

Désintermédiation du Financement des Entreprises en Afrique



CASABLANCA FINANCE CITY
القطب المالي للدار البيضاء



Sommaire

**I. DÉSINTERMÉDIATION DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES :
ÉTAT DES LIEUX ET PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS** 15

**1.1 Financement intermédié ou « indirect » vs financement désintermédié ou « direct » :
vue d'ensemble et principales caractéristiques** ----- 15

1.1.1 Flux et modèles de financement de l'économie ----- 15

1.1.2 Enjeu crucial de l'intermédiation de l'épargne : le rôle des investisseurs institutionnels ----- 19

1.1.2.1 Intermédiation de l'épargne : quelles tendances mondiales ?----- 19

1.1.2.2 Intermédiation de l'épargne : où en est l'Afrique ? ----- 21

1.1.3 Enjeu central de l'intermédiation bancaire et financière ----- 24

1.1.3.1 Intermédiation bancaire et financière : quelles tendances mondiales ? ----- 24

1.1.3.2 Intermédiation bancaire et financière : où en est l'Afrique ?----- 24

1.1.4 Financement des entreprises : quelles tendances mondiales ?----- 27

1.1.4.1 Tendances de fond relatives au financement des entreprises au niveau mondial ----- 27

1.1.4.2 Financement des entreprises en Afrique : quelles tendances ?----- 31

1.1.4.2.1 Financement bancaire des entreprises en Afrique : un accès limité ----- 31

1.1.4.2.2 Financements de marché en Afrique : état des lieux----- 32

1.1.5 Financement des entreprises au niveau mondial : quels enseignements pour l'Afrique ?----- 38

**II. FINANCEMENT DES ENTREPRISES AU NIVEAU MONDIAL : NOUVELLES DYNAMIQUES
ET TENDANCES RÉCENTES. QUELS ENSEIGNEMENTS POUR L'AFRIQUE ?**..... 41

2.1 Nouveaux facteurs accélérateurs du financement désintermédié au niveau mondial----- 42

2.1.1 Impact des nouvelles réglementations sur le financement des entreprises----- 42

2.1.2 Émergence des investisseurs institutionnels comme nouveaux acteurs du financement
direct des entreprises : le développement du « *shadow banking* »----- 43

2.1.3 Transformation digitale et redéfinition du périmètre de la finance ----- 43

2.1.4 Besoins de financement des entreprises en profonde mutation ----- 44

2.2 Désintermédiation du financement des entreprises en Afrique : quels enseignements ?---- 45

2.2.1 Quel modèle de financement des entreprises en Afrique ? ----- 45

2.2.2 Quels types de véhicules de financement de marché peut-on envisager au regard
des expériences tirées des pratiques internationales ?----- 49

**III. COMMENT DÉPASSER LES FREINS AU DÉVELOPPEMENT DE LA
DÉSINTERMÉDIATION EN AFRIQUE ? QUELS SONT LES AXES PRIORITAIRES?**..... 53

3.1 Propositions de recommandations au niveau des pays ----- 53

3.1.1 Inciter les entreprises à recourir au financement désintermédié
et à diversifier leurs sources de financement ----- 53

3.1.2 Orienter les investisseurs vers le financement des entreprises en Afrique----- 54

3.1.3 Plus largement, développer les marchés financiers africains pour enclencher
la dynamique vertueuse de la désintermédiation ----- 55

3.2 Propositions d'axes à considérer de manière intégrée pour le continent africain ----- 56

BIBLIOGRAPHIE..... 60



Executive Summary

Le rapport sur la « Désintermédiation du financement des entreprises en Afrique », s'inscrit dans le cadre de l'accord de coopération signé en avril 2013 entre Casablanca Finance City Authority et Paris EUROPLACE. Il aborde la thématique de la désintermédiation selon une approche « transversale », en analysant l'ensemble de la chaîne de financement, dans un contexte où l'Afrique, nouvelle frontière de la croissance économique mondiale, doit relever les nombreux défis liés au financement. Le rapport vise en particulier à :

- faire le point sur le processus de désintermédiation en Afrique à la lumière des évolutions en cours sur les places financières « matures » et « émergentes » [1ère partie] ;
- analyser le potentiel de développement des marchés de capitaux africains à l'aune des nouvelles tendances de la finance mondiale, en particulier liées à l'évolution réglementaire et prudentielle, la révolution digitale, la montée en puissance des investisseurs dans le financement direct des entreprises mais aussi de la mutation progressive de la demande de financement des entreprises [2ème partie] ;
- identifier les axes de développement favorisant la désintermédiation du financement des entreprises en Afrique et la diversification des canaux de financement [3ème partie].

I. FINANCEMENT INTERMÉDIÉ OU « INDIRECT » VS FINANCEMENT DÉSINTERMÉDIÉ OU « DIRECT »

ENJEU CRUCIAL DE L'INTERMÉDIATION DE L'ÉPARGNE : LE RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Les économies disposant de marchés financiers « matures », les Etats-Unis, l'Europe et un nombre croissant de pays émergents disposent d'une base d'investisseurs institutionnels, domestiques et internationaux importante. Ceux-ci jouent un rôle crucial dans l'intermédiation de l'épargne et son orientation vers les marchés financiers, et notamment le financement des entreprises. Au niveau mondial on estime le total des actifs gérés par les investisseurs institutionnels à près de 74tr\$ en 2014.

INTERMÉDIATION DE L'ÉPARGNE : OÙ EN EST L'AFRIQUE ?

A. La taille des investisseurs institutionnels domestiques africains est encore insuffisante pour soutenir efficacement et durablement le développement des marchés financiers du continent :

- le secteur de l'assurance est encore de dimension réduite et ne joue qu'un rôle très limité sur la plupart des marchés financiers africains ;
- les acteurs de la gestion de l'épargne-retraite (fonds de pension et caisses de retraite) ne disposent pas d'une assise suffisamment large pour intervenir efficacement sur les marchés financiers en Afrique, en mobilisant des financements de long terme ;
- les acteurs du capital-investissement jouent un rôle croissant, mais encore insuffisant, dans la mobilisation des financements en faveur des entreprises en Afrique.

B. La base des investisseurs individuels en Afrique reste limitée, comparée à d'autres régions du monde. L'épargne des particuliers directement investie sur les marchés financiers joue un rôle important dans le financement des entreprises car il s'agit d'une épargne généralement stable. Or, l'actionnariat individuel est peu développé en Afrique, le taux de pénétration des marchés boursiers dans la population est compris entre 10 et 20% aux Etats-Unis et en Europe, entre 2 et 8% pour les pays émergents et seulement entre 0 et 3% en Afrique.

C. Les investisseurs internationaux sont encore insuffisamment présents en Afrique pour soutenir durablement le développement des marchés financiers. Ils sont de plus en plus attirés par les opportunités d'investissement croissantes en Afrique, tirées par une croissance économique robuste et durable, une moindre dépendance des revenus des matières premières, une démographie favorable, une classe moyenne qui s'élargit, etc.

Dans ce contexte, capter l'épargne internationale est un enjeu prioritaire pour l'Afrique pour combler la faiblesse de l'épargne domestique, qu'elle soit institutionnelle ou

individuelle, et accélérer le développement des marchés de capitaux africains.

ENJEU CENTRAL DE L'INTERMÉDIATION BANCAIRE ET FINANCIÈRE

L'une des fonctions essentielles des banques consiste à transformer les ressources courtes excédentaires en financements à moyen-long terme. Cette intermédiation bancaire nécessite un secteur bancaire suffisamment capitalisé. Aux Etats-Unis le total des actifs des banques représente 1,2 fois le PIB contre 2,5 fois le PIB en Europe. Dans les pays émergents, il représente 1 fois le PIB, avec, cependant, une croissance rapide des bilans des banques, qui témoigne de l'effort d'accompagnement de ces économies en phase de forte croissance.

INTERMÉDIATION BANCAIRE ET FINANCIÈRE : OÙ EN EST L'AFRIQUE ?

A. Les systèmes bancaires en Afrique se développent rapidement, se modernisent et un nombre croissant de banques africaines est aux standards internationaux. Ce développement se fait, cependant, de manière inégale d'une région à l'autre.

Le total bilan des 200 premières banques africaines a progressé de 40%, passant de 1 000 Md€ à fin 2008 à plus de 1400 Md€ en 2014, soit 70% du PIB de l'Afrique.

Cependant 80 des 100 premières banques africaines sont concentrées dans le nord et le sud de l'Afrique. Le ratio « actifs bancaires rapportés au PIB », confirme également ce constat : il est, par exemple, inférieur à 40% en Algérie, 20% en Côte d'Ivoire, 50% au Kenya alors qu'il avoisine les 122% au Maroc et 145% en Afrique du Sud.

B. La montée en puissance de grands groupes bancaires africains à ambition panafricaine, qui offrent des produits et services bancaires transfrontaliers et contribuent activement à l'intégration bancaire et financière africaine.

L'essor de grands groupes bancaires panafricains favorise la convergence des pratiques, des techniques et des offres de services bancaires. Cette dynamique du système bancaire africain fait ressortir 3 grandes catégories de groupes bancaires opérant en Afrique :

- groupes africains et à capitaux africains opérant en dehors de leur marché domestique (Standard Bank, Attijariwafa Bank, BMCE Bank of Africa, Groupe Banque Populaire, etc.), ainsi que des groupes à capitaux africains transnationaux (Ecobank, Coris Bank, etc.) ;
- groupe bancaires internationaux, à capitaux étrangers

hors Afrique (Société générale, BNP Paribas...);

- et enfin les banques domestiques, qui continuent à se développer, mais qui restent pour la plupart insuffisamment capitalisées.

C. L'essor des nouvelles technologies, et en particulier celui du « mobile banking » en Afrique, est une dynamique unique au niveau mondial qui préfigure un nouveau modèle africain de services bancaires et financiers.

Le développement des nouvelles technologies liées au digital et à la téléphonie mobile (12% des adultes en Afrique possèdent un compte bancaire par téléphonie mobile, à comparer à 2% en moyenne dans les autres régions du monde selon la Banque Mondiale) devrait fortement dynamiser le système bancaire en Afrique et accroître la mobilisation des financements et de l'épargne en faveur des entreprises.

DÉSINTERMÉDIATION DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES : QUELLE TENDANCE MONDIALE ?

- 80% des financements des entreprises aux Etats-Unis sont apportés par les marchés financiers et seulement 20% par les banques. Les PME accèdent également aux financements de marchés, y compris aux marchés de la dette obligataire.

- en zone Euro, les marchés financiers contribuent à près de 60% aux financements des entreprises contre 40% pour le financement bancaire. Cependant, si les grandes entreprises se financent essentiellement sur les marchés financiers, 90% des financements des PME est bancaire.

- dans les pays émergents, bien que les sources de financement soient en profonde mutation, le financement bancaire reste prépondérant, couvrant 80% des besoins des entreprises, alors que les marchés financiers ne contribuent qu'à hauteur de 20%.

- en Afrique, les marchés financiers contribuent à hauteur de 5% au financement des entreprises contre 95% pour le financement bancaire.

FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN AFRIQUE : QUELLES TENDANCES ?

A. Le financement bancaire est prépondérant :

Les crédits bancaires au secteur privé en Afrique ont progressé rapidement, au cours de ces dernières années, à un rythme annuel moyen de 10% par an depuis 2008, soit un taux supérieur à la croissance économique africaine. On peut estimer l'encours de crédits apportés par les banques aux entreprises en Afrique à près de 750Md€, soit 32% du PIB agrégé de l'Afrique, ce qui représente un

taux très en deçà de la moyenne des pays émergents, qui se situe aux alentours de 45% du PIB.

B. Le financement à travers les marchés des capitaux reste limité :

Sur les marchés actions : la plupart des marchés actions africains sont de petite taille au regard des cinq critères analysés dans le cadre du rapport : capitalisation boursière, volume de transactions, nombre de sociétés cotées, introductions boursières, capitaux levés :

- au premier trimestre 2015, la capitalisation boursière de l'ensemble des bourses du continent africain représentait près de 1500 Md\$, soit près de 64% du PIB de l'Afrique ;
- 1600 entreprises cotées pour un volume de transactions cumulé sur les trois premiers mois de l'année de 200Md\$, soit un volume moyen quotidien de 3Md\$.
- plus de 37Md\$ de capitaux ont été levés, au cours de ces cinq dernières années, dans le cadre de 339 opérations (IPO et FO), dont 90 introductions boursières qui ont permis de lever 6,3 Md\$ par des entreprises africaines.

Sur les marchés obligataires : les entreprises africaines ont très peu recours aux marchés de la dette pour lever des fonds, au regard des quatre critères d'analyse du marché obligataire africain pris en compte : encours des marchés, volumes émis (levées de capitaux), volumes échangés (marché secondaire) et nombre d'obligations listées.

- l'encours du marché obligataire d'entreprises est estimé à 100Md\$, ce qui reste relativement faible comparé aux marchés obligataires d'entreprises des pays émergents ;
- l'Afrique compte 1 300 obligations d'entreprises listées. L'essentiel de ces obligations est listé en Afrique du Sud, viennent ensuite le Maroc, le Nigéria, l'Egypte et l'Île Maurice ;
- à l'exception de l'Afrique du Sud, qui dispose d'un marché obligataire secondaire, quelque peu animé, les marchés obligataires secondaires africains sont peu actifs ;
- les émissions sur les marchés obligataires africains se généralement à taux d'intérêt/coupon fixe. La notation est peu répandue, avec seulement 11% des entreprises émettrices notées. Enfin, la majorité des signatures africaines sont « *high yield* ».

