

CRITÈRES DE DÉCISION D'INVESTISSEMENT UTILISÉES PAR LES SCR EN AFRIQUE : DIFFÈRENT-ILS DE CEUX DES SCR OCCIDENTALES?

Théophile, Serge, Nomo, Université du Québec à Trois-Rivières

Laila, Hima, Université du Québec à Trois-Rivières

Fouad, Chihi, Université du Québec à Trois-Rivières

Mohamed, Sridi, Université du Québec à Trois-Rivières

L'industrie du capital de risque contribue dans la croissance économique de bien des façons. Elle est considérée comme un catalyseur de la transformation socio-économique pour son rôle prouvé dans le renforcement de la capacité entrepreneuriale du pays et le développement d'une économie axée sur le savoir et l'innovation (Gompers et Lerner, 2006).

Plusieurs recherches scientifiques ont été consacrées aux pratiques de gestion des sociétés de capital de risque (SCR) nord-américaines, européennes et asiatiques mais très peu d'entre elles visaient les SCR africaines. L'objectif de cette recherche étant d'étudier empiriquement les pratiques de gestion d'investissement des SCR en Afrique. Les résultats offrent un nouvel éclairage sur les critères de décision d'investissement des SCR des pays à l'étude, soit, l'Algérie, l'Angola, le Kenya, le Maroc, le Nigéria et la Tunisie. Plus spécifiquement, cette recherche fait ressortir les critères de décision d'investissement couramment utilisés dans l'industrie du capital de risque en Afrique ainsi que les facteurs de risque connexes pouvant expliquer le choix de ces critères. En administrant un questionnaire auprès de 207 SCR entre 2013 et 2014, nous avons collecté trente-trois (33) réponses utilisées dans le cadre des analyses descriptives et factorielles présentées ci-après. Les résultats corroborent les travaux de MacMillan et al. (1985, 1987) et de Tyebjee et Bruno (1984) en ce qui concerne sept (7) et trois (3) facteurs de risques respectivement. Finalement, l'étude présente six (6) facteurs de risques additionnels ayant une incidence directe sur les décisions du capital-investisseur en Afrique.

Mots clés : Venture Capital (G24), Decision-making, Investment Criteria, Market Risk, Agency Risk, Africa

INTRODUCTION

Le capital de risque a pour objectif de « d'offrir du financement contre une prise de participation dans le capital de jeunes entreprises hautement risquées ayant un fort potentiel de croissance avec la perspective de les revendre quelques années plus tard avec de fortes plus-values » (Cumming, 2010 ; Gompers et Lerner, 2006).

C'est un investissement qui exige l'intervention directe du capital-risqueur (CR) dans la gestion des entreprises financées pour assurer leur développement et du même coup, pour fructifier la valeur de son investissement (Gorman et Sahlman, 1989 ; Gompers et Lerner, 2006). Dans ce contexte, le CR assume plusieurs rôles dont celui d'intermédiaire financier entre les entreprises financées et les investisseurs-commanditaires (*Limited Partners*), gestionnaire d'un portefeuille constitué d'entreprises privées et finalement gestionnaire-actionnaire des entreprises composant son portefeuille (Triantis, 1999). C'est ce qui explique le haut niveau de risque associé à ce genre d'investissement et l'importance pour le CR de déployer des stratégies de création de valeur et de réduction du risque et ce dès la phase d'investissement jusqu'au désinvestissement (Cumming, 2010 ; Gorman et Sahlman, 1989).

L'objectif de cette recherche étant d'étudier empiriquement les pratiques de gestion d'investissement des SCR en Afrique. Les résultats offrent un nouvel éclairage sur les critères de décision d'investissement des SCR des pays à l'étude, soit, l'Algérie, l'Angola, le Kenya, le Maroc, le Nigéria et la Tunisie. Plus spécifiquement, cette recherche fait ressortir les critères de décision d'investissement couramment utilisés dans l'industrie du capital de risque en Afrique ainsi que les facteurs de risque ayant motivé le choix de ces critères.

La première partie de cet article offre un aperçu des particularités du marché du capital de risque en Afrique. La deuxième partie consiste en une revue de la littérature des principales études réalisées sur les critères de décision d'investissement des SCR américaines, australiennes, européennes (CEE) et asiatiques, entre autres. La troisième partie est consacrée au cadre méthodologique proposé pour réaliser cette recherche. Finalement, nous allons présenter les résultats de la recherche suivis d'une discussion.

1. APERÇU DU MARCHÉ DU CAPITAL DE RISQUE EN AFRIQUE

Cette recherche s'est penchée sur un aspect très important de capital de risque, à savoir, ce que le capital-risqueur (CR) considère en vu d'évaluer ses investissements ainsi que les critères décisionnels qu'il va juger importants pour gérer les différents risques y associés.

Pourquoi étudier des pays d'Afrique ? Tout d'abord, pour explorer un continent largement sous-exploité en termes de recherches scientifiques en capital de risque (Adongo, 2011) et en termes d'investissements étrangers (AVCA, 2013). En effet, la rareté des investissements directs étrangers en Afrique suscite beaucoup de débats et a souvent été attribuée à la grande appréhension du risque par les investisseurs (AVCA, 2013). En effet, l'image projetée par l'Afrique dans le reste du monde est fortement minée par les conflits armés, la famine, les maladies et la pauvreté (Afanu, 2015) en plus de problèmes structurels liés à la corruption, le manque de transparence du cadre juridique, l'insécurité et les fluctuations des taux de change. Finalement, l'AVCA (2012) ajoute que la faiblesse des infrastructures agit comme un frein aux

investissements en Afrique. A titre indicatif, l'Afrique investit seulement 4% de son PIB en projets d'infrastructure comparé à environ 15% pour un pays comme la Chine. D'ailleurs, il n'est pas surprenant de constater que plusieurs Fonds d'investissements étrangers se concentrent particulièrement sur les projets d'infrastructure et autres investissements d'impacts (AVCA, 2012). En outre, « *The African Economic Research Consortium* » (2011) évoque un problème de « *missing middle* » affectant la plupart des pays d'Afrique et se manifestant par une absence d'entreprises de taille moyenne (PME) et une prépondérance des micro et des grandes entreprises (Beck, 2007 ; Tybout, 2000). Ce problème de « *missing middle* » provient souvent d'une insuffisance dans l'offre de financement aux petites entreprises et pour y remédier, les auteurs proposent la diversification des sources de financement, comme le financement Mezzanine offert par les SCR aux très jeunes entreprises.

