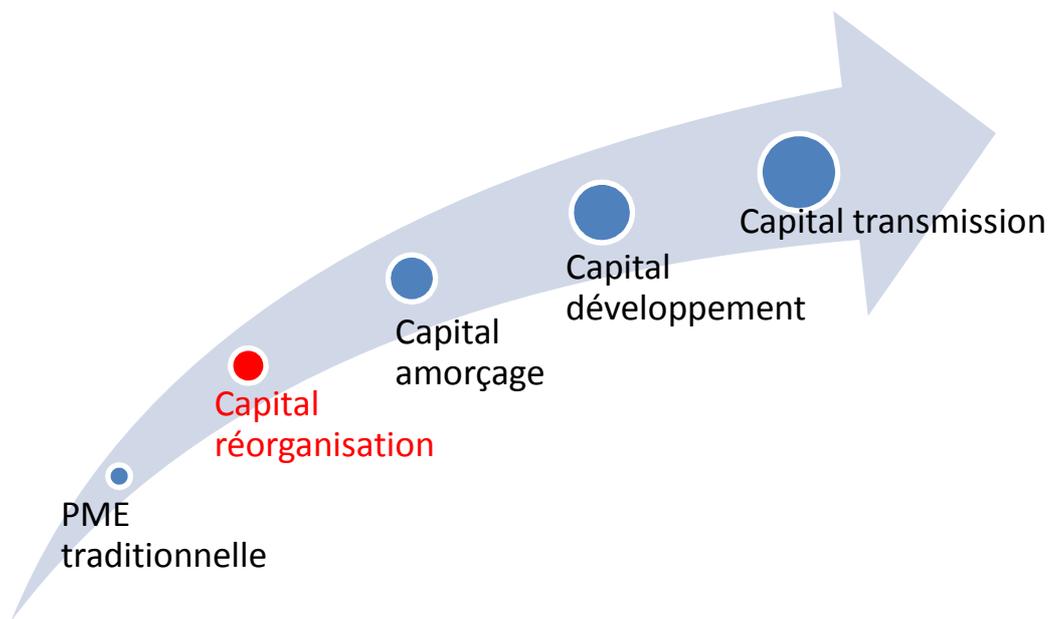
### **II. Le système de gestion**

Il est important d'accorder une attention particulière à ce secteur étant donné qu'il résume le quotidien de l'entreprise. La réorganisation de ce secteur devra cependant se faire en tenant compte des spécificités de chaque société, car les éléments de mise en œuvre d'une bonne gestion de l'entreprise diffèrent d'une entreprise à l'autre. Gérer une société qui fait dans la production ne demande pas les mêmes ressources que gérer une société de services. Il revient ici à la SCR de mettre en œuvre son expertise afin d'assurer à la PME les meilleurs outils de gestion ; ceci afin de prévenir les conflits du fait des divergences dans les méthodes de gestion du dirigeant et de la SCR qui prend des participations.

### **III. La définition des stratégies**

L'entreprise joue sa pérennité sur les stratégies qu'elle élabore. Dans le système originel de la PME sénégalaise, c'est le chef d'entreprise qui insuffle les orientations stratégiques. Avec l'entrée de la SCR, toutes les décisions essentielles devront être prises en conseil administration. Le dirigeant perd de son pouvoir, qui est désormais dissout dans la masse des nouveaux actionnaires, c'est-à-dire la SCR. Et selon notre hypothèse cet état de fait serait l'une des causes de la réticence des dirigeants des PME à adopter ce mode de financement. Il est donc indispensable d'aplanir le terrain et d'établir les règles du jeu avant l'entrée de la SCR dans le capital de la PME. Quand on sait que chacune des deux parties voudra tirer la couverture de son côté, l'un et l'autre ayant des comportements opportunistes pouvant mettre le devenir de la PME en péril. Pour nous la recherche du consensus reste de mise.