C. Le capital-investissement se développe mais contribue encore modestement au financement des entreprises en Afrique.

Selon les données « Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA) » pour la période 2008-2014, le

capital-investissement a apporté près de 13Md\$ de capitaux aux entreprises africaines. On estime que les fonds internationaux ont contribué à hauteur de 62% à ces financements, les fonds africains à vocation panafricaine à 16% et les fonds domestiques à 22%. La pénétration du capital-investissement est encore faible en Afrique puisqu'elle ne représente que 0,1% du PIB du continent, à comparer à 0,7% au Royaume-Uni et 0,7% aux États-Unis.

FINANCEMENT DES ENTREPRISES AU NIVEAU MONDIAL : QUELS ENSEIGNEMENTS POUR L'AFRIQUE ?

- Les marchés boursiers africains souffrent de leur fragmentation et d'absence de taille critique. Si l'Afrique du Sud peut paraître comme le principal marché boursier africain, que ce soit pour les actions ou pour les obligations, celui-ci reste essentiellement un marché local. Aujourd'hui, seule la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM), qui couvre les pays de l'UEMOA, peut se prévaloir d'un positionnement panafricain.

- Il y a une forte concentration des entreprises sur quelques marchés :

- l'Afrique du Sud compte 160 entreprises dans le Top 500 des plus importantes entreprises africaines en termes de chiffre d'affaires, le Maroc 71 entreprises, l'Egypte 38 entreprises ; viennent ensuite l'Algérie et le Nigéria, avec respectivement 26 et 25 entreprises ;
- 70% des entreprises du Top 500 sont en réalité des PME, au regard des critères observés sur les principales bourses mondiales, comme dans les pays émergents.

- Alors que les marchés boursiers, au niveau mondial, sont tirés par les Grandes Entreprises et les ETI qui alimentent l'essentiel des opérations sur les marchés obligataires, seules 249 entreprises africaines entrent dans l'une ou l'autre de ces deux catégories d'entreprises. Ceci constitue un frein important au développement des marchés de capitaux, en Afrique, et à leur contribution dans le financement des entreprises du continent.

Ces constats posent la question du modèle de marché adapté à la réalité des entreprises africaines. Celui-ci qui devrait résolument s'orienter vers les modèles de marchés dédiés aux PME, facilitant les conditions de cotations et créant un environnement réglementaire, juridique et fiscal approprié.

II. FINANCEMENT DES ENTREPRISES AU NIVEAU MONDIAL : NOUVELLES DYNAMIQUES ET TENDANCES RÉCENTES. QUELS ENSEIGNEMENTS POUR L'AFRIQUE ?

Les transformations en cours de l'industrie financière, au niveau mondial, représentent une rupture avec le modèle d'avant-crise et dessinent d'ores-et-déjà le nouveau modèle de l'industrie financière de demain. Les principales évolutions concernent :

- les normes réglementaires et prudentielles, nationales et internationales, qui concernent les acteurs bancaires, ainsi que certaines catégories d'investisseurs institutionnels ;
- l'émergence des investisseurs institutionnels comme nouveaux acteurs du financement direct des entreprises et plus globalement le développement du « shadow banking », dont les encours de financement, au niveau mondial croissent plus rapidement que les financements bancaires ;
- l'intégration rapide des nouvelles technologies et des solutions digitales par le secteur financier ;
- les mutations de la demande de financement des entreprises en termes de conditions d'accès aux financements, de garanties exigées par les apporteurs de capitaux, de coûts, de maturités, etc.

L'ensemble de ces évolutions doit être pris en compte pour analyser et comprendre la dynamique en cours et à venir du financement des entreprises en Afrique.

LES NOUVEAUX FACTEURS ACCÉLÉRATEURS DU FINANCEMENT DÉSINTERMÉDIÉ EN AFRIQUE

- **Évolutions réglementaires et prudentielles** : les grands groupes bancaires africains, dont l'activité est de plus en plus intégrée à la finance mondiale adoptent progressivement les nouvelles règles prudentielles de Bâle III et devraient donc être de plus en plus limités dans leurs engagements dans le financement des entreprises africaines. Il en est de même pour les grands groupes bancaires internationaux présents ou qui envisagent de se développer en Afrique. En effet l'adoption des règles prudentielles de Bâle III devrait les inciter à rationaliser davantage leur présence en Afrique. Ces évolutions devraient renforcer la désintermédiation du financement.
- **Émergence des investisseurs institutionnels comme nouveaux acteurs du financement direct des entreprises, que ce soit sur les marchés des capitaux privés ou publics** : la faiblesse de la croissance économique et des rendements des investissements au niveau mondial incitent les investisseurs internationaux à diversifier leurs investissements en ciblant des pays à forte

croissance, comme le sont de nombreux pays africains. Cependant, la mobilisation en masse des investisseurs internationaux passe nécessairement par l'adoption de standards internationaux en matière de transparence, de sécurité juridique, de protection des investisseurs, de fonctionnement des marchés etc.

- **Intégration rapide des nouvelles technologies et des solutions digitales par le secteur financier** : le développement des nouvelles technologies participe à l'accélération de la financiarisation des économies africaines et facilite le développement de nouvelles solutions. L'Afrique dispose d'un avantage comparatif par rapport aux autres économies du monde, notamment car le consommateur africain intègre très rapidement ces nouvelles technologies dans sa relation aux services financiers.
- **Mutation de la demande de financement des entreprises** : un nombre croissant d'entreprises africaines, notamment celles qui ont des ambitions internationales, diversifient leurs sources de financement. Les besoins portent aussi bien sur le renforcement des fonds propres que les produits de dette. Compte tenu de la prépondérance de groupes familiaux en Afrique, une attention particulière devra être accordée au développement de solutions de financement par les produits de dette, qui protègent de la dilution du capital et de l'arrivée d'actionnaires extérieurs dans le capital de l'entreprise.

QUEL MODÈLE DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN AFRIQUE ?

Les entretiens menés dans le cadre de cette étude montrent que le développement de nouveaux instruments de financement bénéficie en priorité aux grandes entreprises et aux PME africaines de taille importante. Il s'ensuit une cartographie des solutions de financement, qui dépend d'une part de la nature des émetteurs (facteur combiné de la taille et de la qualité de signature), et d'autre part du montant des besoins de financement. En particulier, il apparaît que les solutions de financement qui se mettent en place en Afrique sont de plus en plus un mix entre différentes solutions. La distinction « traditionnelle » entre financement direct et indirect des entreprises est de moins en moins évidente, et de manière encore plus vraie en Afrique, car les banques jouent un rôle important dans l'intermédiation sur les marchés de capitaux.

- **Grandes entreprises et besoins de financement >100M€** : large accès aux différentes sources de financement des marchés de capitaux. Très peu d'entreprises africaines considérées comme « investment grade » ;

- **grandes entreprises et besoins de financement entre 100 et 50M€** : accès aux marchés de capitaux domestiques. En revanche, les financements obligataires de type Eurobonds ne sont pas accessibles ;
- **grandes entreprises et PME de taille importantes et besoins de financement entre 50 et 10M€** : accès aux marchés de capitaux domestiques avec : essentiellement des financements en fonds propres (bourses et capital-investissement). L'accès au financement obligataire reste très limité ;
- **PME et besoins de financement entre 10 et 1M€** : l'accès aux marchés boursiers est limité. Accès au capital-investissement et au financement bancaire ;
- **PME et besoins de financement >1M€** : accès limité à des sources de financements en fonds propre et de en dette MLT autres que bancaires. Les solutions de financements offertes n'adressent que très peu cette partie de la courbe de financement des entreprises.

Cependant, des freins au développement des solutions de marchés existent.

POUR LES ENTREPRISES, les principaux freins identifiés sont les suivants :

- **cotation et conséquences sur l'obligation d'information**, représentant une véritable contrainte pour les entreprises qui ont peu ou pas l'expérience des marchés financiers ;
- **taille minimum d'une opération** : les montants minimums de levées évincent de nombreuses entreprises africaines des marchés financiers, en particulier les PME ;
- **dilution du capital et la perte de contrôle** : Les entreprises africaines, y compris de nombreuses entreprises de tailles significatives, comme souligné plus haut sont des groupes familiaux.

POUR LES INVESTISSEURS, les principaux freins identifiés sont les suivants :

- **accès difficile à l'information sur les entreprises** : les difficultés des investisseurs notamment internationaux à effectuer l'analyse financière est problématique pour une évaluation juste du risque supporté, d'où souvent une surévaluation du risque Afrique ;
- **faible développement de la notation** : le développement de la notation est une solution pour faciliter l'accès des investisseurs à une information indépendante sur les entreprises. Or la notation représente également un coût que seules les plus grandes entreprises africaines sont capables de supporter pour accéder, notamment aux financements internationaux ;
- **faiblesse de l'actionnariat individuel** : le manque de culture financière est un frein au développement de

l'actionnariat individuel en Afrique. Par ailleurs, peu de pays mettent en place, aujourd'hui, pour des produits encourageant l'épargne à long terme ;

- **manque de liquidité et de profondeur des marchés** : la faible liquidité des marchés de capitaux en Afrique est liée à la faiblesse de l'offre de titres sur les marchés primaires et/ou secondaires et à la présence limitée des investisseurs institutionnels sur les marchés. Ceci représente un frein important à la désintermédiation du financement des entreprises.

III. COMMENT DÉPASSER LES FREINS AU DÉVELOPPEMENT DE LA DÉSINTERMÉDIATION EN AFRIQUE ? QUELS SONT LES AXES PRIORITAIRES ?

Notre approche consiste à faire des propositions avec un focus à 2 niveaux :

- **au niveau pays** avec pour objectifs de développer les marchés financiers et d'attirer les investisseurs et les entreprises vers les marchés ;
- **au niveau du continent pris dans son ensemble**, en soulignant notamment l'importance **de l'intégration financière** et de la création de **véhicules de financement panafricains**.

En particulier, l'intégration financière est un puissant catalyseur pour le développement des marchés de capitaux, et par conséquent de la désintermédiation du financement pour les entreprises. Elle pourrait prendre plusieurs formes en fonction du niveau d'intégration envisagé, et en particulier :

- a minima, une coopération technique autour de places boursières indépendantes, et une convergence des cadres réglementaires à travers une coopération entre instances de régulation ;
- dans un deuxième temps, des partenariats avancés autour d'un réseau régional de places boursières : une convergence entre plateformes, l'harmonisation des règles de bon fonctionnement des marchés, des double cotations facilitées, la facilitation des conditions d'accès pour les acteurs... ;
- dans un stade ultime, un marché unifié autour d'une bourse régionale unique et plusieurs plateformes.

Celle-ci permettrait notamment de :

- améliorer l'infrastructure financière, créer des organismes financiers régionaux (par ex les bourses de valeurs régionales) et accélérer la sophistication des instruments de financement ; cela accélérerait l'émergence de marchés financiers efficaces et performants plus à même d'attirer les investisseurs internationaux et de mobiliser l'épargne régionale ;
- réaliser des économies d'échelle ;
- accélérer le rythme des réformes entreprises au niveau national ainsi que les modes de gouvernance d'entreprises en favorisant un partage d'expertise mutuellement favorable ;
- augmenter l'attrait économique et la visibilité de la région au niveau international par la constitution d'un bloc homogène de taille significative, ce qui favoriserait les IDE.

Axes de développement au niveau des pays

INVESTISSEURS	MARCHÉS FINANCIERS	ENTREPRISES
<p>MOBILISATION DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS</p> <ul style="list-style-type: none"> - réforme sectorielle des systèmes d'assurance et de prévoyance (modernisation des cadres réglementaires, conditions d'investissement, cadre fiscal de long terme...) - stimulation de l'asset management 	<p>DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS ACTION ET OBLIGATAIRE</p> <ul style="list-style-type: none"> - dynamisation des marchés actions: diversification des instruments financiers (ETFs, OPCV...); à terme lancement des dérivés - développement des marchés obligataires: courbe des taux efficiente, notation des émetteurs 	<p>DÉVELOPPEMENT DES ÉMISSIONS ÉTATIQUES</p> <ul style="list-style-type: none"> - marchés actions: accélération des privatisations - marchés de la dette : développement de marchés primaire et secondaire liquides et transparents (réactualisation continue de la courbe des taux)
<p>STIMULATION DE L'ACTIONNARIAT INDIVIDUEL</p> <ul style="list-style-type: none"> - développement de l'épargne à long terme des particuliers (PEA...) - développement d'une culture financière 	<p>DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS PRIVÉS</p> <ul style="list-style-type: none"> - capital investissement: cadre légal, réglementaire et fiscal; développement d'un écosystème d'experts du private equity - placement privé: professionnalisation des acteurs 	<p>DÉMARCHAGE PROACTIF DES ÉMETTEURS SUR LES MARCHÉS ACTION ET DETTE</p> <ul style="list-style-type: none"> - actions de prospection et de communication - accompagnement et conseil
<p>CAPTATION DES INVESTISSEURS INTERNATIONAUX</p> <ul style="list-style-type: none"> - cadre légal et réglementaire et efficient - intégration financière pour masse critique 		<p>MISE EN PLACE DE CONDITIONS INCITATIVES</p> <ul style="list-style-type: none"> - adaptation des conditions d'accès des PME (compartiments dédiés)
<p>MISE EN PLACE DE VÉHICULES DÉDIÉS</p> <ul style="list-style-type: none"> - véhicules de titrisation - fonds obligataires mutualisés - véhicules régionaux panafricains 		
<p>DÉVELOPPEMENT DES CADRES JURIDIQUE, LÉGAL ET RÉGLEMENTAIRE</p> <ul style="list-style-type: none"> - mise en place de mécanismes de recours alternatifs - opérationnalisation des mécanismes de sanction des régulateurs 	<p>RENFORCEMENT DE LA GOUVERNANCE</p> <ul style="list-style-type: none"> - comités spécialisés (audit, rémunération, etc...) - administrateurs indépendants dans les CA, avec des règles strictes d'éligibilité 	