Toutefois, plusieurs considèrent l'Afrique comme un paradis pour les investisseurs en raison de ses nombreux atouts comme une population active et jeune, des écosystèmes (animal et végétal) extrêmement diversifiés, des ressources naturelles abondantes et sous-exploitées, environ 24% des terres cultivables mondiales et finalement un marché intérieur estimé à plus de deux milliards de dollars d'ici 2050 (BAD, 2015). Depuis les 15 dernières années, l'économie africaine a plus que triplé et la croissance du produit intérieur brut (PIB) a plus que doublé avec un taux moyen supérieur à 5% pour la plupart des pays d'Afrique. Plus récemment, la croissance est passé de 3.7% en 2014 à 3.6% en 2015 et devrait rebondir à 4.5% en 2017 (BAD, 2016). Finalement, six pays africains (Angola, Nigéria, Éthiopie, Mozambique et Tchad) font partie des dix (10) économies ayant connue la croissance la plus rapide au monde et dont les investissements étrangers devraient progresser de 20% en 2015 par rapport à 2010 pour atteindre environ \$55 milliards (BAD, 2016).

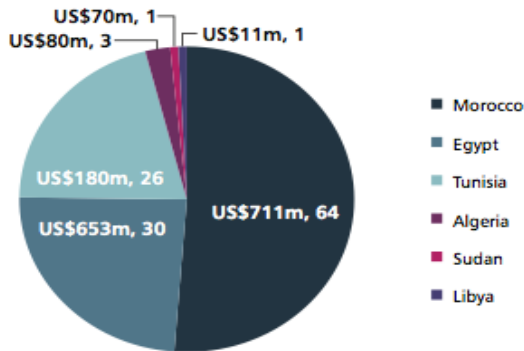
1.1 L'industrie du capital de risque en Afrique

L'industrie du capital-investissement (Private Equity) a enregistré une croissance soutenue des activités de levée de fonds et de sortie d'investissement en Afrique. En 2014, le montant des fonds levés étaient de \$16 milliards soit environ 3.2% des fonds levés à l'échelle mondiale (\$495 milliards) (AMIC, 2015). Les acquisitions par les capital-risqueurs se sont situées à 8.1 milliards de dollars, frôlant le record enregistré en 2007 de 8.3 milliards de dollars (AVCA, 2015). Un rapport récent de l'AVCA (2015) révèle que l'Afrique de l'Est a enregistré à elle seule 59% des transactions réalisées en Afrique entre 2007-2014 visant les secteurs de biens de consommation courante, les services financiers et les services industriels (AVCA, 2015).

Trois des cinq pays visés par notre étude se situent en Afrique du Nord (Algérie, Maroc, et Tunisie). Il est à mentionner que cette région fait face à un long conflit politique entre le Maroc et l'Algérie qui aurait un coût économique estimé à 3% du PIB régional, faisant d'elle la région ayant le taux d'intégration le plus bas du monde (BAD, 2012). Pourtant, l'industrie du capital de risque nord africain est relativement bien développée représentant 15% du volume total des transactions en Afrique (AVCA, 2015). Entre 2007 et 2014, il y a eu 156 transactions pour environ \$5.5 milliards dont 90% réalisées au Maroc, Tunisie et l'Égypte, rapporte la même source. Par ailleurs, les activités de levées de fonds en Afrique du Nord connaissent une baisse depuis le début de la crise financière passant de \$374 millions en 2008 à \$83 millions en 2014, soit un recul de 81% (EMPEA, 2015).

Cette tendance a connu une correction totale entre 2009 et 2011 lorsque les niveaux des fonds levés en 2011 ont atteint \$342 millions. Cependant, les turbulences déclenchées par le « Printemps Arabe » ont replongé la région dans une autre période de repli qui tarde à se corriger (EMPEA, 2015).

Figure 1 : Investissements par pays en Afrique du Nord, 2010-2014 (US\$m, No. de transactions)



Source: EMPEA. Data as of March 2015.

Figure 2 : Levée des fonds en Afrique du Nord entre 2007-2014 (US\$m)



Source: EMPEA. Data as of March 2015.

Algérie. L'économie algérienne repose principalement sur les revenus des hydrocarbures et sur les investissements publics avec une croissance soutenue du PIB depuis 2010 et 2013 passant de 3,3% en 2013 à 3,9% en 2015 (BAD, 2016). Il existe très peu d'information sur l'industrie du capital de risque en Algérie qui reste embryonnaire voire quasi-absente (Alsina, 2013). En bref, la première société en capital de risque, FINALEP, a été créée en 1991 et les fonds investis entre 2011 - 2014 s'élèvent à \$80 millions pour un total de seulement trois (3) transactions (EMPEA, 2015). La faiblesse des investissements en capital en Algérie être expliqué par l'absence de mécanismes de sortie ou de garantie offerts aux investisseurs, un cadre règlementaire restrictif et non favorable aux investissements étrangers et une culture financière et entrepreneuriale réticente à l'ouverture du capital à des partenaires externes (Alsina, 2013).

Angola. Angola est le deuxième pays producteur de pétrole dans la région d'Afrique Subsaharienne après le Nigeria. L'économie de l'Angola dépend de façon excessive des revenus du pétrole et le rend vulnérable aux fluctuations des prix du pétrole sur les marchés mondiaux. En effet, le pétrole représente 79% des recettes budgétaires et 95% des exportations du pays (BAD, 2016). Entre 2000 et 2010, la croissance moyenne du PIB a été de 11,1%, passant à 6,8% en 2013, 3,8% en 2015 et environ 3,3% en 2016 en raison des chutes du prix et de la production de pétrole conjugués à une longue période de sécheresse (BAD, 2016). C'est pourquoi, le gouvernement fournit beaucoup d'efforts pour diversifier son économie et investir au niveau d'industries à croissance rapide telles que les mines (diamants), l'agriculture, les infrastructures, la pêche, la restauration, les technologies, le bois et le secteur des infrastructures qui ont été les principaux moteurs de croissance en 2015 (BAD, 2016). Ces efforts de diversification ont contribué à mieux positionner le pays pour le placer parmi les premières destinations ayant bénéficié des investissements directs étrangers en Afrique.