**Figure 8: Le capital-réorganisation dans le processus d'investissement du capital-risque**



### **Section 3 : L'innovation, la solution au délaissement du grand nombre de PME**

L'historique du capital-risque révèle que les périodes de fortes innovations correspondent également aux périodes de fortes croissances en capital-risque. Nos recherches nous ont amené à faire un constat, plus il y a d'innovations dans un pays plus le capital-risque y est développé. L'élément moteur du capital-risque est donc l'innovation. Les SCR ont tendance à investir dans des projets à fort taux de rentabilité, ce qui caractérise l'innovation. Nous pensons donc que l'élaboration de projets innovateurs serait une solution au délaissement de la grande masse des PME au Sénégal. Cette innovation devra être une « innovation technologique ». Un des phénomènes qui a marqué les dernières décennies est le rôle qu'a joué la technologie dans le développement de nombreux pays. Les innovations techniques ont profondément transformé la structure mondiale du commerce et de l'industrie. Ce sont surtout les pays industrialisés qui ont connu de telles innovations, et plus récemment aussi les régions qu'on appelle « nouveaux pays industriels » au détriment des pays d'Afrique-subsaharienne notamment du Sénégal.

Dans le secteur de la production, l'amélioration des techniques fait rapidement évoluer les produits et les procédés. Ceci fait que l'avantage concurrentiel de la main-d'œuvre à bon marché dans les pays en développement est en train de disparaître. Par exemple, l'industrie du textile et du vêtement, qui représente pour les PME africaines un terrain extrêmement favorable à l'exportation, fait actuellement face à une vive concurrence des pays industrialisés, où la conception et la fabrication assistées par ordinateur sont de plus en plus répandues.

Face à cette situation, le Sénégal devra évaluer sa situation par rapport aux techniques nouvelles ou d'avant-garde afin de pouvoir tirer son épingle du jeu. Cela passe par la mise en œuvre d'un certain nombre d'actions que nous avons identifié

### **I. Mise en place d'une stratégie nationale de recherche et d'innovation**

Nous préconisons en premier la mise en place d'une stratégie nationale d'innovation afin de créer un environnement favorable à l'éclosion de PME innovantes. Ceci devra se faire au travers de trois axes que nous suggérons, la création d'organismes d'incitation à l'innovation, la promotion de la recherche et du développement ainsi que par l'entretien d'une solide relation avec le milieu universitaire.

#### **1. Les organismes d'incitation à l'innovation**

Le Sénégal a besoin d'organisations intermédiaires dynamiques de facilitation pour servir de liaisons entre les fournisseurs ( universités et établissements de recherche et développement ) et les utilisateurs ( secteurs de production ) ; entre les technologies traditionnelles( anciennes ) et les technologies modernes ( naissantes ) ; et entre les technologies locale( créées sur place ) et les technologies étrangères ( importées ). Il serait opportun de s'inspirer sur ce point du modèle Coréen ou Japonais, où les différents gouvernements ont mis en place des structures afin de favoriser l'innovation technologique. En effet le gouvernement de la République de Corée du sud a fondé l'Institut Coréen des Sciences et de la Technologie (ICST), pour qu'il mette en relation la communauté scientifique et technique et la communauté industrielle. L'Institut n'a pas tardé à convaincre le secteur privé, par son action, de la valeur concurrentielle de la technologie et de la recherche. Au Japon, les efforts concertés du gouvernement, de l'industrie, des établissements de recherche et développement et du grand public, placés sous l'égide du ministère du Commerce international et de l'Industrie, ont abouti à la formulation et à la mise en œuvre de stratégies bénéfiques à l'ensemble des parties. Par exemple, cette action concertée a permis d'étendre de technologies à de nombreuses entreprises locales, l'objectif ayant été de promouvoir l'utilisation de ces technologies et de stimuler la concurrence. C'est ainsi que le Japon a réussi à asseoir petit à petit sa compétence nationale, en commençant par réparer des produits techniques étrangers, puis en imitant ces produits et en les améliorant. Le Japon n'a jamais hésité, quand il le jugeait nécessaire, à embaucher des étrangers pour mettre à profit leurs connaissances.