Axes de développement au niveau du continent africain

<p>INTÉGRATION DES MARCHÉS DE CAPITAUX AFRICAINS</p> <ul style="list-style-type: none"> - développement d'un réseau régional de marchés financiers : convergence entre plateformes, double cotations, facilitations des conditions d'accès,... - signature d'accords de partenariats en fonction du niveau de coopération et d'intégration souhaités - création d'un comité de suivi régional en charge de la coordination et du suivi des différents chantiers liés à l'intégration 	<p>DÉVELOPPEMENT DE VÉHICULES DE FINANCEMENT PANAFRICAINS</p> <ul style="list-style-type: none"> - fonds thématiques régionaux offrant une taille critique et un profil de rendement-risque attrayant
	<p>CRÉATION D'UN OBSERVATOIRE DU FINANCEMENT</p>
	<p>MISE EN PLACE D'UN CENTRE DE RECHERCHE</p>



I. Désintermédiation du financement des entreprises : État des lieux et principaux enseignements.

1.1. Financement intermédié ou « indirect » vs financement désintermédié ou « direct » : vue d'ensemble et principales caractéristiques

1.1.1 FLUX ET MODÈLES DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE :

Les flux de financement dans une économie transitent par deux canaux :

- soit par l'intermédiaire du bilan des établissements de crédit, on parle alors de financement intermédié. Si le crédit bancaire et le rôle des banques sont prédominants dans le financement de l'économie, alors le transit par le bilan permet aux banques d'adapter la capacité de financement de l'économie à son besoin de financement, en transformant les disponibilités courtes en prêts de long terme. Ce rôle de transformation bancaire est essentiel dans ce modèle de financement des économies.
- soit en direct sur les marchés financiers, le financement est alors désintermédié. La relation entre prêteur et emprunteur est directe via les marchés financiers.

Par ailleurs, l'épargne est mobilisée :

- d'une part, par les investisseurs (assurances, fonds de pension, caisses de retraite, ...). Il s'agit d'une épargne longue susceptible de représenter un financement long pour les entreprises.
- d'autre part, par les intermédiaires bancaires. Il s'agit d'une épargne généralement courte. Les dépôts d'épargne financent les crédits demandés par les agents à besoin de financement. Ce sont alors « les dépôts qui font les crédits ».

Or, les besoins de long terme excèdent généralement les capacités de même horizon. Le financement de l'économie est alors exposé à un déficit structurel de ressources de long terme. Les banques comblent cet écart par la « transformation » des ressources de court terme qu'elles collectent en crédits de long terme. Il s'agit là de l'une des principales activités des banques universelles qui,

comme nous le verrons plus loin, se trouve ébranlée par le renforcement des exigences prudentielles.

La mobilisation de l'épargne en faveur du financement de l'économie nécessite le développement de toutes les composantes d'une industrie financière, à savoir les intermédiaires bancaires, les investisseurs institutionnels, la mise en place d'infrastructures financières et d'un corpus juridique, fiscal et réglementaire.

Chaque économie et/ou zone économique dispose de son propre modèle de financement, avec des caractéristiques plus ou moins convergentes, en fonction de sa capacité à mobiliser l'épargne et à l'orienter vers le financement direct et/ou indirect.

Le schéma d'ensemble d'un système financier, ci-dessous, illustre l'articulation des différentes composantes d'un système financier dans une économie. L'intermédiation bancaire, ainsi que l'intermédiation de l'épargne mobilisent et orientent les flux vers le financement de l'économie, directement ou via les marchés financiers. La bonne articulation des différentes composantes du système financier, marchés financiers, intermédiaires bancaires et investisseurs permet d'assurer le financement efficace de l'économie.

Le terme « marchés financiers » est ici défini dans son acception large, incluant l'ensemble des marchés, y compris les marchés des matières premières et des changes, qui ne contribuent pas directement au financement des entreprises, mais qui jouent un rôle essentiel dans la chaîne de valeur de l'industrie financière. Dans sa définition moins large, les marchés financiers désignent les marchés monétaires pour le financement en dette à court terme des entreprises ainsi que les marchés

❖ Intermédiation/ désintermédiation

Concepts et définitions

La désintermédiation du financement dans une économie est souvent évaluée de manière empirique en calculant le taux d'intermédiation. Celui-ci mesure la part des financements apportés par les institutions financières (banques, organismes de placement collectifs, structures de titrisation, assureurs,...) dans le total des financements des agents non financiers résidents.

Le calcul du taux d'intermédiation peut différer en fonction de :

- l'étendue du champ des intermédiaires financiers [numérateur] : soit l'on prend un indicateur large, incluant le crédit et les titres détenus par les intermédiaires financiers (obligations, actions et « commercial paper »), **soit l'on considère un taux plus restrictif, incluant seulement le crédit bancaire (de nombreuses banques centrales européennes retiennent cette approche pour calculer le taux d'intermédiation). L'indicateur plus restrictif semble être le plus pertinent pour apprécier l'importance du crédit bancaire par rapport aux autres sources de financement, qu'elles soient "intermédiées" ou non.**

- l'étendue des sources de financement des agents non financiers (ANF) [dénominateur] : on peut calculer la part du financement par crédit bancaire soit par rapport à toutes les autres sources de financement (y compris actions cotées et non cotées), soit uniquement par rapport au financement par l'endettement (obligations et crédit). Le deuxième concept a l'avantage de ne pas être altéré par la structure de financement entre actions et dettes (et de ne pas être non plus affecté par les problèmes de valorisation du capital non coté dans les comptes nationaux).

- l'étendue des agents non financiers (ANF) [dénominateur] : on peut considérer tous les ANF (y compris administrations) ou seulement les ANF privés (voire seulement les entreprises non financières). La part du crédit bancaire dans la dette est bien sûr plus faible quand on inclut aussi les administrations publiques puisque celles-ci se financent essentiellement sur les marchés (et ont une dette totale relativement importante).

de capitaux qui sont utilisés par les entreprises pour lever des financements de long terme. Les marchés de capitaux regroupent :

- les solutions de financement en fonds propres (marchés actions, que ce soit la bourse ou le capital-investissement) ;
- les solutions de financement en dette (marchés obligataires, qu'il s'agisse d'obligations émises/négociées sur un marché boursier, sur un marché de gré à gré ou dans le cadre d'un placement privé, les véhicules de titrisation sous leurs différentes formes, le financement structuré¹, etc.) ;
- les marchés dérivés, qui contribuent à améliorer la liquidité des marchés financiers et fournissent des solutions de financement et de gestion de risques.

Au cours de la dernière décennie, les marchés de capitaux au niveau mondial se sont profondément transformés sous l'effet de la :

- mise en place de nouvelles réglementations internationales plus strictes (répondant en particulier aux différents risques systémiques) avec des conséquences sur le financement des entreprises ;
- internationalisation croissante des marchés financiers

et des économies ;

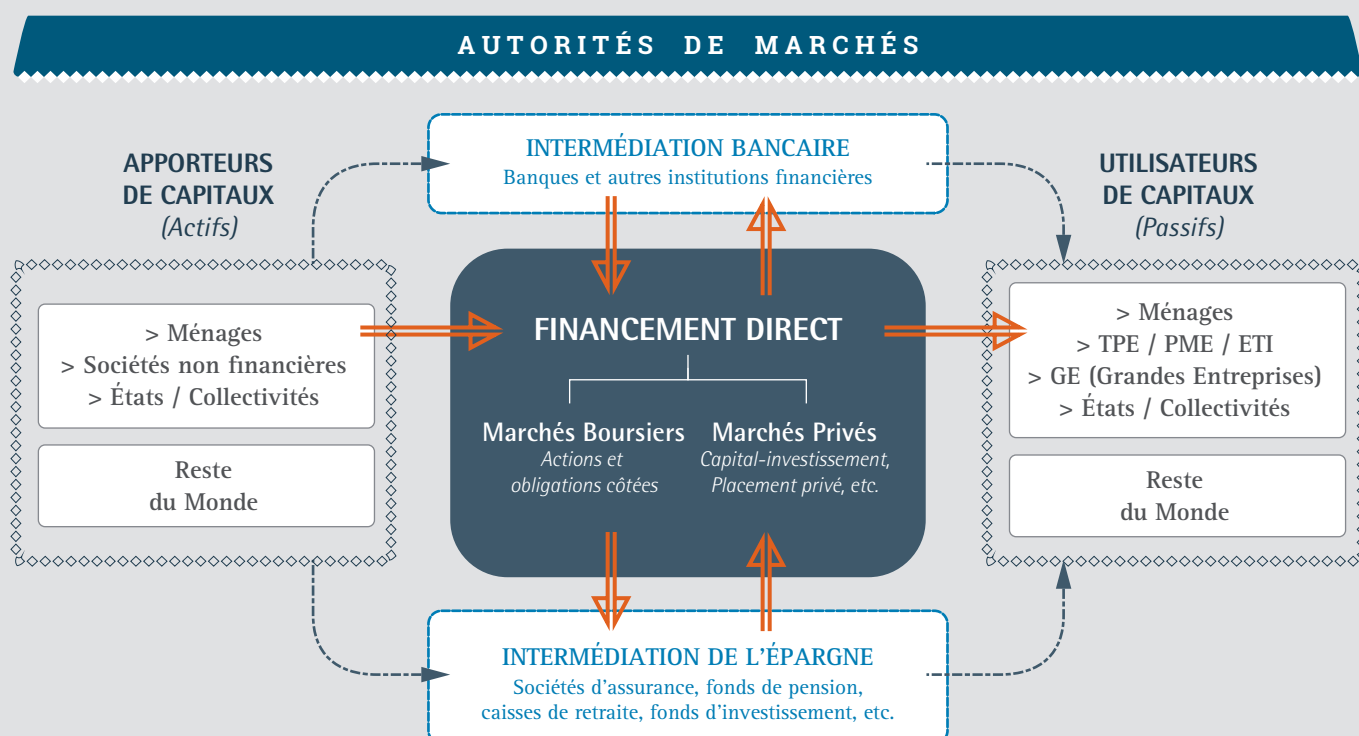
- montée en puissance de nouvelles institutions financières de dimension mondiale ;
- essor des marchés financiers émergents ;
- forte croissance des volumes négociés sur les marchés financiers ;
- intégration rapide des nouvelles technologies, notamment de la digitalisation dans l'industrie financière.

Ces évolutions impactent les différents modèles de financement des économies et modifient la frontière entre le financement intermédié et désintermédié. En effet, l'analyse classique suggère que le financement via les marchés de capitaux, « *market-based model* », est un financement « direct » caractérisé par un échange direct de titres entre les investisseurs et les emprunteurs sur le marché. Par opposition, le financement « indirect » est réalisé par le biais des intermédiaires financiers, ou « *bank-based model* », dans lequel les banques collectent les dépôts des épargnants pour les prêter aux entreprises.

Au niveau mondial deux modèles de financement coexistent. Le modèle prévalant aux Etats-Unis est du type « *market-based* » puisque les banques ne portent

¹ Ces financements peuvent revêtir plusieurs formes: asset-backed securities (ABS), mortgage backed securities (MBS), collateralised debt obligations (CDOs), collateralised loan obligations (CLOs), collateralised mortgage obligations (CMOs) and whole business securitisation (WBS). Les prêts bancaires non structurés, ne peuvent être considérés comme des opérations sur les marchés de capitaux.

❖ SYSTÈME FINANCIER: SCHÉMA D'ENSEMBLE



à leurs bilan qu'un tiers des financements accordés. En Europe, les banques continuent à représenter un poids important dans le financement des entreprises, mais le continent transite progressivement vers le modèle basé sur les marchés. Dans de nombreux pays émergents, comme en Afrique le modèle traditionnellement du type « *bank-based* » est en mutation progressive.

Cette distinction traditionnelle est de moins en moins évidente, car les banques jouent un rôle déterminant dans l'intermédiation sur les marchés de capitaux. Le modèle de financement des économies apparaît de façon de plus en plus prégnante comme un mix entre les deux modèles. Les banques jouent un rôle essentiel dans les opérations d'introduction en bourse des entreprises et en tant que chef de file pour les émissions obligataires et leur placement auprès des investisseurs. De plus, les banques sont des acteurs majeurs dans la distribution des produits financiers auprès, notamment, des investisseurs individuels via les réseaux des banques de détail. Enfin, les banques détiennent des quantités importantes de titres émis sur les marchés des capitaux, et sont elles-mêmes d'importantes émettrices sur le marché.

Ces deux types d'intermédiation doivent donc plutôt être considérés comme complémentaires et interdépendants. À titre illustratif, dans le domaine de la titrisation, les banques certifient la qualité de crédit des emprunteurs et le marché de capitaux apporte les financements aux emprunteurs. Ainsi, le développement des marchés de capitaux soulage le bilan des banques qui peuvent ainsi davantage prêter aux entreprises.

En définitive, l'évolution du financement d'une économie, d'un modèle intermédié vers un système où les marchés de capitaux jouent un rôle plus important, nécessite l'intervention d'intermédiaires bancaires d'une part, et d'investisseurs d'autre part. Ces acteurs captent l'épargne et la transforment en financements longs pour des utilisateurs finaux tels que les entreprises. Le rôle des intermédiaires bancaires et financiers ainsi que celui des investisseurs dans la captation de l'épargne, sa transformation et son orientation vers le financement des entreprises évolue par ailleurs en fonction du degré de maturité du système financier.