Kenya. La performance économique du Kenya est demeurée solide face au contexte morose de l'économie mondiale avec un taux de croissance du PIB de 5.3% en 2014 attribuée aux secteurs de l'agriculture, les manufactures et les services. Les prévisions pour 2015 se situent autour de 5.5% en 2015 et 6% en 2016 et 6.6% pour 2017 respectivement, une croissance attribuée aux secteurs de l'agriculture, les mines, les forêts, la pêche, la construction, le commerce parmi d'autres (BAD, 2016). De plus, fournit des efforts de diversifications de son économie en encourageant les investissements étrangers dans les secteurs des communications et de la haute technologie, rapporte la même source. En ce qui concerne le capital de risque, durant la période 2007-2014, le Kenya a été le pays le plus actif en Afrique de l'Est totalisant 76% du capital investi et 55% des transactions réalisées (AVCA, 2015).

Maroc. Grâce aux réformes politiques et sociales, le Maroc a su résister aux turbulences socio-politiques engendrées par le Printemps Arabe (BAD, 2016). La croissance économique a connu un rebond passant de 2.4% en 2014 à 4.7% en 2015 et 3% prévu en 2016, attribuée principalement au secteur agricole. L'industrie du capital de risque marocaine est relativement jeune puisque le premier Fonds, Moussahama, n'a été créé qu'en 1993 (AMIC, 2015). Le Maroc se place parmi les pays ayant fourni le plus d'efforts en matières de réformes et d'investissements en infrastructure visant le transport et la logistique (Banque Mondiale, 2016). En effet, durant les quinze dernières années, le montant des fonds levés cumulés est passé de 55 millions à 1.5 milliards de dollars dont 58% proviennent de l'étranger (AMIC, 2015). Le capital investissement a réalisé un rendement (TRI) brut moyen de 15% entre 2000 et 2014 avec un multiple global de 2.1x et une durée moyenne d'investissement de 5.6 années (AMIC, 2015). De plus, selon une étude publiée par l'EMPEA (2015), le Maroc se positionne comme première destination des capital-investisseurs en Afrique du Nord attirant 51% des transactions réalisées (64) et 43% du capital investi (\$711 millions entre 2010 et 2014).

Nigéria. C'est la plus importante économie en Afrique en termes de PIB et en terme d'activité reliée au capital de risque (AVCA, 2015). Le Nigeria connaît la croissance la plus robuste sur la côte ouest du continent avec un taux de croissance moyen de 8,9% entre 2000 et 2010 (BAfD, 2015). Étant un des pays exportateurs de pétrole, le Nigeria a dû affronter un recul drastique de ses revenus après la chute des prix du pétrole sur les marchés mondiaux (Banque Mondiale, 2016). C'est pourquoi, le pays a rapidement mis en œuvre une stratégie de diversification économique visant à stimuler les secteurs non pétroliers ce qui s'est reflété en 2014 par une performance du PIB attribuée aux secteurs des services (57%), de l'agriculture (21%) et le secteur manufacturier pour 9% (Banque Mondiale, 2016). Selon O'Neil (2005), le Nigeria qui fait partie des « Next Eleven ou N-11¹ » pourrait potentiellement se placer parmi les vingt (20) plus importantes économies mondiales d'ici 2020 grâce à des investissements substantiels dans les secteurs non pétroliers (infrastructures, énergies renouvelables et immobilier) devraient renforcer le positionnement du (Afanu, 2015). En ce qui concerne le capital de risque, les fonds sous gestion s'élèvent à moins de \$2 milliards comparativement à \$11.6 milliards pour un pays émergent comme l'Afrique du Sud (James, 2014 in Afanu, 2015).

¹ Les « Onze prochains » ou « Next eleven » est un groupe de onze pays (Bangladesh, Corée du Sud, Égypte, Indonésie, Iran, Mexique, Nigeria, Pakistan, Philippines, Turquie et Viêt Nam) qui produit environ 7% du PIB mondial et qui devrait bientôt se placer parmi les plus importantes économies du monde (O'Neill, 2005).

Tunisie. La Tunisie a connu un ralentissement économique drastique en raison de l'instabilité économique mondiale mais surtout celles sociale et politique à la suite des événements du « Printemps Arabe » (Banque Mondiale 2016). La croissance du PIB est passée de 2.4% en 2013 à 2.3% en 2014, une tendance qui devrait se maintenir pour se situer autour de 1% en 2015, rapportent le FMI et la Banque Mondiale (Banque Mondiale, 2016). Ce repli de l'économie est essentiellement dû à la baisse du niveau de production des secteurs des mines, des hydrocarbures, du tourisme et des transports. L'activité du capital de risque tunisienne est très jeune et n'a vu le jour que durant les années 90 (ATIC, 2014). En 2013, les fonds investis ont connu une hausse de 45% en terme de nombre d'entreprises investies tandis que le volume des transactions a plus que doublé, passant de 50 millions à 130 millions dollars. Le montant des fonds investis s'élevait à \$180 millions pour un total de 26 (26) transactions réalisées (EMPEA, 2015). Selon le rapport de l'EMPEA (2015), le Fonds MITC Capital a été le gestionnaire le plus actif en Afrique du Nord avec 12 investissements pour la période de 2010 à 2014.

De ce qui précède, il est clair que les pays ci-étudiés offrent des perspectives économiques intéressantes mais qui présentent un risque d'investissement tout aussi équivalent. C'est pourquoi nous sommes d'avis que la présente recherche offre des informations pertinentes sur les risques d'investissements en Afrique ainsi que les moyens mis en œuvre par les SCR pour y remédier.