#### **2. Subventions non imposables à la recherche et au développement en direction des PME**

Etant à l'écoute de ses clients et portant un intérêt pratique à la qualité de ses produits, la PME présente un terrain fertile pour le progrès de l'innovation technologique. Qui plus est, sa

dimension humaine présente son principal atout. Sa réussite est fortement liée à sa capacité de proposer à des prix compétitifs des produits différenciés ou nouveaux, fidélisant la clientèle actuelle ou potentielle. De ce fait la PME doit assumer également une dynamique visant à faire évoluer ses produits. Une gestion efficace de la mutation de l'environnement économique-technique et la maîtrise des avancées scientifiques, constituent un enjeu primordial pour cette entité. Sa gestion doit tenir compte de la complexité de l'innovation technologique, dans la mesure où elle nécessite une attitude davantage offensive et des interactions inter fonctionnelles qui altèrent la division traditionnelle du travail souvent constatée dans ces entités. La PME est donc contrainte d'investir dans la Recherche & Développement et de disposer à tout moment d'innovations technologiques mises en valeur par ses services. Cette politique de R&D devra être subventionnée par l'Etat dans le cadre de la stratégie nationale de recherche et d'innovation. Ces subventions bénéficieront de faveurs fiscales et ne seront pas imposées par le biais de reprises, afin d'améliorer sur le long terme les capitaux propres des PME ; à contrario des autres subventions d'Etat qui sont systématiquement reprises. Ces subventions devront être accordées aux PME définissant une stratégie claire et identifiable de recherche et de développement en vue d'encadrer des déviations qui pourraient advenir dans l'octroi des fonds.

### **3. Favoriser les partenariats entre les PME, les écoles et universités**

Il est reconnu que le lieu par excellence des innovations est l'université. Il faudrait donc créer un cadre favorable afin de permettre le transfert de technologies de l'université vers les PME. Les USA sont l'exemple type de ce modèle de partenariat. En effet en adoptant le « Bayh-Doyle University and Small Business Patent Act » qui est une loi sur la commercialisation des brevets, votée par le congrès le 12 Décembre 1980 ; les USA ont permis le transfert de technologies des universités (qui sont des institutions à but non lucratifs) vers les entreprises. L'objet de cette loi était donc de financer la recherche et le développement au sein des universités et leur permettre de transférer leurs découvertes par des « licences exclusives payantes » préférentiellement vers des PME américaines. Pour sa part le gouvernement du Sénégal a adopté depuis 1990, un arrêté visant à dynamiser le rapport entre l'université (les chercheurs) et les collectivités privées ou publiques. Il s'agit de l'Arrêté n° 1017 du 14 novembre 1990 relatif à la fonction de service de l'UCAD. Cependant depuis lors, les rapports entre l'université et les PME ne se sont pas réellement développés dans le sens d'améliorer le potentiel de ces dernières. Il faudrait donc repenser à l'image des USA un cadre juridique plus adéquat favorisant un réel transfert de technologies des universités vers

les PME et permettre l'écllosion d'un genre de PME beaucoup plus performantes et attrayantes pour les SCR.

### **II. Favoriser les transferts de technologies des pays industriels vers le Sénégal**

Le transfert de technologie est un élément clé dans la croissance de beaucoup d'entreprises. Nous pensons donc que permettre les transferts de technologies des pays industrialisés vers le Sénégal contribuerait énormément au développement de ces dernières. Voici quelques éléments de stratégie qui amélioreront l'accès aux nouvelles technologies.

#### **1. Le rapport avec les sociétés transnationales**

Les sociétés transnationales sont souvent, considérées comme la source première des nouvelles technologies de production. Elles pourraient effectuer le transfert de technologie par l'établissement de liens de toutes sortes avec des entreprises(PME) locales ; concession de licences et accords contractuels relatifs à l'utilisation d'innovations ou de services techniques, accords de sous-traitance, franchises, etc. Elles pourraient également s'occuper de la mise à jour de technologies et de fourniture d'équipements. Ce sont tous là des moyens qui pourraient contribuer à améliorer l'accès aux nouvelles technologies des PME sénégalaises et qui pourraient permettre une croissance endogène rapide des capacités techniques.