1.1.2 ENJEU CRUCIAL DE L'INTERMÉDIATION DE L'ÉPARGNE : LE RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

1.1.2.1 L'INTERMÉDIATION DE L'ÉPARGNE : QUELLES TENDANCES MONDIALES ?

L'intermédiation de l'épargne joue un rôle essentiel dans le financement des économies et notamment des entreprises. Elle alloue des ressources financières aux entreprises, aux États, aux collectivités locales et à d'autres organismes, participant ainsi de manière active au financement de l'économie réelle.

Au cours des vingt dernières années, l'intermédiation de l'épargne s'est fortement développée permettant l'émergence d'investisseurs institutionnels comme acteurs majeurs des marchés de capitaux, avec des opérations de volumes importants, apportant liquidité et profondeur aux marchés financiers². Il s'agit principalement de fonds de pension, de caisses de retraite, de sociétés d'assurance, de sociétés de gestion (mutual funds aux États-Unis, UCITS en Europe, OPCVM dans de nombreux pays africains, etc.), de fonds de capital-investissement, etc. Les fonds mobilisés par les investisseurs sont issus de cotisations, de primes obligatoires (caisses de retraite, assurances, etc.) ou d'épargne volontaire (fonds de pension par capitalisation, fonds de gestion, etc.).

Les économies à marchés financiers « matures », telles que les États-Unis, l'Europe, ainsi qu'un nombre croissant de pays d'Asie, disposent d'une base d'investisseurs institutionnels importante. Ceux-ci jouent un rôle central dans la mobilisation de l'épargne, et son orientation vers le financement des entreprises, grâce à l'efficacité de l'écosystème et des infrastructures de collecte de l'épargne.

Ainsi, le développement d'un système financier nécessite la constitution d'une base d'investisseurs institutionnels, domestiques et internationaux, ainsi que des investisseurs individuels, qui jouent un rôle moteur dans le développement des marchés de capitaux.

Lorsque l'on regarde au niveau mondial les différents systèmes financiers, on constate une différence de développement des marchés entre les pays anglo-saxons, essentiellement les États-Unis, où les fonds de pension jouent un rôle important dans la mobilisation des financements longs et les pays d'Europe continentale, où les sociétés de gestion et les sociétés d'assurance sont les principaux pourvoyeurs de financements à long

terme. Dans les pays anglo-saxons, les investisseurs institutionnels sont plus présents dans le capital des entreprises, alors que l'Europe souffre d'une faiblesse de capitaux investis dans les fonds propres des entreprises.

Au niveau mondial, on estime à 74tr\$ le montant géré par les investisseurs institutionnels à fin 2014³ contre près de 69tr\$ en 2013. Ceux-ci se répartissent comme suit (sur la base de 2013, la répartition par région n'étant fournie que pour cette année)⁴ :

- aux États-Unis, le total des actifs gérés représente 34tr\$. Ces montants sont largement investis en actions et produits de dette d'entreprises (obligations, titrisation, produits structurés, etc.). Les investisseurs institutionnels aux États-Unis détiennent plus de 50% de la capitalisation des entreprises américaines et une proportion identique des obligations d'entreprises. Ils n'investissent que marginalement sur les titres courts ;
- en Europe, l'intermédiation de l'épargne financière représente 20tr\$. Les investisseurs institutionnels européens sont également des acteurs importants des marchés financiers et jouent un rôle central dans le financement des entreprises en fonds propres et en dettes ;
- en Asie, l'épargne intermédiée représente près de 10tr\$, dont 60% au Japon. La base d'investisseurs institutionnels dans les pays émergents est encore insuffisamment orientée vers les marchés financiers. En revanche, depuis plus d'une décennie, les pays émergents attirent l'épargne financière internationale. Celle-ci contribue de manière significative à renforcer la compétitivité des marchés financiers de ces pays. Les marchés financiers et plus globalement les systèmes financiers, des pays émergents ont progressivement adopté les standards internationaux en matière financière pour absorber les flux d'investissement internationaux ;
- en Afrique et au Moyen Orient, l'épargne intermédiée ne représente que 1,4tr\$, avec un taux de croissance de 18% en 2013. Cette épargne financière, qui reste relativement faible, est très largement investie en produits de dette d'États.

² De nombreuses études confirment le rôle des investisseurs institutionnels dans le développement des marchés financiers, OCDE, BRI, etc....

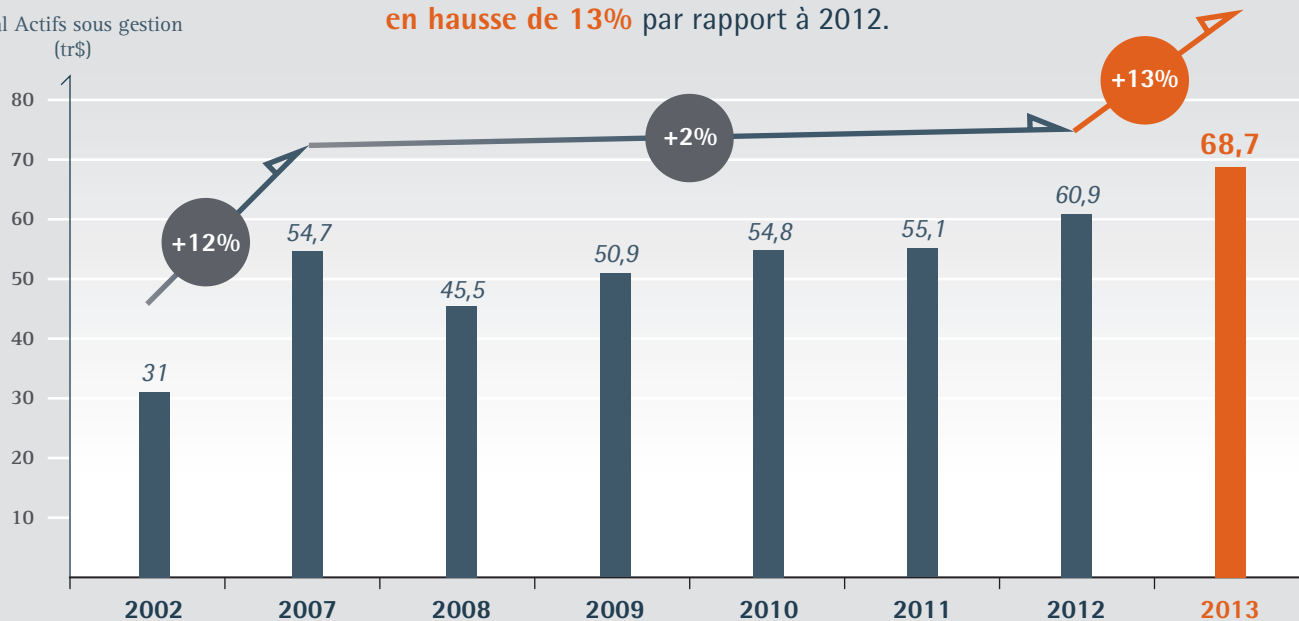
³ Source : Sparking growth with go-to-market excellence, The Boston Consulting Group (BCG)

⁴ Source : Global Asset management, 2014, Steering the Course to the growth, The Boston Consulting Group (BCG)

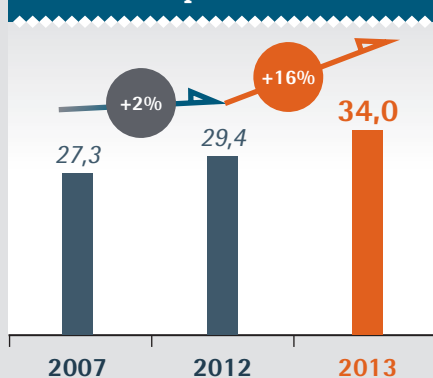
GLOBAL

Total des actifs sous gestion de 68,7 tr\$, en hausse de 13% par rapport à 2012.

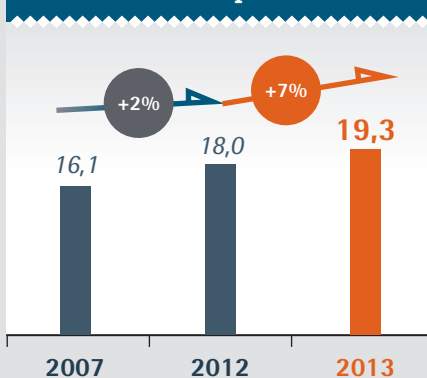
Total Actifs sous gestion (tr\$)



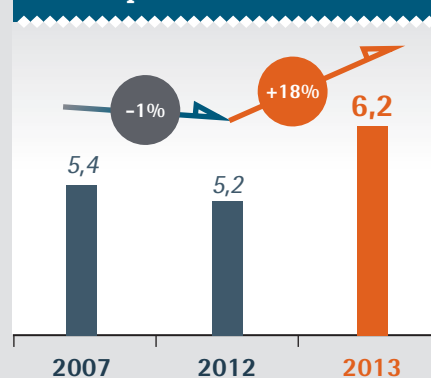
Amérique du Nord



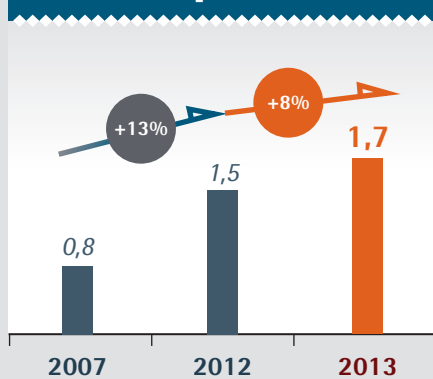
Europe



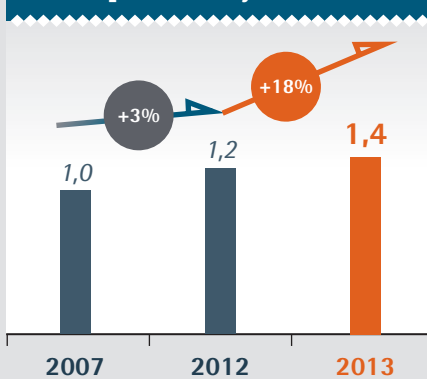
Japon et Australie



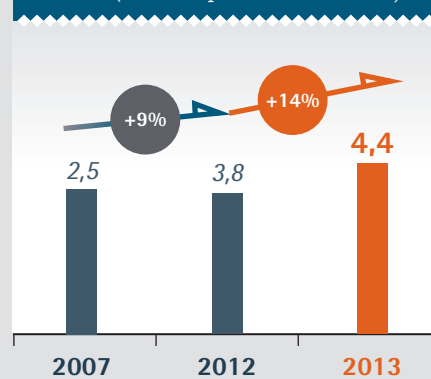
Amérique Latine



Afrique et Moyen Orient



Asie (hors Japon et Australie)



Légende:



Croissance annuel 2007-2012 (en %)



Croissance annuelle 2013 (en %)

Source: BCG Global Asset Management Market Sizing Database, 2014

1.1.2.2 INTERMÉDIATION DE L'ÉPARGNE : OÙ EN EST L'AFRIQUE ?

Comme souligné plus haut, la dynamique de développement des systèmes financiers dans les économies « matures » et « émergentes » s'est appuyée sur une :

- base importante d'investisseurs institutionnels domestiques (fonds de pension, caisses de retraite, sociétés d'assurances, sociétés de gestion, fonds de capital investissement, etc) ;
- large base d'investisseurs individuels ;
- présence significative des investisseurs internationaux, qui viennent combler le déficit d'épargne domestique et/ou l'insuffisance de fonds investis à long terme dans les entreprises.

En Afrique, les différents entretiens menés dans le cadre du rapport ont permis de dresser les constats suivants :

A. La taille des investisseurs institutionnels est encore insuffisante pour soutenir efficacement et durablement le développement des marchés financiers du continent.

L'absence de masse critique d'investisseurs domestiques, handicape fortement l'émergence de marchés de capitaux liquides et profonds en Afrique.

Par ailleurs, le développement encore insuffisant des marchés financiers en Afrique ne permet pas aux investisseurs institutionnels déjà actifs de diversifier leur portefeuille de manière efficiente en faveur d'instruments de financement des entreprises. Les investisseurs institutionnels investissent massivement les titres souverains.

Un constat identique est établi par la Banque Africaine de Développement (BAD), qui note que⁵, « les investissements des sociétés d'assurance et des caisses de retraite en Afrique ciblent principalement les titres d'État, l'immobilier et les dépôts bancaires, et dans une moindre mesure les titres de capitaux propres et les titres de dette des entreprises. Un des facteurs qui entrave souvent leur développement plus durable concerne l'insuffisance de la profondeur et l'inadéquation de la portée des marchés des capitaux, ainsi que la gamme et le nombre d'investissements appropriés ». En effet, une analyse rapide du poids des investisseurs institutionnels en Afrique montre que :

- **les sociétés d'assurance sont encore de dimension réduite**, bien que la croissance du secteur soit deux fois plus importante que celle des marchés des pays industrialisés depuis une décennie. Le taux de pénétration du secteur de l'assurance en Afrique reste encore insuffisant avec près de 4%⁶ contre 7% en moyenne à l'échelle mondiale et un montant total de primes sur l'ensemble du continent s'élevant à 72Md\$.