2. Revue de la littérature

Les critères de décision d'investissement par les SCR ont fait l'objet de plusieurs études. Le processus de sélection d'entreprises exige le recours à des critères souvent subjectifs et des arbitrages dépendamment du contexte de chaque SCR (Cumming, 2010). Tyebjee et Bruno (1984) ont analysé 90 transactions par 41 SCR et ils ont identifié cinq critères d'investissement, soit, l'attractivité du marché, la différenciation du produit, les compétences managériales, l'environnement (résistance aux menaces) et le potentiel de sortie. Une autre étude (MacMillan et al., 1985) a fait ressortir 27 critères d'évaluation d'investissement, dont cinq des dix plus importants sont reliés à la personnalité et l'expérience de l'entrepreneur. Kaplan et al. (2009) précisent que le projet « *horse* » est plus important que l'équipe entrepreneuriale « *jockey* », dans l'évaluation des investissements par les SCR. Le modèle de Fried et Hisrich (1994) insiste sur trois critères, soit, *le concept* (potentiel de croissance, délai jusqu'à commercialisation de 2 à 3 ans (*time-to-market*), avantage concurrentiel, besoins en financement) ; *le management* (intégrité, références, réalisme, habileté d'identifier le risque, flexibilité, expérience en gestion) et *la rentabilité* (potentiel de sortie, potentiel de rendement). En Australie, les SCR évaluent les entreprises sur la base de quatre critères d'investissement, soit, l'équipe entrepreneuriale, le marché, le produit et finalement les considérations financières (Proimos et Wright, 2005). En Malaisie, l'équipe entrepreneuriale et le potentiel de sortie sont considérés plus importants que le projet dans la décision d'investissement (Narayansamy et al., 2012) tandis qu'une étude réalisée sur les SCR du Taiwan, la Thaïlande et le Sri Lanka, a révélé cinq critères décisionnels : l'équipe entrepreneuriale, le produit, le marché, les considérations financières et l'équipe de gestion (Chotigeat et al., 1997).

En résumé, la revue de littérature nous a permis d'identifier les principaux critères utilisés par les capital-risqueurs dans plusieurs régions du monde. Le tableau 1 reprend tous les critères recensés dans la littérature consultée en fonction de leur importance.

Tableau 1 : Critères d'investissement recensés dans la littérature

Description des critères	Importance relative (revue de littérature)
Marché	1
Entrepreneur	2
Rentabilité financière	3
Produit	4
Compétition	5
Équipe et Stratégie	6
Rendement	7
Potentiel de sortie et risque	8
Accord	9

Pour les besoins de notre recherche, nous avons retenu cinq critères décisionnels, soit, l'entrepreneur, l'équipe de gestion, le marché, le produit et le risque.

3. Cadre méthodologique de la recherche

Pour la réalisation de cette étude, nous avons fait appel au questionnaire comme outil de mesure. En s'inspirant des recherches antérieures recensées dans la revue de littérature, nous avons regroupé toutes les questions pertinentes. En final, nous avons eu dix-huit volets dont les sept premiers comportant quarante-neuf critères. Chaque critère est évalué selon une échelle de un à quatre avec : 1-N/A, 2-Souhaité, 3-Important et 4-Essentiel. Vingt-cinq critères parmi les quarante-neuf sont tirés de l'étude de McMillan et al. (1987) tandis que six critères sont inspirés des travaux de Hatton et al. (1996). En ce qui concerne le troisième volet, deux critères sont tirés des travaux de Muzyka et al. (1996) tandis qu'un critère de Franke et al. (2006). Les quinze derniers critères ont été ajoutés sur la base de leur pertinence.

Les sept premiers volets sont :

- Volet 1 : La personnalité de l'entrepreneur.
- Volet 2 : L'expérience de l'entrepreneur.
- Volet 3 : L'équipe d'entrepreneurs.
- Volet 4 : Les caractéristiques des produits ou services.
- Volet 5 : Les caractéristiques du marché.
- Volet 6 : Les considérations financières.
- Volet 7 : Les menaces face à la compétition.
- Volet 8 : Choix d'un seul item pour évaluer l'équipe qui a présenté le projet.
- Volet 9 : pourcentage de participation financière de la SCR dans la firme financée.

Les neuf volets additionnels (10 à 18), sont les suivants :

- Volet 10 : Le montant d'investissement moyen par entreprise.
- Volet 11 : Exigence d'un conseil d'administration.
- Volet 12 : Temps moyen alloué à une première lecture du business plan.
- Volet 13 : Nombre d'entreprises suivies par chaque analyste.
- Volet 14 : Véhicule de financement appliqué.
- Volet 15 : Type de PME financée.
- Volet 16 : Interventions concrètes de la SCR.
- Volet 17 : Niveau d'importance des contributions d'une SCR.
- Volet 18 : Catégorie d'organismes d'investissement auquel appartient la SCR.

La collecte des réponses à notre questionnaire s'est déroulée entre le 13 novembre 2013 et le 2 avril 2014 date à laquelle nous avons reçu la trente-troisième réponse. Au final, nous avons contacté deux-cent-sept SCR, ce qui représente un taux de réponse de 15.94%. En ce qui concerne le Maroc, nous avons obtenu sept réponses sur les vingt-quatre SCR marocaine que nous avons recensées (dont vingt sont membre de l'AMIC2), soit un ratio de 29%. En ce qui concerne, l'Algérie où nous n'avons recensé que sept SCR, nous n'avons obtenu que deux réponses, soit un ratio de 28,5%. En ce qui concerne les trois autres pays, nous avons contacté par e-mail une centaine de membres de l'*African Private Equity & Venture Capital Association* (AVCA). En final, nous avons obtenu quatre réponses : deux de l'Angola, une du Nigeria et une du Kenya.

Tableau 2 : Tableau récapitulatif des résultats de la collecte des données

	Nombre de répondants	Nombre de SCR contactées
Maroc	7	24
Tunisie	20	40
Algérie	2	7
Angola	2	100
Nigéria	1	
Kenya	1	
Total :	33	171

4. Résultats et discussion

Dans le but d'examiner le modèle de prise de décision des SCR africaines, nous avons réalisé une analyse factorielle en considérant les critères classés importants ou essentiels par plus de 15% des SCR en taux cumulatif. La méthode de l'analyse de composante principale est appliquée avec rotation en faisant appel à la méthode d'Oblimin avec une normalisation Kaiser.