#### **2. La sous-traitance**

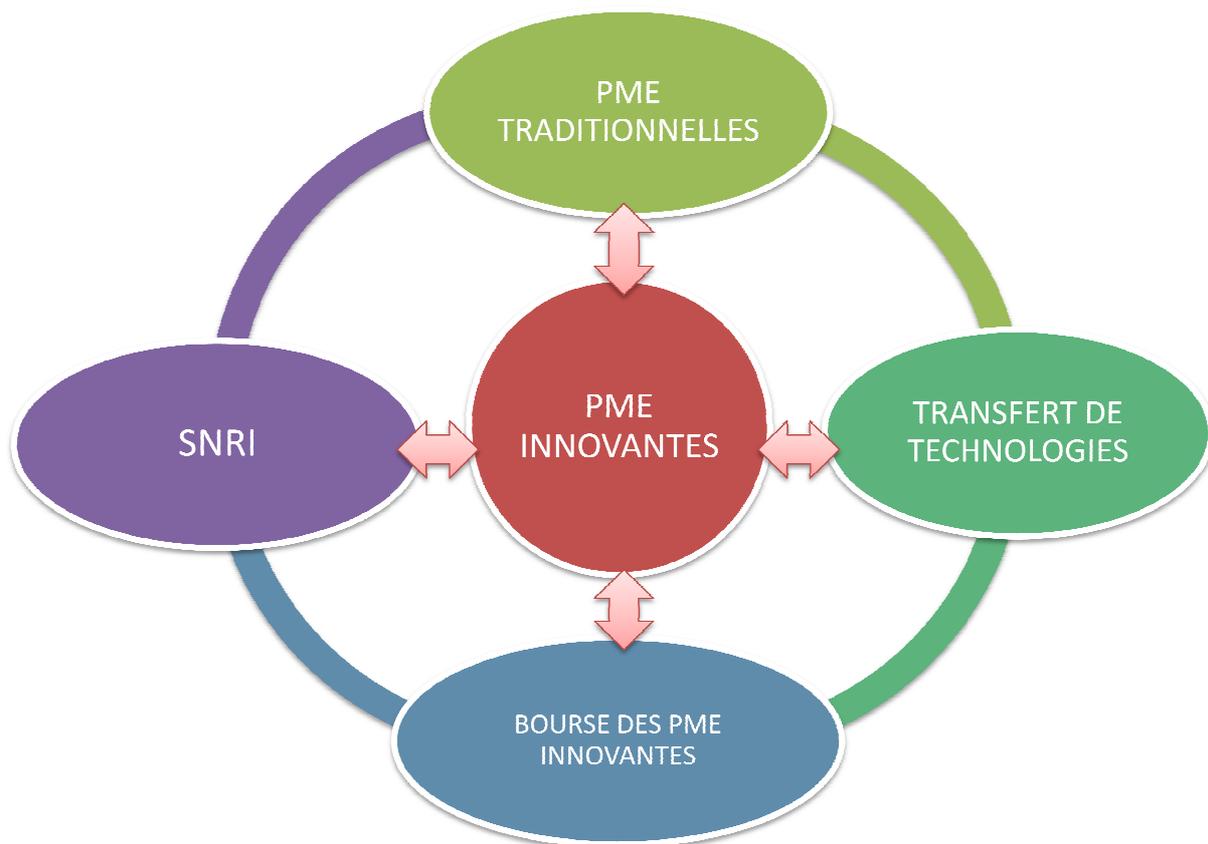
Il arrive souvent que de grosses entreprises occidentales implantées au Sénégal sous-traitent la fabrication de certaines pièces ou la fourniture de certains services à des PME locales. Ces entreprises apportent aux PME un soutien technique considérable et s'occupent activement du contrôle de la qualité afin que les PME soient en mesure de respecter les normes de qualité établies. Ces grandes entreprises appuient aussi leurs sous-traitants en s'efforçant de leur donner du travail le plus régulièrement possible. Grâce à cette relation privilégiée, les PME acquièrent le sens de l'innovation et de l'efficacité.