Il a également été relevé lors des entretiens menés, que le secteur de l'assurance en Afrique est, de manière générale, orienté vers l'assurance dommage, alors que l'assurance-vie, par exemple, reste très peu développée. Il n'existe pas d'incitations pour permettre son développement, notamment par la mise en place de véhicules adaptés à l'investissement sur les marchés financiers.

- **la couverture de la population africaine en matière de retraite reste limitée** avec seulement 10% de la population active⁷ africaine disposant d'un programme de retraite.

Les entretiens menés ont permis d'identifier la faiblesse de l'épargne-retraite par capitalisation et la forte présence des mécanismes de retraite par répartition, plus faiblement investie en titres financiers. Les collectes des organismes de retraite, ainsi que le faible développement des régimes de retraite privés par capitalisation limite les capacités des organismes de retraite à mobiliser des financements à long terme.

Il est intéressant de noter que le montant des actifs sous gestion est estimé à 634Md\$, à fin 2014⁸, soit un peu plus de 30% du PIB africain, dont 90% gérés en Afrique du Sud. Les fonds de gestion, hors fonds de capital-investissement, se développent progressivement en Afrique et gagnent en maturité. On assiste au développement de la filialisation des activités de gestion, qui permet de capter l'épargne des ménages et en particulier celle de la classe moyenne/haute à la recherche d'une diversification de leurs investissements. Cette épargne est investie essentiellement sur les marchés de capitaux et représente un carburant essentiel au développement des marchés financiers.

B. La base des investisseurs individuels en Afrique reste limitée, comparée à d'autres régions du monde. Ils soutiennent durablement le financement des entreprises et le développement des marchés financiers, car il s'agit d'une épargne stable.

⁵ <http://www.mfw4a.org/fr/investisseurs-institutionnels/investisseurs-institutionnels.html>

⁶ Swiss Re Global Insurance Report

⁷ L'Afrique, un continent jeune face au défi du vieillissement, Population & Sociétés, Numéro 491 Juillet-août 2012

⁸ Source : Africa Asset Management 2020, PWC, 2015

❖ ACTIONNARIAT INDIVIDUEL (quelques exemples au niveau mondial)

PAYS	% POPULATION	NOMBRE D'ACTIONNAIRES
PAYS DÉVELOPPÉS		
États Unis	21,2	62 880 000
France	14,7	9 000 000
Espagne	2,2	954 348
EUROPE ORIENTALE		
Pologne	2,7	1 000 000
Hongrie	0,4	40 000
GRANDS ÉMERGENTS		
Chine	5,9	76 700 000
Turquie	5,9	4 300 000
Brésil	1,6	3 100 000
Russie	0,1	204 000
AFRIQUE		
Afrique du Sud	2,6	1 200 000
Ghana	1,5	345 000
Maroc*	0,5	148 027
Kenya	0,4	110 000

Source: Grout et alii, 2009 / * Source: Casablanca Finance City Authority

Les investisseurs individuels et l'épargne des particuliers directement investie dans les marchés financiers jouent un rôle important dans le financement des entreprises car il s'agit d'une épargne stable. Les places financières « matures », comme un nombre croissant de places financières émergentes, s'appuient sur une large base d'investisseurs individuels qui investissent directement ou via des véhicules de gestion collective dans les entreprises, en dette et en fonds propres. Cette dynamique n'est pas encore en œuvre en Afrique !

Le tableau, ci-dessus, montre l'importance de l'actionnariat individuel tant sur les marchés financiers « matures » que sur les marchés « émergents ». Malgré l'absence de données fiables dans de nombreux pays, l'étude montre que les taux de pénétration des marchés boursiers dans la population sont compris entre 10 et 20% aux États-Unis et en Europe, entre 2 et 8% pour les pays émergents, à comparer à un taux compris entre 0 et 3% en Afrique⁹.

En Chine, par exemple, l'impact de l'actionnariat individuel (80 millions d'investisseurs) sur la liquidité et le dynamisme des marchés actions est très important, dans un contexte où les règles prudentielles chinoises limitent l'accès des investisseurs institutionnels aux marchés financiers.

Notons que dans des pays, où l'actionnariat individuel est important, comme en Chine, aux États-Unis ou encore en France, l'actionnariat individuel s'investit dans les actions des sociétés cotées et non cotées. L'investissement dans le non coté concerne généralement l'entrepreneuriat individuel/familial.

Les privatisations jouent également un rôle important dans la sensibilisation et la mobilisation des épargnants individuels en faveur du financement des entreprises. Les politiques de privatisation peuvent représenter un levier efficace pour développer et faire émerger l'actionnariat individuel sur le continent africain. Lors des entretiens menés, il a été souligné que les politiques de privatisations, en Afrique, pourraient avoir un double impact. D'une part, permettre l'accès des investisseurs individuels africains au capital des grandes entreprises africaines, et d'autres part contribuer à l'éducation financière des actionnaires africains et les familiariser avec l'investissement boursier.

Enfin, un autre canal à explorer pour élargir la base des investisseurs domestiques, est le développement de l'actionnariat salarié. Il s'agit d'un levier important dans de nombreux pays matures pour mobiliser des financements stables et de long terme pour les entreprises, tout en représentant un instrument de fidélisation des salariés, notamment les compétences de haut niveau.

⁹ La revue de Proparco, numero 5 - mars 2010 - Les marchés financiers en Afrique : véritable outil de développement ?

C. Les investisseurs internationaux sont encore insuffisamment présents en Afrique pour soutenir durablement le développement des marchés financiers.

Les investisseurs internationaux jouent un rôle important sur les grandes places financières internationales, qu'elles soient matures ou émergentes. Ils permettent de combler le déficit d'épargne domestique et/ou la faiblesse de l'investissement domestique. Le contexte économique et financier international, marqué par la faiblesse des rendements, constitue, pour l'Afrique, une opportunité à saisir pour mobiliser l'épargne internationale en faveur des entreprises.

L'Afrique réunit, aujourd'hui, de nombreux ingrédients pour attirer les investisseurs internationaux :

- croissance économique durable ;
- moindre dépendance des revenus issus de l'exploitation des matières premières ;
- croissance démographique favorable ;
- classe moyenne émergente de plus en plus large et susceptible d'alimenter durablement la demande de services financiers (services bancaires, produits d'assurance, produits d'épargne-retraite, etc.) ;
- montée en puissance des entreprises africaines offrant un fort potentiel de croissance et donc de rentabilité pour les investisseurs internationaux.

Cette nouvelle dynamique attire, d'ores et déjà, une grande diversité d'acteurs internationaux de la finance, qui développent leurs activités en Afrique. On peut citer à titre illustratif dans les secteurs suivants :

- l'assurance : l'entrée du français Wendel dans le capital du groupe Saham, présent dans l'assurance-vie et non-vie dans de nombreux pays africains ; les ambitions croissantes d'Allianz en Afrique sur l'ensemble des segments d'assurance-vie et non-vie ; ou encore Prudential, qui a racheté l'assureur Express Life basé au Ghana. À noter que ces investisseurs/opérateurs ont dans l'ensemble une approche panafricaine. Le marché africain de l'assurance offre un potentiel de croissance estimé entre 15% à 20% par an, selon une étude du Cabinet Bain, tant les besoins de couverture des risques de toute nature sont importants ;
- le capital-investissement : malgré un marché encore étroit en Afrique¹⁰, un nombre croissant de fonds internationaux investissent le continent à l'instar de KKR qui a investi 200 M\$ en Ethiopie ou encore Blackstone. Carlyle a, pour sa part, collecté près de 700 M\$ pour

son premier fonds dédié à l'Afrique, Helios Investment Partners, ou encore le français Amethis Finances 580 M\$¹¹. Selon le cabinet McKinsey & Company, le secteur du capital-investissement en Afrique devrait croître à un rythme de 8% par an à horizon 2018¹², ce qui devrait attirer un nombre croissant d'investisseurs internationaux.

En ce qui concerne les investissements internationaux de portefeuille : ceux-ci jouent un rôle encore limité du fait du faible développement des marchés boursiers, du nombre restreint de véhicules d'investissement et d'un manque relatif de transparence des marchés (à degrés variables d'un pays à l'autre). À titre illustratif, selon l'indice MSCI (juin 2015) qui classe les marchés actions en fonction de critères de taille, de liquidité et d'accessibilité, seulement 2 marchés africains sont dans le « *MSCI Emerging Market Index* » (Afrique du Sud et Egypte) et 8 bourses sont dans le « *MSCI Frontier Markets Index* ». Le reste des marchés boursiers africains n'intègre aucun indice international de référence.

En définitive, les investisseurs internationaux sont de plus en plus attirés par les opportunités d'investissement croissantes qu'offre le continent. Cependant, de nombreux freins entravent la croissance plus rapide des investissements internationaux en Afrique, nécessaires pour combler la faiblesse de l'épargne domestique.

¹⁰ AGEFI HEBDO, 22/28 janvier 2015

¹¹ Source : African Private Equity & Venture Capital Association (AVCA)

¹² <http://docs.cfnews.net/magazine/novembre-14/CFNEWS-Magazine-novembre-Dossier.pdf>

1.1.3 ENJEU CENTRAL DE L'INTERMÉDIATION BANCAIRE ET FINANCIÈRE

1.1.3.1 INTERMÉDIATION BANCAIRE ET FINANCIÈRE : QUELLES TENDANCES MONDIALES ?

Comme souligné plus haut, les marchés du financement sont caractérisés par un excédent d'épargne à court terme. Les capacités d'épargne à court terme de l'ensemble des agents non financiers excèdent généralement les besoins de financement de mêmes maturités comme c'est le cas en Europe, dans de nombreux pays émergents et en Afrique. A l'inverse, l'épargne disponible à long terme ne suffit généralement pas à couvrir les besoins de financements à long terme. L'une des fonctions essentielles des banques consiste alors à transformer les ressources courtes excédentaires en financements à moyen-long terme.

L'industrie bancaire mondiale représente un total bilan de 139 tr€¹³ qui se répartissent comme suit :

- 20 tr€ aux États-Unis, représentant 1,2 fois le PIB américain. Ceci témoigne de l'importance relative des banques aux États-Unis dans le financement de l'économie. Des canaux parallèles de financement se sont développés au cours de ces dernières années, avec l'émergence du « *shadow banking* », comme acteur majeur du financement des entreprises américaines ;
- 35 tr€, en Europe, soit 2,5 fois le PIB européen. Ce ratio montre l'importance des banques dans le financement des économies européennes, et en particulier les entreprises.

Aujourd'hui, le modèle bancaire européen dominant est celui de la banque universelle, basé sur la diversification des produits et services sur l'ensemble de la chaîne de valeurs des métiers de la finance : la banque de détail et la banque de financement et d'investissement. Il s'agit d'une différence importante avec le modèle américain, historiquement basé sur la spécialisation des banques et la séparation de la banque de dépôt de la banque de financement et d'investissement, bien qu'il existe aux États-Unis quelques banques universelles telles que Citigroup. Les banques européennes, à la fois banques de détail et de financement et d'investissement, ont intégré dans leur périmètre de nombreuses opérations dites de *shadow banking*.

- 84tr€ dans les pays émergents, dont 30% en Chine (modèle bancaire de Banque Universelle). Les banques des pays émergents ont enregistré une forte progression de leurs actifs ces dernières années témoignant de

l'importance de l'effort des banques pour soutenir les besoins de financement de ces économies en forte croissance.

1.1.3.2 INTERMÉDIATION BANCAIRE ET FINANCIÈRE : OÙ EN EST L'AFRIQUE ?

En Afrique, bien que l'actif total des banques soit relativement faible comparé à d'autres régions du monde, il n'en demeure pas moins qu'il progresse rapidement. En effet, selon les données du « *2014 Africa Report, Finance special* » portant sur le top 200 des banques africaines, celles-ci ont connu une croissance importante de leurs activités et de leurs bilans depuis la crise financière de 2008 :

- progression du total des actifs de 40%, passant de 1 000 Md€ à fin 2008 à plus de 1400 Md€ en 2014 ;
- augmentation des volumes de prêts de 41% entre 2008 et 2013, pour atteindre 751Md€, alors que les dépôts ont progressé de 34% pour atteindre 970Md€ d'encours ;
- hausse du produit net bancaire (PNB) de 45% pour l'ensemble des banques entre 2010 et 2013 ;
- croissance de 24% en 2013¹⁴ du taux de rentabilité des banques africaines.

Ces chiffres montrent la dynamique générale du système bancaire africain, dans un contexte de forte croissance économique. Les banques africaines se modernisent et renforcent leur fonds propres (les ratios « fonds propres/ actifs » des banques africaines sont de l'ordre de 14,3% contre 13,3% en moyenne pour le reste du monde). Elles élargissent également leur périmètre d'intervention en développant de nouveaux produits et services destinés à des entreprises de plus en plus consommatrices de services bancaires et financiers sophistiqués.

Cependant, l'une des principales caractéristiques du secteur bancaire africain, qui constitue d'ailleurs aussi l'un de ses handicaps est la faiblesse de ressources à long terme, notamment pour le financement des entreprises :

- plus de 80% des dépôts sont des dépôts à vue ou des dépôts dont l'échéance moyenne ne dépasse pas un an ;
- moins de 2% des dépôts ont une échéance supérieure à dix ans.

Ceci a pour corollaire : près de 60% des prêts ont une échéance inférieure à un an alors que moins de 2% des prêts ont une échéance supérieure à dix ans.

Dans son rapport sur « le financement du secteur privé en Afrique », la BAD souligne, pour sa part, qu'en moyenne les banques d'Afrique ne transforment que 74% de leurs

¹³ Source : Financial Stability Board

¹⁴ Source : Banker Magazine

dépôts en prêts, alors que dans les pays en développement, ce taux peut dépasser les 100%.