4.1 Résultats de l'analyse descriptive

Les résultats de l'analyse descriptive et factorielle sont présentés dans les tableaux 3 et 4 respectivement. D'après les résultats de l'analyse descriptive (Tableau 3), les SCR africaines accordent de l'importance aux critères d'investissements liés à la personnalité de l'entrepreneur

² Association Marocaine des Investisseurs en Capital.

(enthousiasme, honnêteté et confiance en soi) ; 91% s'intéressent à l'avantage compétitif du produit et 90.9% accordent peu d'importance à la formation académique de l'entrepreneur. De plus, elles accordent beaucoup d'importance à la constitution d'un conseil d'administration de l'entreprise pour y siéger, 12.1% préfèrent exiger des garanties tandis que 20.2% les jugent souhaitables. 97% des SCR font appel au budget prévisionnel présenté dans le plan d'affaire, 96.9% financent des PME traditionnelles tandis que les véhicules de financement couramment utilisés sont les actions ordinaires et les obligations.

Tableau 3 : Critères d'investissements des SCR africaines

Description des critères	Importance selon les SCR africaines	Importance (Revue de littérature)
Entrepreneur	1	2
Équipe et Stratégie	2	6
Produit	3	4
Marché	4	1
Rentabilité financière	5	3
Compétition	6	5
Rendement		7
Potentiel de sortie et risque		8
Accord		9

4.2 Résultats de l'analyse factorielle

Dans le but d'explorer le modèle général de prise de décisions des SCR africaines, nous avons eu recours à l'analyse factorielle. A cet effet, nous avons considéré uniquement les critères jugés importants par plus de 15% des SCR en taux cumulatif. La méthode de l'analyse de composante principale est appliquée avec rotation en optant pour la méthode d'Oblimin avec une normalisation Kaiser. Les résultats de l'analyse factorielle sont présentés dans le tableau 4 ci-dessous.

Pour s'assurer de la validité de notre modèle, nous avons retenu les combinaisons ayant un KMO de 71.6% avec un test de sphéricité de Bartlett significatif inférieur à 5% (4.4%) même si les corrélations entre les variables ne sont pas élevés.

Tableau 4 : Matrice de corrélation

	Capable d'évaluer le risque	Capable de réagir rapidement face au risque	Fait attention aux détails	Honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi	A montré une habilité de leadership dans le passé	L'entrepreneur est référé par une source fiable	Le produit présente un potentiel à l'exportation	Le produit présente une marge de profit élevé	Nous sommes familiarisés avec le secteur d'activité de l'entreprise	Capacité de passer les barrières à l'entrée	Résistance aux cycles économiques	Le produit / service présente un avantage compétitif	Un prototype du produit est déjà développé
Capable d'évaluer le risque	1.000	.520	.194	-.067	.293	.229	.354	-.007	.211	.410	.254	.267	-.014
Capable de réagir rapidement face au risque	.520	1.000	.337	.021	.450	.449	.278	-.054	.238	.429	.586	.512	-.216
Fait attention aux détails	.194	.337	1.000	-.045	.419	.249	.254	-.120	.308	.254	.311	.388	-.177
Honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi	-.067	.021	-.045	1.000	.293	-.011	.128	-.028	.058	.138	.081	.073	.250
A montré une habilité de leadership dans le passé	.293	.450	.419	.293	1.000	.398	.281	-.317	.197	.526	.395	.248	-.097
L'entrepreneur est référé par une source fiable	.229	.449	.249	-.011	.398	1.000	.362	-.052	.320	.344	.343	.243	-.025
Le produit présente un potentiel à l'exportation	.354	.278	.254	.128	.281	.362	1.000	-.138	.360	.419	.121	.195	.176
Le produit présente une marge de profit élevé	-.007	-.054	-.120	-.028	-.317	-.052	-.138	1.000	-.171	-.199	-.149	-.051	.087
Nous sommes familiarisés avec le secteur d'activité de l'entreprise	.211	.238	.308	.058	.197	.320	.360	-.171	1.000	.206	.334	.205	-.039
Capacité de passer les barrières à l'entrée	.410	.429	.254	.138	.526	.344	.419	-.199	.206	1.000	.439	.259	-.130
Résistance aux cycles économiques	.254	.586	.311	.081	.395	.343	.121	-.149	.334	.439	1.000	.223	-.379
Le produit / service présente un avantage compétitif	.267	.512	.388	.073	.248	.243	.195	-.051	.205	.259	.223	1.000	-.161
Un prototype du produit est déjà développé	-.014	-.216	-.177	.250	-.097	-.025	.176	.087	-.039	-.130	-.379	-.161	1.000

L'analyse factorielle a fait ressortir treize facteurs de risque reliés essentiellement au lancement d'une entreprise. Le tableau 5 présente les treize facteurs identifiés dans le cadre de notre étude ainsi que leur niveau de compatibilité avec les travaux de MacMillan et al. (1987) et de Tyebjee et Bruno (1984). Parmi les treize facteurs, on retrouve sept (7) qui sont compatibles avec les travaux de MacMillan et al. (1985, 1987) tandis que trois (3) de ces facteurs sont compatibles avec les travaux de Tyebjee et Bruno (1984).

Par ailleurs, l'analyse factorielle réalisée dans le cadre de notre étude a identifié six facteurs additionnels, notamment :

- 1) *Risque d'adaptation au marché* (facteur 1) : Les SCR africaines appuient les entreprises capables de résister aux cycles économiques et de se protéger contre l'obsolescence technologique de leur produit

- 2) *Risque d'entrée sur le marché* (facteur 2) : Les SCR africaines soutiennent les entreprises qui présentent la capacité de passer les barrières à l'entrée, qui visent un nouveau marché dont elles sont familières et qui présentent peu de compétition au cours des deux premières années.
- 3) *Risque de fiabilité de l'entrepreneur et son projet* (facteur 8) : Les SCR africaines préfèrent l'entrepreneur référé par une source fiable et qui sait bien présenter et défendre son projet.
- 4) *Risque d'évaluation* (facteur 9) : Les SCR africaines soutiennent les entrepreneurs capables d'évaluer le risque de marché (croissance significative).
- 5) *Risque d'imitation du produit/service localement* (facteur 11) : Les SCR africaines soutiennent les entreprises dont le produit/service est difficilement imitables et préfèrent les projets se trouvant dans leur zone géographique.
- 6) *Risque d'expansion de l'activité* (facteur 12) : Les SCR africaines soutiennent les entreprises portant des idées dont le marché existe et visent des secteurs d'activités dont elles sont familiarisés.