### **III. Créer sur le marché de la bourse un compartiment réservé aux PME d'innovation**

Une introduction en bourse est une opération par laquelle une entreprise obtient que ses titres soient librement achetés et vendus par n'importe quel investisseur, qu'il soit privé ou institutionnel, dans le cadre d'un marché financier organisé. Elle s'opère généralement par la mise sur le marché d'un certain nombre de titres représentatifs du capital de l'entreprise, que ce soient des titres émis préalablement ou à l'occasion de l'introduction en bourse proprement

dite. L'introduction en bourse est le meilleur moyen pour la SCR de rentabiliser son investissement mais présente également des avantages pour l'entreprise. A part l'augmentation de ses fonds propres au travers de l'introduction en bourse la PME gagnerait en notoriété et en crédibilité par l'attention que lui porteraient désormais les médias, les analystes etc. Ce renforcement de la structure financière de la PME, joint à la notoriété conférée par l'introduction en bourse, lui permettrait de réduire le coût de ses financements. Quand on sait que l'introduction en bourse est soumise au respect de beaucoup de critères contraignants qui souvent sont difficiles à respecter par les PME. Il apparaît impérieux de mettre en place d'un compartiment réservé au PME d'innovations sur le marché de la BRVM avec des conditions d'admissions étudiées et adaptées à la taille de ces PME. Ceci serait un véritable tremplin à l'éclosion de ce type de PME au Sénégal, à l'image du NASDAQ aux USA sur lequel se sont coté la plupart des entreprises technologiques américaines et qui a stimulé l'éclosion de beaucoup de PME d'innovations.

**Figure 9: Mécanisme aboutissant à la création de PME innovantes**



### **IV. Mise en place d'un « guichet innovation » au sein des sociétés de capital-risque**

Notre proposition de mettre sur pied des guichets innovations au sein des SCR s'inspire du modèle des banques anglaises qui ont instauré en leur sein des « guichets islamiques ». Ces guichets comme le nom l'indique seront exclusivement dédiés aux PME d'innovations.

#### **❖ Fonctionnement du guichet**

##### **1. Projets d'innovation**

Le guichet sera exclusivement réservé aux projets d'innovations donc aux PME innovantes. Les business plan qui seront soumis aux SCR avec un volet innovation comme point d'encrage seront automatiquement confiés à l'équipe responsable du guichet innovation. En effet il sera dédié un personnel chargé exclusivement de l'étude et du suivi des investissements dans les PME dans lesquels auront investis les SCR. Les projets proposés par les PME devront répondre aux besoins du marché, identifiés par les organismes d'incitation à l'innovation dans le cadre d'un partenariat qui sera établi avec ces derniers.

##### **2. Le «Contrat d'actionnaires »**

Contrairement au pacte d'actionnaire qui engageait les deux parties signataires c'est-à-dire la SCR et le dirigeant jusqu'au terme du contrat ; Dans le cadre du partenariat conclu sous l'égide du guichet innovation, le contrat d'actionnaire pourra être modifié par les deux parties suite à des négociations ultérieures à la signature dudit contrat. Ce contrat aura les mêmes caractéristiques que le pacte d'actionnaire à la seule différence qu'il pourra être modifié. Le but étant de se protéger contre les déviations de l'une ou l'autre des parties mais aussi de rompre avec le caractère rigide du pacte d'actionnaire. Chacune des parties pouvant spécifier ses attentes par l'intermédiaire de clauses de répartition des pouvoirs, de sortie et de protection.

##### **3. La «carte réserves garanties »**

Il s'agit d'une carte pour aider à résoudre le problème d'aléa moral en ce qui concerne la dotation en réserves des bénéfices réalisés, qui est le plus souvent préconisé par le dirigeant ainsi que la répartition de ces bénéfices que désirent les SCR. Dans le cadre de la mise en œuvre de cette carte, un certain pourcentage des bénéfices qui devraient être alloués aux réserves seront mise à la disposition de la SCR pendant une durée fixée par les deux parties c'est à dire la SCR et la PME, avec remboursement du capital in fine mais avec versements d'intérêts à échéances prédéfinies. C'est pour nous un moyen de parer à ce problème de répartition des bénéfices qui est fondamentalement à la base de l'aléa moral. Cette carte de

réserve garantie n'est pas exclusivement dédiée aux PME du guichet mais pourrait être appliquée avec les autres entreprises en partenariat par la SCR.