Au-delà de ces observations, les entretiens menés dans le cadre du rapport ont permis de dégager les tendances suivantes du système bancaire africain :

A. Les systèmes bancaires en Afrique se développent rapidement, se modernisent et un nombre croissant de banques africaines est aux standards internationaux. Ce développement se fait, cependant, de manière inégale d'une région à l'autre.

Les systèmes bancaires en Afrique se développent rapidement mais de manière inégale d'une région à l'autre. Ainsi, 80 des 100 plus grandes banques africaines sont concentrées dans le nord et le sud de l'Afrique. Elles concentrent plus de 75% des actifs des banques africaines. 47% de ces banques sont domiciliées au Nord de l'Afrique et représentent près de 40% de l'ensemble des actifs, soit 456Md\$ d'actifs. On assiste,

cependant, depuis 2010 à une progression rapide des banques d'Afrique de l'Ouest.

La disparité de développement des systèmes bancaires en Afrique peut également être appréciée à l'aune du ratio « actifs bancaires rapportés au PIB ». Celui-ci est, par exemple, inférieur à 40% en Algérie, 20% en Côte d'Ivoire, 50% au Kenya alors qu'il avoisine les 122% au Maroc et 145% en Afrique du Sud¹⁵.

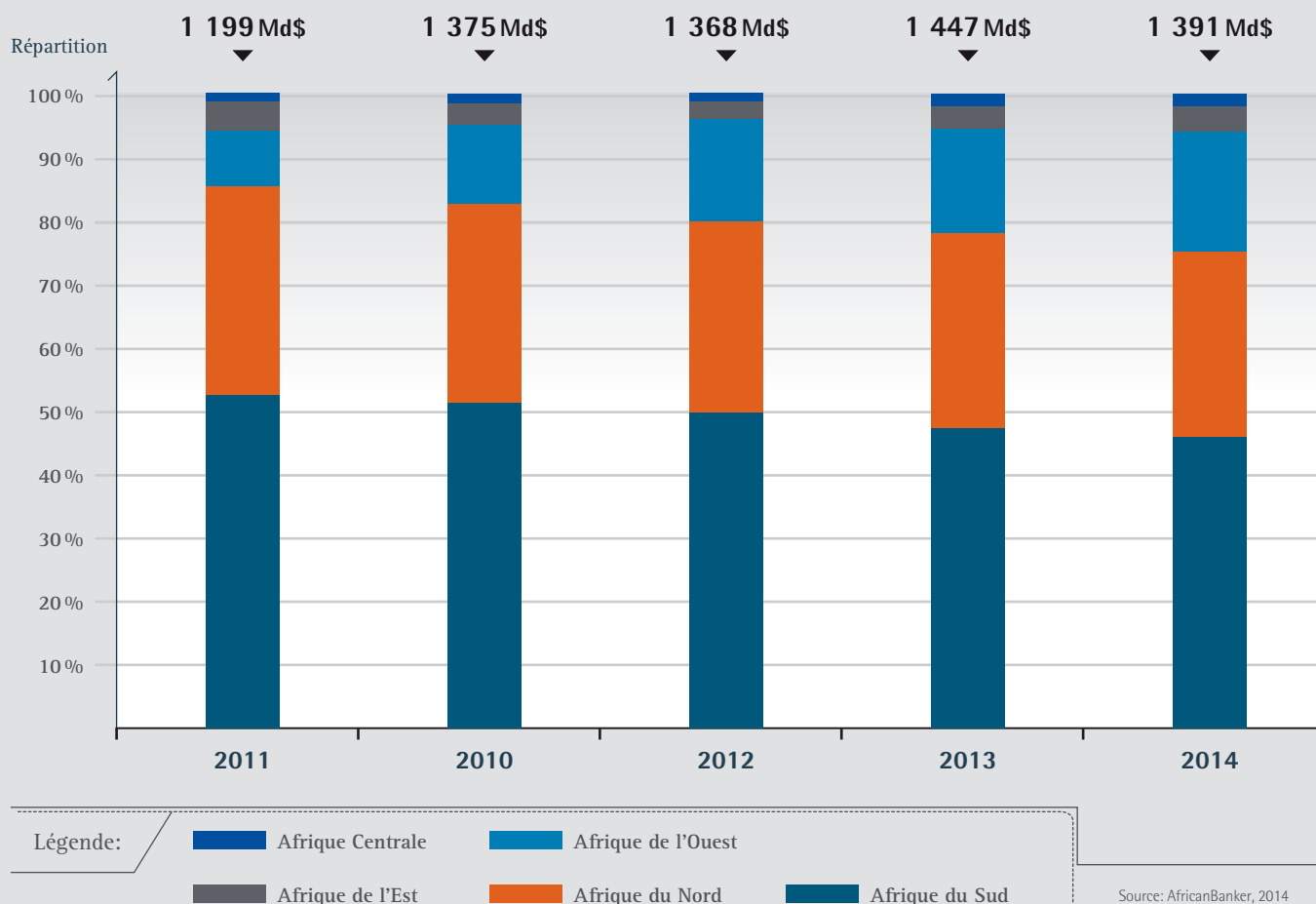
Il résulte de cette structure des systèmes bancaires africains, une faible concurrence entre les banques africaines, avec des conséquences sur la capacité des banques à financer les entreprises africaines.

B. La montée en puissance de grands groupes bancaires africains à ambition pan africaine, qui offrent des produits et services bancaires transfrontaliers, et contribuent activement à l'intégration bancaire et financière africaine.

Au cours de ces dernières années, les banques africaines, jusque-là concentrées sur leur marché domestique ont

¹⁵ African Banker, Banque mondiale

❖ RÉPARTITION DES ACTIFS DU TOP 200 DES BANQUES AFRICAINES (en Md\$)



amorcé un processus d'africanisation de leurs activités en se déployant au-delà de leurs frontières nationales. Aujourd'hui, l'Afrique compte plus d'une centaine de banques disposant de succursales ou de filiales basées dans d'autres pays que leur pays d'origine.

Parmi les principaux acteurs de ce mouvement, notons le déploiement d'Ecobank, qui est plutôt une banque transnationale, dont le réseau de filiales a triplé et qui couvre 36 pays africains. United Bank for Africa (Nigeria) a étendu sa présence à une vingtaine de pays, BMCE Bank of Africa (Maroc) à 18 pays avec le rachat de Bank of Africa, Attijariwafa Bank (Maroc) à 12 pays et Groupe Banque Populaire (Maroc) à 11 pays, etc. Dans certains pays, les banques panafricaines sont omniprésentes, pouvant représenter jusqu'à 30% des actifs du système bancaire du pays d'accueil.

L'évolution des systèmes bancaires africains s'articule autour de trois types de groupes bancaires¹⁶ :

- groupes africains et à capitaux africains opérant en dehors de leur marché domestique (Standard Bank, Attijariwafa Bank, BMCE Bank of Africa, etc.), ainsi que des groupes à capitaux africains transnationaux (Ecobank, Coris Bank, etc.);
- groupe bancaires internationaux, à capitaux étrangers hors Afrique (Société générale, BNP Paribas...);
- et enfin les banques domestiques, qui continuent à se développer, mais qui restent pour la plupart insuffisamment capitalisées. Ces banques sont freinées par des économies qui n'ont pas encore atteint la taille critique pour le déploiement de services bancaires efficaces.

La panafricanisation du secteur bancaire africain constitue une étape importante dans l'évolution de la banque africaine vers un modèle plus intégré et plus efficace faisant converger les pratiques, les techniques et les offres de services. Il en résulte, une stratégie de « taille optimale » de la part des acteurs bancaires pour constituer la masse critique d'activité nécessaire à la réalisation d'économies d'échelle.

Un nombre croissant de banques africaines se met aux standards internationaux avec l'adoption des règles baloises et en intégrant des meilleures pratiques internationales en matière de gestion des risques et de gouvernance.

Progressivement, le panorama global du secteur bancaire est en évolution profonde avec des effets positifs sur le financement des entreprises. Ces évolutions laissent

émerger progressivement des établissements bancaires dotés de savoir-faire et de compétences capables de répondre au défi de la banque africaine de manière efficace.

C. L'essor des nouvelles technologies et en particulier l'essor du « mobile banking » en Afrique est une dynamique unique au niveau mondial. Celle-ci pourrait préfigurer un nouveau modèle africain de services bancaires et financiers.

Le rapport 2015 de la Banque Mondiale sur l'inclusion financière dans le monde souligne que la rapide pénétration en Afrique des technologies de l'information et de la communication se traduit par une accélération de l'usage des services bancaires et financiers à distance. En particulier, le développement du « *mobile banking* » en Afrique pourrait à terme contribuer fortement à faciliter l'accès des africains aux services bancaires, notamment les solutions de paiement, produits d'épargne, etc.

En effet, 12% des adultes en Afrique possèdent, d'ores et déjà un compte bancaire par téléphonie mobile, à comparer à 2% en moyenne dans les autres régions du monde, faisant de l'Afrique la première région économique au niveau mondial en matière d'usage des services bancaires mobiles. Le « *mobile banking* » contribue activement à améliorer le taux de bancarisation en Afrique qui est passé de 24% en 2011 à 34% en 2014.

Les perspectives de croissance du « *mobile banking* » sont également importantes. Selon une étude récente du Boston Consulting Group (BCG), l'usage du « *mobile banking* » devrait s'accroître en Afrique dans les années à venir au regard des 400 millions de détenteurs de téléphone mobile d'ici 2019, dont près de 60% d'utilisateurs susceptibles de recourir aux services bancaires mobiles.

Au total, le développement des nouvelles technologies liées au digital et à la téléphonie mobile devrait fortement dynamiser le système bancaire en Afrique et accroître la mobilisation des financements et de l'épargne en Afrique.

¹⁶ « Les groupes bancaires africains accélèrent leur mutation en silence », Yoann LHONNEUR, Banque et Stratégie, n°34 Mai 2013

1.1.4 FINANCEMENT DES ENTREPRISES : QUELLES TENDANCES MONDIALES ?

1.1.4.1 TENDANCES DE FOND RELATIVES AU FINANCEMENT DES ENTREPRISES AU NIVEAU MONDIAL

La crise financière de 2008 s'est rapidement propagée à l'ensemble des marchés financiers et a causé un effondrement du marché du crédit, « *credit crunch* » impactant, au plus fort de la crise, l'ensemble des marchés de la dette, du court au long terme et causant une rupture dans la chaîne de financement des entreprises.

Tirant les leçons de cette crise, de nouvelles réglementations du secteur financier ont été mises en place au niveau mondial. Nous reviendrons, plus en détail, dans la deuxième partie de l'étude, sur l'impact de ces réglementations sur le financement des entreprises.

Mais à ce stade du rapport, notons que ces réformes ont impacté le financement des entreprises des pays matures favorisant le développement des financements de marchés, y compris pour les PME.

En parallèle, la croissance économique des pays émergents, leurs excédents commerciaux, ainsi que les politiques de « *quantitative easing* »¹⁷ des banques centrales (FED de 2008 à 2014 et BCE de 2015 devrait se terminer en 2016) se traduisent, **au niveau mondial, par l'abondance de la liquidité tant bancaire que sur les marchés financiers**¹⁸. Ces évolutions impactent directement le financement des entreprises au niveau mondial.

On note en particulier depuis la crise financière de 2008 :

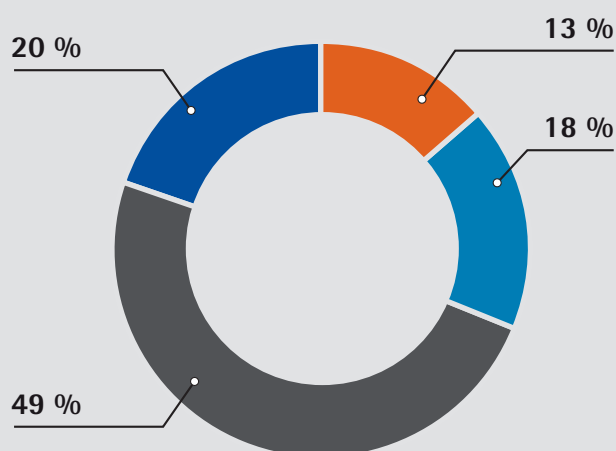
- **aux États-Unis** : la montée en puissance des marchés obligataires, comme principale source de financement des entreprises américaines, avec près de 1 300Md\$ de capitaux levés par les entreprises américaines en moyenne par an depuis 2008. Cette croissance des montants émis concerne autant les grandes entreprises, disposant d'une bonne notation (« *Investment grade* » soit 70% des émissions), que les entreprises moins bien notées (« *high yield* ») et les PME.

La contribution des financements en fonds propres, marchés actions, a été plus modeste, avec 310Md\$ en moyenne par an¹⁹, depuis 2008. L'essentiel des levées de fonds ont été réalisées sur le marché secondaire, « *follow-on offering* », alors que les introductions en bourse, « *Initial Public Offering (IPO)* » se sont fortement ralenties, pour repartir à la hausse à partir de 2014.

Le capital-Investissement a, pour sa part, fortement contribué au financement des PME/ETI américaines, avec près de 480 Md\$ de capitaux levés en moyenne depuis 2008 et une accélération des levées de fonds à partir de 2012²⁰.

Au total, les marchés financiers aux Etats-Unis représentent la principale source de financement des investissements des entreprises américaines. Bien que les financements sur les marchés de la dette, soient prépondérants, on note en particulier, depuis 2012/2014, une reprise des financements en fonds propres, que ce soit via les marchés boursiers ou le capital-investissement. Les marchés financiers aux Etats-Unis apportent ainsi plus de 80% des besoins de financement des entreprises.