Tableau 5 : Facteurs de risques d'investissement en Afrique

Facteurs	Description des facteurs	MacMillan et al (1987)	Tyebjee et Bruno (1984)
1	<i>Risque d'adaptation au marché</i>		
2	<i>Risque d'entrée sur le marché</i>		
3	Risque de viabilité	□	
4	Risque de sortie	□	□
5	Risque de leadership	□	
6	Risque de management	□	□
7	Risque de compétitivité	□	□
8	<i>Risque de fiabilité de l'entrepreneur et son projet</i>		
9	<i>Risque d'évaluation</i>		
10	Risque d'exécution et de mise en œuvre	□	
11	<i>Risque d'imitation du produit/service localement</i>		
12	<i>Risque d'expansion de l'activité</i>		
13	Risque d'inexpérience de l'entrepreneur	□	

4.3 Discussion

Les résultats de cette étude décrivent l'attitude des SCR africaines face aux différents risques de leur investissement ainsi que les critères de décisions qu'ils utilisent pour les mitiger. D'une part, notre étude révèle que les critères liés à l'entrepreneur occupent une importance cruciale dans la décision d'investissement par les SCR africaines puisqu'ils permettent d'atténuer le risque d'agence. De plus, la présente étude a révélé d'autres facteurs de risques liés au marché que les SCR africaines doivent affronter et leur niveau de vulnérabilité face à ces risques. Finalement, six nouveaux facteurs de risques ont été identifiés dans le cadre de cette étude et qui sont liés essentiellement au risque de marché (facteurs 1, 2, 11 et 12) et au risque d'agence (facteurs 8 et 9).

A ce sujet, plusieurs recherches se sont penchées sur les imperfections du marché du capital de risque dues aux risques d'agence et d'asymétrie d'information, évoqués par Akerlof (1970). L'asymétrie d'information survient lorsqu'un agent (entreprise) possède de l'information que le

principal (SCR) n'a pas, sachant que cette information est de meilleure qualité et en plus grande quantité (Baye, 2009). L'asymétrie de l'information peut conduire à des divergences profondes au niveau des objectifs (Baye, 2009) et peut engendrer des coûts qualifiés par Akerlof (1970) de coûts de la « malhonnêteté ». Dans ce contexte bien particulier, plusieurs recherches, ayant fait appel à la théorie de l'agence pour étudier la relation principal-agent entre les SCR et les entreprises, révèlent qu'au moment de la conclusion de l'entente de financement, la SCR ne connaît pas le potentiel réel du produit ni les compétences de l'entreprise (Lerner et Tag, 2013 ; Rosso, 2012 ; Cumming, 2006). Le risque d'asymétrie de l'information et des problèmes d'agence, tels que l'aléa moral, la sélection adverse, le « *window-dressing* » entre autres, sont alors imminents, selon les mêmes auteurs. Tel que mentionné ci-haut, la raison d'être de la SCR étant d'offrir du financement contre une prise de participation dans le capital de l'entreprise financée en plus de services professionnels à forte valeur ajoutée visant à stimuler le développement des entreprises financées et ultimement permettre à la SCR de réaliser une sortie d'investissement rapide et profitable (Gompers et Lerner, 2006). Pour ce faire, la SCR devrait avoir accès à des informations pertinentes sur le produit l'entreprise pour en évaluer le potentiel de commercialisation ainsi que sur les compétences techniques des fondateurs de l'entreprise. Or, l'acquisition de ces informations pertinentes peut s'avérer une tâche extrêmement ardue, voire, quasi-impossible sans la collaboration volontaire et honnête de l'entrepreneur, qui est le mieux placé pour connaître les vraies caractéristiques de son entreprise. C'est pour cela, d'ailleurs, que les SCR déploient différentes stratégies d'atténuation du risque tels que, l'échelonnement du financement ou « *staged funding* », la syndication des investissements, un processus d'évaluation et de surveillance « *due diligence* » extrêmement rigoureux et finalement le recours à des clauses restrictives visant à aligner les objectifs des deux parties (MacCahery et Vermeulen, 2014 ; Lerner et Tag, 2013 ; Gompers et Lerner, 2006).

Au sujet des clauses contractuelles, Rosso (2012) recommande le recours à des contrats qui encouragent l'entrepreneur à divulguer de façon proactive les informations privées d'importance capitale pour l'évaluation de l'entreprise tandis que d'autres auteurs (Cumming, 2006 ; Kaplan and Stromberg, 2000) mettent plus d'emphasis sur une structure de gouvernance favorisant le contrôle conjoint et l'allocation optimale du pouvoir entre le CI et l'entrepreneur. Selon les auteurs, il serait plus judicieux pour la SCR de faire appel à des contacts qui permettent l'alignement des objectifs des deux parties. Ainsi, lorsque les caractéristiques de l'entreprise sont difficilement observables, la SCR devrait proposer une rémunération basée sur la performance. Par contre, lorsque ces caractéristiques sont observables mais difficilement vérifiables, la SCR devrait exiger plus de pouvoir et de droits de contrôle au niveau des activités courantes de l'entreprise (Kaplan et Stromberg, 2000). Certes, ces mesures aident à réduire les risques d'asymétries d'informations en limitant la marge discrétionnaire de l'entreprise mais ils ont aussi un impact sur la structure de gouvernance, considérée comme un facteur clé pour améliorer la perception du risque et favoriser les sorties d'investissements en Afrique (AVCA, 2013).