#### **4. Accès à la bourse des PME d'innovation à terme**

Nous avons souligné plus haut l'importance de créer un compartiment réservé aux PME d'innovations sur le marché boursier de la BRVM. L'aboutissement du partenariat entre la SCR et la PME innovante devra donc se faire par l'introduction en bourse de cette dernière sur le compartiment des PME d'innovation. Ceci afin de permettre bien évidemment à la SCR de rentabiliser le plus possible son investissement mais également de placer la PME dans un nouveau standard avec tous les avantages que nous avons cité précédemment.

Ces éléments que nous avons identifiés en ce qui concerne le fonctionnement du guichet dans le cadre du contrat liant les SCR et les PME innovantes en sont les bases essentielles, mais ne sont pas réducteurs. Il sera possible d'inclure d'accord parties, d'autres éléments susceptibles d'améliorer le potentiel de ces PME et d'accroître la rentabilité qu'elles généreront à terme pour la SCR et le dirigeant.

### CONCLUSION

Le capital risque est un mode de financement complexe qui mérite une attention particulière. De nombreux articles ont analysé les facteurs qui déterminent le succès des fonds de capital-risque dans leurs investissements. Ces études, comme plus généralement celles qui concernent l'analyse de l'investissement en capital-risque, ont été essentiellement menées dans des pays développés. Les principaux résultats empiriques proviennent presque exclusivement d'échantillons composés de fonds américains, et très peu concernent le cas des fonds d'Afrique subsaharienne notamment du Sénégal, alors qu'il existe des différences importantes entre l'Afrique et les pays développés, tant en matière d'environnement réglementaire que sur le plan culturel et celui des pratiques de gestion. Dans ce mémoire, nous nous sommes attachés à étudier le pourquoi du faible taux de pénétration du capital-risque au Sénégal en mettant les PME au centre de notre analyse. Nous avons ainsi réalisé une analyse succincte et objective du rapport du capital-risque avec les PME au Sénégal. Nous en avons conclu que, le capital-risque ne joue pas le rôle qu'il devrait jouer dans le financement des PME. Les hypothèses qui ont été évoquées dans la partie théorique pour justifier cette situation, à savoir l'antagonisme des différents modèles de gestion des deux « associés », puis l'omniprésence d'institutions internationales parmi les investisseurs des SCR, ont donc été confirmées dans la partie analytique. Ces résultats auxquels nous avons abouti nous confortent dans notre conviction, le capital-risque a de beaux jours au Sénégal, autant que faire se peut que les mesures que nous avons recommandées soient mises en place. En effet la mise en place d'un modèle « capital-risque acclimaté » aux réalités Sénégalaises est la solution au faible taux de pénétration de ce mode de financement dans les PME du pays. Les principales suggestions de ce modèle sont, l'instauration d'un nouveau facteur de performance (le facteur C), d'une politique d'innovation au plan national, avec également la mise en place « d'un guichet innovation » au sein des SCR. La mise en œuvre des conclusions de notre étude aussi bien au Sénégal, que dans les autres pays à configurations identiques, serait donc une véritable rampe de lancer pour ce mode de financement.

Cependant il est évident que d'autres questionnements pouvant contribué à l'amélioration le potentiel du capital-risque au Sénégal devraient être évoqués. Nous nous sommes, dans notre travail, essentiellement axé sur mode de gouvernance des PME Sénégalaises. Il serait donc intéressant de se poser la question de savoir le rôle que pourrait jouer l'organisation et la gouvernance des fonds d'investissement en capital-risque elles même sur la relative performance de ce mode de financement.