❖ SOURCES DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES AUX ÉTATS-UNIS



Légende:

- Actions
- Capital-investissement
- Obligations
- Crédits bancaires

Source: FED, Nasdaq, ICE, SIFMA, 2014

¹⁷ Type de politique monétaire consistant généralement en une expansion du bilan de la banque centrale, au travers de l'acquisition d'actifs qui peuvent être des titres de créances obligataires, ou des actifs plus risqués comme des dettes dites d'agences, ou encore des titres adossés à des actifs comme des titres hypothécaires, avec de la monnaie qu'elle crée.

¹⁸ « Changing Face of Financial Intermediation and Lessons for Central Banks », 2014, Hyun Song Shin, Bank for International Settlements

¹⁹ Source : Thomson Reuters, NYSE, NASDAQ, ARCA, BATS

²⁰ Source : Private Equity Growth Council, 2015

- **en zone euro** : on note en particulier une profonde mutation des flux de financement. Selon les dernières données de la Banque Centrale Européenne (BCE), les financements de marchés s'accroissent et progressent dans le financement des entreprises.

A l'instar des États-Unis, les marchés obligataires sont la principale source de financement des entreprises de la zone euro depuis 2008. Cette tendance s'est accélérée, à partir de 2012, pour concerner une base encore plus large d'entreprises, notamment un nombre croissant de PME. La part du financement obligataire des PME dans le total des financements en dettes est passée de près de 8% en 2009 à plus de 12% en 2014.

Pour ce qui est des financements en fonds propres. Depuis 2008, les marchés actions de la zone euro apportent en moyenne près de 200Md\$ par an aux entreprises. Comme aux États-Unis, l'essentiel de ces levées de fonds ont été réalisées sur le marché secondaire, « *follow-on offering* ». Les introductions en bourse se sont fortement ralenties, jusqu'en 2014.

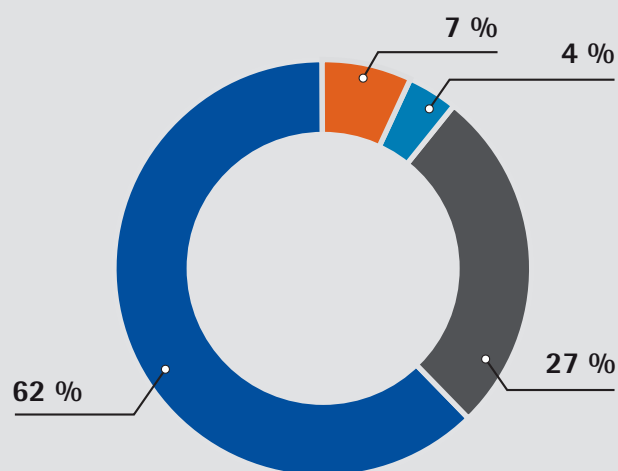
Pour ce qui est du capital-investissement, les capitaux levés en zone euro ont représenté plus de 190Md\$, soit une progression annuelle moyenne de près de 15% par an depuis 2008.

Au total, la désintermédiation du financement des entreprises en zone euro s'est accélérée depuis 2008 et de manière encore plus forte, à partir de 2012, à l'issue de la crise des dettes souveraines européennes, qui a révélé la nécessité pour les entreprises de diversifier leurs sources de financement.

Le processus de désintermédiation en cours en zone euro, et plus largement en Europe est essentiellement tiré par les marchés obligataires, qui représentent désormais la principale source de financement des grandes entreprises, comme c'est le cas au États-Unis. Ce processus de désintermédiation est également soutenu par la mise en œuvre progressive de nouvelles contraintes réglementaires prudentielles par les banques européennes. Ceci a été d'autant plus rapide que la crise des dettes souveraines en Europe a accéléré le calendrier européen de mise en place des ratios de solvabilité de Bâle III. Cette période a également été caractérisée par l'émergence d'investisseurs institutionnels, comme acteurs directs du financement des entreprises en zone euro et plus largement en Europe.

Enfin, au-delà des grandes entreprises européennes, qui se financent très largement sur les marchés financiers en Europe, les entreprises de taille intermédiaire et les PME accèdent de plus en plus aux sources de financements alternatifs. Cette tendance devrait s'accroître dans les années à venir.

◆ SOURCES DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN ZONE EURO

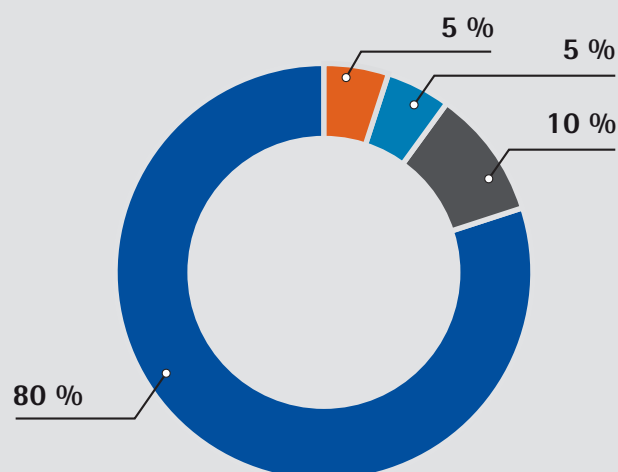


Légende:

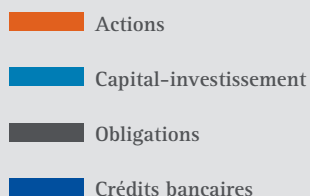
- Actions
- Capital-investissement
- Obligations
- Crédits bancaires

Source: AFME, BCE, FESE, Invest Europe, 2014

❖ SOURCES DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES DES PAYS ÉMERGENTS



Légende:



Source: PwC, World Federation of Exchanges, 2014

- **les pays émergents** : on note en particulier, des besoins de financement importants pour répondre aux besoins de financement des entreprises dans un contexte de forte croissance économique dans les pays émergents.

Dans ce contexte, d'importants financements ont été mobilisés, avec un développement des solutions de marchés au cours de ces dernières années :

- le financement bancaire a représenté, selon différentes sources, entre 1 500Md\$ et 2 000Md\$ en moyenne par an depuis 2008. Ces données globales masquent la grande diversité des pays émergents. A titre illustratif, pour la seule année 2010, les financements bancaires ont représenté 1 200Md\$ en Chine, à comparer à 800Md\$ pour le reste des pays émergents ;

- sur les marchés de dette, les marchés obligataires prennent progressivement une part importante dans le financement des entreprises. Selon un rapport récent, la BRI notait que les sociétés non financières de pays émergents ont augmenté leurs financements extérieurs par émission de titres de créances. Les encours ont ainsi progressé en moyenne de près de 15% par an, depuis 2008, soit un volume moyen de près de 1 600Md\$.

Il est à noter que les marchés obligataires des principaux pays émergents convergent vers ceux des marchés matures : progression des volumes, diversité d'émetteurs, de maturité et de taille des lignes émises, transparence pré et post trade, hausse de la liquidité grâce à l'intervention croissante d'investisseurs locaux et internationaux, etc.

- en ce qui concerne les financements en fonds propres, le financement des entreprises par introduction en bourse (IPO) a représenté un levier de financement important pour les entreprises des pays émergents. En 2010 par exemple, les introductions boursières d'entreprises émergentes ont représenté 60% des introductions au niveau mondial. Près de 400Md\$ de financements nouveaux ont été apportés par an en moyenne par les marchés boursiers émergents depuis 2008.

Le capital-investissement joue, en revanche, un rôle bien plus modeste dans le financement des entreprises des pays émergents, avec quelques 35Md\$ de capitaux levés en moyenne par an durant cette période.

Au total, les grands pays émergents, notamment certains BRICS et certains pays d'Asie du Sud Est et d'Europe de l'Est tendent vers un modèle de financement de leurs entreprises identique à celui des économies « matures ». Si l'accès aux financements de marchés concerne surtout les grandes entreprises publiques et privés, la grande majorité des entreprises des pays émergents reste dépendante du crédit bancaire.

Avant d'aborder le financement des entreprises en Afrique, quels enseignements peut-on tirer sur le financement désintermédié des entreprises au niveau mondial ?

Tout d'abord, les besoins de financement des entreprises au niveau mondial sont importants, dans un contexte de nombreux défis à relever liés aux financements : financement des infrastructures, financement des transitions, énergétiques et numérique, financement des retraites et du vieillissement des populations, etc.

Un rapport récent de Standard and Poor's²¹ estime les besoins de financement des seules entreprises au niveau mondial à plus de 68tr€. Ces besoins de financement nécessitent le développement de nouveaux canaux de financement désintermédié complémentaires au financement bancaire. Le rapport note en particulier les tendances suivantes, qui viennent compléter les constats et analyses présentés plus haut sur le processus en cours de désintermédiation du financement des entreprises :

- accélération de la désintermédiation, qui devrait atteindre \$3tr de capitaux à mobiliser à horizon 2018. L'intermédiation bancaire devrait mobiliser 52% de la dette des entreprises, contre 55% en 2013 ;
- les économies à croissance rapide comme la Chine et le Brésil, qui dépendent de manière cruciale du crédit bancaire, devraient enregistrer une croissance plus rapide de leurs marchés financiers que les pays matures ;
- le modèle bancaire actuel de financement des économies devrait progressivement évoluer pour accompagner cette nouvelle tendance et offrir de nouveaux services de conseil et d'accompagnement des entreprises. Le faible rendement des capitaux propres des banques associé à la nécessité de mobiliser une base plus importante de capitaux limitera structurellement les banques dans leur activité « traditionnelle » de prêts aux entreprises, et en particulier aux PME. L'enjeu des fonds propres des entreprises sera central dans le processus de désintermédiation du financement des entreprises dans le monde.

Il convient aussi de noter que, globalement, l'accès aux différentes sources de financement est structuré en fonction de la taille des entreprises :

- **pour les Grandes Entreprises (GE)²²**, le financement de marchés prend une part prédominante, que ce soit sur les marchés actions ou sur les marchés de la dette. Pour ces GE, le recours aux marchés financiers offre de nombreux

avantages, en termes de coût, de durée de financement, de profil de remboursement, de diversification des sources de financement, etc. La taille des émissions est très importante, en particulier sur les marchés obligataires. Sur les places financières matures, la taille moyenne des émissions obligataires est de l'ordre de 500 millions d'euros.

De leur côté, les marchés ont diversifié leur offre pour répondre aux différents besoins de financement des GE : obligations convertibles, titrisation de créances et d'actifs, financement syndiqué, etc. Il convient de noter qu'en règle générale, les grandes entreprises ont accès à l'ensemble des sources de financement dans de bonnes conditions très compétitives, dès lors qu'elles sont « *Investment grade* ». Pour les autres entreprises, les conditions d'accès sont plus contraignantes malgré le développement du marché du « *High yield* » au niveau mondial.

- **pour les PME** : l'accès aux financements est plus difficile. Le financement bancaire reste prépondérant un peu partout dans le monde. Hors financement en fonds propres, le financement bancaire représente la quasi unique source de financement des PME, en zone euro et dans les principaux pays émergents. L'accès aux financements de marchés par les produits de dette est très limité. Seules les entreprises de taille intermédiaire y ont accès, bien que l'on assiste aujourd'hui à l'émergence progressive de nouvelles solutions pour faciliter le financement des PME par les produits de taux (obligations, titrisation, syndication, etc.).

La difficulté d'appréhender les risques liés aux PME, qui s'articulent essentiellement autour de la gestion de l'asymétrie d'information, limite l'accès de ces entreprises aux financements de marchés. La bonne connaissance et la proximité des banques des PME qu'elles financent ont permis d'établir entre la banque et la PME la relation de confiance nécessaire à la mise en place de solutions de financement adaptées. Il s'agit là d'une problématique mondiale que l'on retrouve quel que soit le degré de maturité d'une place financière, et a fortiori en Afrique.

En outre, l'analyse de la cartographie des sources de financement des entreprises au niveau mondial montre que les solutions de financement par les marchés n'ont traditionnellement pas ou peu été adaptées aux PME. Des contraintes structurelles ont limité le développement de telles solutions : réglementation trop contraignante (obligation d'information financière, notation, etc.), mode de fonctionnement des marchés (ticket moyen élevé, ratios d'emprise, taille des souches, besoins de liquidité, etc.).

²¹ "Global Bank Disintermediation Continues As Corporate Borrowing Needs Outpace Banks' Capacity", Standard & Poor's, 2014

²² Entreprise d'au moins 5 000 salariés, plus de 1,5Md€ de chiffre d'affaire et plus de 2Md€ de total de bilan.

1.1.4.2 FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN AFRIQUE : QUELLES TENDANCES ?

Le financement des entreprises²³ est une question cruciale dans un continent africain en forte croissance économique, ininterrompue depuis plus d'une décennie. Cette croissance est unique par sa durabilité, sa solidité et son indépendance progressive des matières premières. Elle s'accompagne d'une transformation structurelle des économies africaines caractérisée par :

- l'élargissement de la classe moyenne;
- l'émergence d'une nouvelle classe d'entrepreneurs, jeune et diplômée, qui transforme progressivement l'appareil productif;
- l'intégration rapide des nouvelles technologies.