A notre avis, la collaboration mutuelle et l'implication proactive des entreprises sont impératives pour maximiser les chances du succès de l'investissement des SCR particulièrement, celles africaines. C'est ce qui explique le recours de ces dernières aux garanties et à la constitution de conseils d'administration auprès des entreprises financées comme mesure de remédiation du risque d'agence et des asymétries de l'information.

En ce qui concerne le risque de marché, la littérature en stratégie le décrit comme étant « toutes incertitudes associées à l'atteinte d'un avantage compétitif dues à des facteurs de l'environnement externe » (Barney, et al., 1989 ; Porter, 1980). Étant donné que le risque du marché n'est pas observable de façon directe, il est possible de l'analyser par le biais de différents indicateurs qui sont tout de même observables (Williamson, 1985 ; Porter, 1987 ; Tyebjee et Bruno, 1984). Les auteurs citent à titre d'exemples, l'obsolescence technologique, un nombre élevé de compétiteurs, un nombre élevé de produits substitués, une faible demande pour le produit ou service cible et finalement, le niveau d'attractivité du marché local. A ce titre, tel que discuté précédemment, un des obstacles à l'investissement en Afrique réside dans le fait que la plupart des marchés africains sont très peu développés parfois même inexistantes pour certains produits. De plus, le succès des investissements des SCR dépend principalement de l'environnement réglementaire des marchés financiers (MacCahery et Vermeulen, 2014 ; Lerner et Tag, 2013 ; Cumming et Knill, 2012 ; Gompers et Lerner, 2006 ; Wonglimpiyarat, 2005). Plusieurs facteurs reliés à l'environnement réglementaire du marché contribuent à l'épanouissement et au succès des activités des SCR dont : 1- la maturité des marchés financiers ; 2- le cadre fiscal l'environnement juridique ; 3- la réglementation du marché de l'emploi et finalement 4- les dépenses publiques en R&D, droits de propriété intellectuelle et transfert de technologie (MacCahery et Vermeulen, 2014 ; Lerner et Tag, 2013 ; Cumming et Knill, 2012). Ainsi, selon plusieurs auteurs, les gouvernements peuvent contribuer à créer un environnement économique propice à la promotion de l'innovation et de l'entrepreneuriat en assouplissant les conditions nécessaires pour la sortie d'investissement des SCR par émissions de titres au public (IPO) (MacCahery et Vermeulen, 2013 ; Cumming et Knill, 2012). De telles conditions peuvent amplifier l'impact du capital de risque sur l'innovation et la croissance du pays puisqu'en favorisant les introductions en bourse (IPO), les périodes de blocage seraient plus courtes et le nombre de jeunes entreprises innovantes à bénéficier du financement et de l'expertise d'une SCR serait plus important (Cumming et Knill, 2012; Michellacci et Suarez, 2004 in Lerner et Tag, 2013). De plus, Cumming et al. (2010) ajoutent que la réglementation peut ralentir le processus de surveillance par les SCR en raison de la lenteur de la bureaucratie en place et de la difficulté d'écrire des contrats sophistiqués et exécutoires. D'autres auteurs précisent qu'il ne suffit pas d'avoir un produit innovatif prêt à être commercialisé mais, d'abord, il faut qu'il y ait un système de protection des droits de propriété intellectuelle en plus d'un système de transfert de technologie qui offrent à l'entrepreneur la garantie que ses idées innovantes ne seront pas "volées" par le CI (Lerner et Tag, 2013).

Bref, les auteurs expliquent que les facteurs associés au contexte réglementaire du marché permettent de protéger les intérêts des investisseurs, d'améliorer leur niveau de confiance vis-à-vis du marché et de maximiser leur chance de succès par le biais d'une sortie d'investissement rapide et profitable. C'est ce qui explique la préférence des SCR africaines pour des entreprises matures plutôt que les plus jeunes et le recours aux actions ordinaires et aux obligations comme véhicules de financement au lieu de faire appel à des instruments plus sophistiqués comme les titres privilégiés convertibles, qu'ils soient des titres de propriété ou d'emprunt.

5. Conclusion

Notre étude nous a permis d'identifier les critères de décision d'investissement couramment utilisés dans l'industrie du capital de risque en Afrique. De plus, nous avons examiné un autre

aspect fondamental de ce type d'investissement, soit, les facteurs de risque ayant motivé le choix des critères de décision d'investissement dans le contexte des SCR africaines.

Ce qui en ressort, les risques d'investissement en Afrique sont essentiellement reliés au risque de marché et au risque d'agence. C'est ce qui explique les résultats de cette recherche en ce qui concerne l'importance accordée aux critères liés à l'entrepreneur, le recours aux garanties et au conseil d'administration comme mesures de remédiation du risque d'agence et d'asymétrie de l'information et la préférence accordée aux entreprises matures dont le risque de marché est nettement moindre puisque ces dernières ont déjà atteint une certaine maturité opérationnelle ayant déjà établi leur position sur leur marché.

En résumé, les SCR africaines privilégient des critères de décision d'investissement qui lui permettent d'atténuer les risques d'agence et d'asymétries d'information face à l'entrepreneur (enthousiasme, honnêteté et confiance en soi), les considérations financières et l'avantage compétitif du produit/service. Les SCR en Afrique jugent important de constituer et de siéger sur le conseil d'administration ainsi qu'exiger des garanties des entreprises financées. De plus, les SCR sondées financent des PME traditionnelles et utilisent les actions ordinaires et les obligations comme véhicules de financement. En bref, le niveau de maturité juridique et fiscale du marché offre aux SCR une garantie que leurs efforts déployés au niveau des entreprises seront bien récompensés. En final, notre étude a pu démontrer que la notion de « capital de risque » est largement méconnue en tant que financement alternatif que les entreprises en Afrique peuvent .