### BIBLIOGRAPHIE

- Bernard GUILHON/Sandra MONTCHAUD (2008). *Le capital-risque mécanisme de financement de l'innovation*, Paris, Hermès – Lavoisier.
- CARPENTIER Cécile/SURET Jean-Marc (2005). *L'encadrement des sociétés de capital-risque : analyses et recommandations*, Montréal, CIRANO.
- Cherif Mondher / Dubreulle Stéphane (2005). *Création de valeur et capital-investissement*, Paris, Pearson.
- CHERIF Mondher (2000). *Le Capital-risque*, Paris, Découverte.
- Dubocage Emmanuelle/Revaud-Danset Dorothée (2006). *Le capital-risque*, Paris, coll. Repères.
- KISSE Awa Kwame (2004). *Evaluation d'un Investissement en Capital-risque dans les Petites et Moyennes Entreprises Québécoises*, Québec, Université du Québec à Chicoutimi.
- LA DUFOUR Dominique/NASICA Eric (2006). *Incertitude, rationalité et confiance dans les choix d'investissement : une analyse de la relation entre marchés financiers et capital-risque*, GREDEG-CNRS, DEMOS et Université de Nice-Sophia Antipolis.
- LALANDE Véronique/Vanina Paoli-Gagin (2000). *Le capital-risque : acteurs, pratiques, outils*, Paris, Gualino.
- MYNARD Antoine /BOUCARD-PLANEL David (2010). *La nouvelle donne du capital-risque aux Etats-Unis : entre changement de modèle et crise économique structurelle*, Washington, D.C., Bulletin électronique.
- RIOT Elen (2007). *Entrepreneurs, investisseurs entre confiance et allégeance, la lutte contre l'ange : le cas des jeunes entreprises innovantes financées par capital risque*, Paris, l'Harmattan France.
- SAVIGNAC Frédérique (2006). *Le financement des entreprises innovantes, thèse pour le doctorat en sciences économiques*, Paris, université paris I - Panthéon – Sorbonne.
- STEPHANY Eric (2003). *La relation capital-risque-PME : fondements et pratiques*, Paris, De Boeck.
- STEVENOT Anne (2006). *L'influence des Capital Investisseurs sur la gestion des ressources humaines des entreprises financées : dimensions, enjeux et limites*, FARGO - Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations.
- ST-PIERRE Josée (2000). *La gestion financière des PME : théories et pratiques*, Québec, presses de l'université du Québec.
- Wang S/Zhou H (2004). *Staged financing in venture capital: moral hazard and risks*, *Journal of Corporate Finance* 10, pp131-155

## ANNEXES

### Annexe 1 : Guide d'entretien pour les sociétés de capital-risque

#### I. Présentation générale de la société de capital-risque

1. Pouvez vous nous présentez votre organisme ? Vos domaines d'intervention ?
2. Quels sont les secteurs privilégiés ?

#### II. Perception de l'environnement par la société de capital-risque

3. Comment qualifiez-vous le Business plan présenté par les entreprises que vous avez financé ?
4. Que pensez-vous des perspectives de développement de métier de capital-risque au Sénégal?
5. Existe-il des difficultés qui entravent le développement de ce métier au Sénégal ?

#### III. Perception sur la nature de la relation avec le dirigeant de l'entreprise financée et degré d'implication du capital-risqueur

6. Quelles sont les éléments clés pour le succès du partenariat entre les sociétés de capital-risque et les entreprises financées ?
7. Pouvez-vous nous décrire votre relation avec les dirigeants des PME financées ?
8. Quand et comment vous intervenez dans la gestion de l'entreprise financées ?
9. Votre implication dans les entreprises financées est elle pareille dans tous les cas ?

#### IV. Perception sur la nature d'intervention de la SCR dans l'organisation

10. Comment qualifiez-vous l'évolution de chiffre d'affaires des entreprises financées ?
11. Qu'apportez-vous en termes de nouvelles ressources de financement pour les PME financées ?
12. Quelle est la nature de l'aide que vous apportez aux PME financées ?
13. Est-ce que vous intervenez en cas d'une décision d'augmentation des salaires dans l'entreprise ?
14. Est-ce que vous participez dans la politique de recrutement des entreprises financées ?
15. Participez-vous dans les programmes de recherche et développements ?
16. Proposez-vous des nouveaux clients, nouveaux distributeurs, nouveaux fournisseurs pour les PME financées ?

17. Proposez-vous des nouveaux produits pour les PME financées ?

V. Perception sur la nature d'intervention de la SCR dans le pilotage de l'entreprise

18. Est-ce que vous constatez que les PME financées ont développé leur réflexion stratégique ?

19. Est-ce que vous privilégiez une stratégie de développement à l'international des PME financées ? si oui, qu'est la nature de l'aide que vous apportez à ces PME ?

20. Proposez-vous de nouveaux objectifs à atteindre pour les PME financées ?

### **Annexe 2 : Guide d'entretien pour les dirigeants des PME financées**

I. Présentation de l'entreprise et du dirigeant

1. Pouvez vous nous parlez de la création de votre entreprise ?

2. Pouvez vous nous parlez de votre formation ?

3. Pourquoi le recours au Capital risque ?

II. Perception sur l'effet de financement par capital-risque sur la croissance de l'entreprise

4. Quelle a été l'évolution de chiffre d'affaire avant et après le recours au financement par capital risque ?

5. Avez-vous constatez un changement au niveau de l'entreprise après le recours au financement par capital- risque ? Si oui, décrivez les caractéristiques de ce changement ?

III. Perception sur l'effet de financement par capital-risque sur l'obtention de nouvelles ressources financières

6. Après la participation de la SCR, avez-vous constatez une facilité dans l'obtention de nouvelles ressources financières ? Si oui, pouvez vous nous expliquez les raisons d'un tel changement ?

IV. Perception de l'effet de financement par capital-risque sur l'organisation de l'entreprise

7. Votre société, disposait elle déjà d'un département financier avant la participation de la SCR ? Si oui, est ce qu'elle a subi un changement au cours de participation de la société de capital risque ? Si oui, expliquez la nature de ce changement ?

8. Disposiez-vous d'un système d'information comptable avant la participation de la SCR ? Si oui, est ce qu'il a subi un changement après la participation de la SCR ? Si OUI, expliquez la nature de ce changement.

9. Le choix d'une introduction en bourse est une finalité de l'entreprise ou une clause du contrat de capital-risque?

10. L'augmentation en nombre de salariés dans l'entreprise est elle liée à la collaboration de la SCR ?

11. Est-ce qu'elle participe dans la politique de recrutement ?

12. Est-ce qu'elle propose des cadres pour des postes particuliers dans l'entreprise ?

13. A l'occasion d'augmentation des salaires, est ce qu'elle intervient dans une telle décision?

14. Disposez vous d'un département marketing avant la participation de la SCR ?si oui, est ce qu'il a subi un changement après la participation de celle-ci ? Expliquez la nature de ce changement.

15. Est ce qu'elle participe dans la redéfinition de votre politique marketing ?

16. Est-ce qu'elle participe dans les programmes de développement des produits ?

V. Perception de l'effet de financement par capital risque sur le pilotage de l'entreprise

17. Est-ce qu'elle vous propose de nouveaux clients, nouveaux distributeurs, nouveaux fournisseurs ? Si oui, pouvez-vous apprécier le poids de ces acteurs sur votre position concurrentielle ?

18. Est-ce qu'elle participe dans les programmes d'optimisation de recherche et développement ? Si oui, qu'elle est son apport ?

19. Est-ce qu'elle participe dans la formulation de la stratégie globale de la société ? Si oui, quelle est la nature de sa contribution

20. Est-ce qu'elle propose des solutions pour les problèmes identifiés?

21. Est-ce qu'elle vous propose le recours au bureau de consulting ? Si oui, dans quels cas ?

22. Est-ce qu'elle vous propose des nouvelles finalités et objectifs à atteindre ?

23. Est ce que vous êtes satisfait de votre recours à ce type de financement ? Pourquoi ?