Références bibliographiques

- Adongo, J., (2011) Determinants of Venture Capital in Africa: Cross Section Evidence, *African Economic Research Consortium (AERC) Research Paper 237*.
- Afanu, O., (2015) Nigeria as an Emerging Market: Investment Hub for Venture Capital and Private Equity Funds, *Global Conference on Business and Finance Proceedings*, vol. 10, no. 1.
- Akerlof, G., 1970, « The Market for Lemons », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, p. 488-500.
- Alsina, A., (2013) Private Equity in the North African Region, Case Study of Morocco, Tunisia and Algeria, *European Institute of the Mediterranean (IEMed)*.
- Association Marocaine des Investisseurs en Capital, (2015) Le Capital Investissement au Maroc : Activité, Croissance et Performance, Année 2014, *Grant Thornton 2015*.
- Association for Private Capital in Emerging Markets (EMPEA), Private Equity in the Middle East and North Africa (avril, 2015).
- Association Tunisienne des Investisseurs en Capital (2014) Rapport d'activité 2013, Juin 2014.
- African Private Equity & Venture Capital Association, (2013) Broadening Horizons: How do Private Equity Investors Create Value? http://www.avca-africa.org/wp-content/uploads/2014/04/Broadening-horizons-Africa-value-creation-study_FR0124.pdf.
- African Private Equity & Venture Capital Association, (2015) *African Private Equity Data Tracker*.
- African Private Equity & Venture Capital Association (2012) The Private Equity Climate in Africa - Embracing the Lion, *Avanz Capital Association with the Africa Venture Capital Association*, Août 2012.
- Banque Africaine de Développement (2012) Libérer le potentiel de l'Afrique du nord grâce à l'intégration régionale – Défis et Opportunités, *Banque Africaine de Développement*, 2012.
- Banque Africaine de Développement (2016) African Economic Outlook (2016)
- Barney, J.B., (1991) Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Barney, J.B., Busenitz, L., Fiet, J.O. and Moesel, D., (1989) The Structure of Venture Capital Governance: An Organizational Economic Analysis of Relations Between Venture Capital Firms and New Ventures. *Best papers proceedings of Academy of Management*, Washington.
- Baye, M.R., (2009) “Managerial Economics and Business Strategy”. 6th edition, *McGraw Hill*, 450-455.
- Beck, T., (2007) Financing Constraints of SMEs in Developing Countries: Evidence, Determinants and Solutions, *Economic Policy*, vol. 22, pp. 731-779.
- Chotigeat, T., Pandey, I.M., Kim, D.J., (1997) Venture Capital Investment Evaluation in Emerging Markets, *Multinational Business Review*, vol. 5, no. 2, p. 5.
- Cumming, D., (2006) Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 30, pp. 155-184.
- Cumming, D., (2010) “Venture Capital Investment Strategies, Structure and Policies”, *John Wiley and Sons*.
- Cumming, D., Johan, S. (2007) Advice and monitoring in Venture Capital, *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 21, no. 1, pp. 3-43.
- Cumming, D., Knill, A., (2012) Disclosure, Venture Capital and Entrepreneurial Spawning, *Journal of International Business Studies*, vol. 43, pp. 563-590.
- Fama, E., (1998) Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioural Finance, *Journal of Financial Economics*, vol. 49, no. 3, pp. 283-306.

- Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., Henkel, J. (2006) Venture Capitalists' Evaluations of Start-ups Teams: Trade-offs, Knock-out Criteria and the Impact of VC Experience. *Entrepreneurship Theory and Practice* (ETP).
- Fried, V. H. Hisrich, R. D., (1994) Toward a model of venture capital investment decision-making. *Financial Management*, No. 23, pp. 28-37.
- Gompers, P., Lerner, J., (2006) "The Venture Capital Cycle", *The MIT Press*, Second Edition
- Gorman, M., Sahlman, W.A., (1989) What do Venture Capitalists Do? *Journal of Business Venturing*, vol. 4, pp. 231-248.
- Hatton, L., Moorehead, J. (1996) Determining venture capitalist criteria in evaluating new ventures. *California State University Sacramento*.
- Jim, O'Neill, (2005) How Solid are the BRICSs ? *Goldman Sachs Global Economics*, Paper No. 134.
- Kaplan, S.N., Sensoy, B.A., Stromberg, P., (2009) Should Investors Bet on the Jockey or the Horse? Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies, *The Journal of Finance*, vol. LXIV, no.1.
- Kaplan, S.N., Stromberg, P. (2000) How Do Venture Capitalists Choose Investments?
- Kollmann, T., Kuckertz, A., (2010) Evaluation of Uncertainty of Venture Capitalists' Investment Criteria, *Journal of Business Research*, vol. 63, pp. 741-747.
- Lerner, J., Tag, J., (2013) Institutions and Venture Capital, *Industrial and Corporate Change*, vol. 22, No.1, pp. 153-182.
- MacMillan, I. C., Siegal, R., Subba Narasimha, P. N. (1985) Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals, *Journal of Business Venturing*, pp. 119- 28.
- MacMillan, I. C., Zeman, L., Subba Narasimha, P. N. (1987) Criteria Distinguishing Successful From Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process, *Journal of Business Venturing*, pp. 123-37.
- McCahery, J. A., Vermeulen, E.-P.M. (2014) Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting, *Corporate Law & Economics*, 2013-2.
- Muzyka, D., Birley, S., Leleux, B. (1996) Trade-offs in the Investment Decisions of European Venture Capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11, 273 – 287.
- Narayansamy, C., Hashemoghli, A., Rashid, R., (2012) Venture Capital Pre-Investment Decision Making Process: An Exploratory Study in Malaysia, *Global Journal of Business Research*, Vol. 6, No. 5, pp. 49-63.
- Porter, M.E., (1987) From Competitive Advantage to Corporate Strategy. *Harvard Business Review*, vol. 65, no. 3, pp. 43-59.
- Proimos, A. (2005) A Pilot Study of Venture Capital Investment Appraisal in Australia, *Journal of Financial Services Marketing*, vol. 9, no. 3, pp. 272-286.
- Tybout, J., (2000) Manufacturing firms in developing countries, *Journal of Economic Literature*, pp. 11-44
- Tyebjee, T. T., Bruno A. V. (1984) A Model of Venture Capitalist Investment Activity, *Management Science*, vol. 30, no. 9, pp. 1051-66.
- Williamson, O.E., (1985) *The Economic Institutions of Capitalism*. New York, NY: *The Free Press*.