Cet environnement de croissance et de transformation économique des pays africains est identique à bien des égards à celui qu'ont connu de nombreux pays émergents lors de leur phase de décollage. Il devrait se traduire par la nécessaire mise en place d'un environnement favorable à la mobilisation de l'épargne, qu'elle soit domestique ou internationale et au développement de nouvelles solutions de financement. Il devrait faciliter l'accès des entreprises à toutes les sources de financements, bancaires et de marchés. Par la même, il devrait accélérer la désintermédiation du financement des entreprises.

L'objectif de ce chapitre est de passer en revue les différentes sources de financement des entreprises en Afrique, d'identifier la dynamique de développement des financements complémentaires et/ou alternatifs au financement bancaire, et plus largement d'analyser le rôle des marchés de capitaux pour mobiliser des financements en faveur des entreprises.

1.1.4.2.1 LE FINANCEMENT BANCAIRE DES ENTREPRISES EN AFRIQUE : UN ACCÈS LIMITÉ

Durant la dernière décennie, les crédits bancaires au secteur privé en Afrique ont progressé, depuis 2008, à un rythme annuel moyen de 10% par an²⁴, soit un taux supérieur à celui de la croissance économique africaine.

Selon les données de l'« *African Banker* », entre 2008 et 2013, les bilans des 200 plus grandes banques africaines ont progressé de 29%, alors que les encours des crédits bancaires au secteur privé ont progressé 41%. Cette progression plus rapide des financements bancaires témoigne de l'engagement plus fort des banques

africaines dans le financement des entreprises. Ce constat peut contraster avec les conclusions de nombreux rapports sur ce sujet, mais soulignons, qu'il s'agit là d'entreprises qui ont atteint une certaine taille et qui réalisent au moins un million d'euros de chiffre d'affaires. Dès lors qu'une entreprise se structure et atteint une certaine taille, l'accès aux financements est facilité.

En l'absence de données synthétiques et agrégées sur les crédits accordés par les banques aux entreprises en Afrique, nous avons procédé pour les besoins du rapport au croisement des données de la « *Banque Mondiale* » portant sur les ratios crédits bancaires au secteur privé rapportés au PIB, avec ceux de la distribution des crédits tirés des bilans des banques, des rapports annuels et notes²⁵ des Banques Centrales²⁶ d'une sélection de pays africains. Il en ressort un encours de crédits apportés par les banques aux entreprises en Afrique estimé à près de 751Md€, soit 32% du PIB agrégé de l'Afrique, ce qui représente un taux très en deçà de la moyenne des pays émergents, qui se situe aux alentours de 45% du PIB.

L'analyse plus fine des données sur les crédits bancaires aux entreprises montre une grande disparité entre les pays africains :

- une première catégorie de pays, y compris certains enregistrant une forte croissance économique durant la dernière décennie (Bénin, Burkina Faso, Éthiopie, Ghana, Mozambique, Niger, Ouganda, Rwanda, Tanzanie, Zambie...) disposent d'un système bancaire peu développé par rapport aux besoins de financement de leurs économies. Pour cette catégorie, la part des crédits octroyés par les banques au secteur privé est inférieure à 20% du PIB en moyenne ;
- une seconde catégorie de pays tels que le Botswana, le Kenya, le Nigeria ou encore le Sénégal dont le ratio crédit au secteur privé rapporté au PIB atteint au maximum 25% ;
- enfin, une dernière catégorie de pays où le système bancaire joue un rôle plus important dans le financement des entreprises. On trouve dans cette catégorie des pays comme le Togo (32%), les Seychelles (35%), le Maroc (45%), le Cap Vert et la Namibie (environ 50%), ainsi que l'Ile Maurice et l'Afrique du Sud (plus de 75%).

Ces évolutions du crédit bancaire aux entreprises en Afrique, en particulier pour les pays de la troisième

²³ On considère les entreprises réalisant un chiffre d'affaire minimal de 1 M€.

²⁴ Source : calcul à partir de données Banque Mondiale

²⁵ « The Africa Report », Top 200 Banks in Africa, 2013

²⁶ Les rapports et données émanant des banques Centrales du Maroc, d'Afrique du Sud, du Nigéria, d'Égypte et du Ghana ont été étudiés. Il s'agit là d'un premier travail « rapide » réalisé notamment dans la perspective de la mise en place d'un Observatoire du financement des entreprises africaines.

catégorie, sont identiques à celles observées dans les pays émergents, durant la période qui a précédé leur décollage économique.

Un troisième indicateur significatif, et qui confirme cette tendance, est la proportion des entreprises bénéficiant d'un prêt bancaire. Celle-ci est estimée par la CNUCED à 22% en Afrique, à comparer à la moyenne mondiale de 48%. Un certain nombre de grands pays émergents affichent des taux qui avoisinent les 70%, alors que ce taux est de 80% à 90% des entreprises sur les places financières matures.

L'analyse des ratios, ci-dessus, peut être utilement complétée par une enquête de la Banque Mondiale auprès des entreprises africaines sur les conditions d'accès aux financements. Celle-ci note en particulier que l'accès au financement bancaire concerne un tiers des grandes entreprises africaines, et fait ressortir les difficultés que rencontrent les PME, et en particulier les plus petites, à accéder aux crédits bancaires pour financer leurs investissements. L'étude conclut que les grandes entreprises du continent ont trois fois plus de chances que les petites entreprises à obtenir un prêt ou une ligne de crédit.

1.1.4.2.2 LES FINANCEMENTS DE MARCHÉS EN AFRIQUE : ÉTAT DES LIEUX

A. LE RÔLE DES MARCHÉS ACTIONS DANS LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

En Afrique, la plupart des marchés actions sont de petite taille au regard des cinq critères analysés dans le cadre du rapport : capitalisation boursière, volume de transactions, nombre de sociétés cotées, introductions boursières, capitaux levés.

Au premier trimestre 2015, la capitalisation boursière de l'ensemble des bourses du continent africain représentait près de 1500Md\$, soit près de 64% du PIB de l'Afrique, pour 1600 entreprises cotées et un volume de transactions cumulé sur les trois premiers mois de l'année de 200Md\$, soit un volume moyen quotidien de 3Md\$.

L'analyse détaillée (cf. cartographie des bourses africaines) des bourses africaines montre que :

- l'Afrique du Sud, avec une capitalisation boursière de 950Md\$, représente près de 65% de la capitalisation boursière d'Afrique et réalise plus de 90% des volumes de transactions. L'Afrique du Sud compte plus de 390 sociétés cotées, soit 25% des sociétés cotées en Afrique. Il s'agit de la bourse la plus importante et la plus liquide d'Afrique ;

- trois pays, le Maroc, l'Égypte et le Nigéria, dont la capitalisation boursière est supérieure à 50Md\$, concentrent près du tiers des sociétés cotées en Afrique. Leurs bourses sont peu liquides mais offrent un potentiel de croissance plus important que celui de l'Afrique du Sud dont la capitalisation boursière rapportée au PIB est de 278% contre moins de 50% pour ces 3 pays ;

- enfin, une troisième catégorie de marchés boursiers africains tels que ceux du Kenya, du Ghana, de Tunisie, de la BRVM et de la Tanzanie, disposent de marchés d'une capitalisation boursière comprise entre 10Md\$ et moins de 50Md\$. Ces bourses offrent un fort potentiel de croissance malgré des volumes de transactions encore faibles.

L'analyse des sociétés cotées montre que les 250 premières capitalisations boursières africaines (couvrant plus de 60% de la capitalisation boursière totale du continent)²⁷ sont réparties comme suit sur les bourses du continent :

- l'Afrique du Sud accueille les 110 plus importantes entreprises africaines en termes de capitalisation boursière, avec près de 780 Md\$;

- suivent le Maroc, avec 25 entreprises cotées pour une capitalisation de 45Md\$ et le Nigéria, qui compte 35 des plus importantes entreprises africaines en termes de capitalisation, mais pour seulement 50Md\$ de capitalisation boursière ;

- les autres bourses africaines concentrent le reliquat avec des entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 5Md\$.

Pour ce qui est des levées de capitaux par les entreprises africaines au cours des cinq dernières années sur les marchés actions, que ce soit dans le cadre d'introductions (IPO) sur le marché primaire et/ou sur le marché secondaire (FO), on note en particulier que :

- plus de 37Md\$ de capitaux ont été levés dans le cadre de 339 opérations (IPO et FO) dont 6Md\$ via 90 introductions en bourse. Ce qui reste relativement faible comparé à d'autres régions émergentes du monde. Mais celle-ci préfigure d'un dynamisme certain dans les années à venir, tant le potentiel de croissance est important et le gisement des entreprises susceptibles de s'introduire en bourse est important. Ceci nous a été souligné par de nombreux acteurs interrogés dans le cadre de cette étude;

- l'Afrique du Sud a concentré 78% des levées de fonds et 64% des entreprises financées. Le pays a également accueilli 57% des levées de fonds dans le

²⁷ Source: African Banker

CARTOGRAPHIE DES BOURSES AFRICAINES
DISPOSANT D'UNE CAPITALISATION SUPÉRIEURE À 1Md \$

Maroc

49,9 Mds \$ 74 sociétés

Tunisie

9,7 Mds \$ 78 sociétés

Égypte

65,1 Mds \$ 253 sociétés

Ouganda

7,9 Mds \$ 16 sociétés

Kenya

23,1 Mds \$ 64 sociétés

Tanzanie

10,7 Mds \$ 21 sociétés

Malawi

1,3 Mds \$ 14 sociétés

Mozambique

1,3 Mds \$ 14 sociétés

BRVM*

11,5 Mds \$ 61 sociétés

Ghana

15,1 Mds \$ 35 sociétés

Nigéria

58,7 Mds \$ 194 sociétés

Rwanda

4,0 Mds \$ 6 sociétés

Zambie

8,6 Mds \$ 22 sociétés

Botswana

4,4 Mds \$ 37 sociétés

Île Maurice

7,5 Mds \$ 92 sociétés

Zimbabwe

3,9 Mds \$ 63 sociétés

Afrique du Sud

950,8 Mds \$ 392 sociétés

Légende:

- Plus de 100 Mds de \$
- 15 à 100 Mds de \$
- 5 à 15 Mds de \$
- 1 à 5 Mds de \$

(* BRVM: Bénin, Burkina Faso, Guinée-Bissau, Côte d'Ivoire, Mali, Niger, Sénégal et Togo.

Source: African Banker

cadre d'introductions boursières mais seulement 34% de ces entreprises ont levé des fonds. Les autres principales bourses africaines sur lesquelles des levées de fonds significatives ont été réalisées au cours des cinq dernières années, on note, le Maroc (~2Md\$), le Nigéria (2Md\$) et l'Égypte (près de 3Md\$) ;

- la moyenne des introductions en bourse est de 18 par an, ce qui est relativement faible comparé aux autres régions du monde pendant la même période ;
- le montant moyen des fonds levés lors d'une introduction en bourse est de 70M\$ en moyenne en Afrique, de 115M\$ en Afrique du Sud, de près de 60 M\$ au Maroc et de 46M\$ sur le reste des marchés boursiers africains ;
- la hausse des fonds levés sur l'ensemble des bourses africaines est supérieure à celle enregistrée par la bourse de Johannesburg en 2014 reflétant une nouvelle dynamique de financiarisation du financement des entreprises en Afrique et un développement accéléré des marchés boursiers africains.

L'ensemble des indicateurs analysés, capitalisation boursière, volumes de transactions, nombre de sociétés cotées, levées de fonds et introductions boursières, montrent que le financement des entreprises en Afrique via les marchés actions est encore insuffisant. Cependant, les tendances récentes montrent que les bourses africaines sont en plein essor et devraient sans nul doute jouer un rôle grandissant dans le paysage économique et financier africain dans les années à venir.

Les entretiens menés ont permis de dégager un certain nombre d'interrogations concernant les consolidations boursières en Afrique. En effet, le nombre de bourses africaines est trop important au regard des besoins. Les consolidations devraient s'accélérer dans les années à venir, comme ce fut le cas dans les pays matures, dans le début des années 2000 et plus récemment dans un nombre croissant de pays émergents.

B. LE RÔLE DES MARCHÉS DE DETTE DANS LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN AFRIQUE

Les entreprises en Afrique ont très peu recours aux marchés de la dette pour lever des fonds, à l'exception de quelques grandes entreprises, notamment du secteur public, qui lèvent des fonds sur leurs marchés obligataires domestiques et/ou sur les marchés internationaux.

Les données sur les marchés obligataires d'entreprises en Afrique sont difficilement disponibles. Pour analyser le poids et l'importance des marchés obligataires en

se basant sur les critères habituellement utilisés pour évaluer la taille et l'importance d'un tel marché, nous avons collecté les données auprès de sources diverses (organismes internationaux, bases de données, etc.). L'idée étant d'analyser les marchés obligataires des entreprises en Afrique à l'aune des quatre critères d'évaluation classiques : encours des marchés, volumes émis (levées de capitaux), volumes échangés (marché secondaire) et nombre d'obligations listées. Il ressort des données collectées que :

- l'encours du marché des obligations d'entreprises en Afrique est d'environ 100Md\$. Ceci représente un encours relativement faible comparé aux marchés obligataires d'entreprises des pays émergents ;
- l'Afrique compte 1300 obligations d'entreprises listées. L'essentiel de ces obligations est listé en Afrique du Sud. Le Maroc est le second marché obligataire en Afrique en termes d'obligations listées avec une cinquantaine d'obligations à fin 2014, suivi du Nigéria, de l'Égypte et de l'Île Maurice ;
- il n'existe quasiment pas de marché obligataire secondaire animé en Afrique. « *Buy and hold* » est souvent l'unique solution qui s'offre aux investisseurs. La faiblesse des marchés secondaires handicape le développement des marchés africains ;
- les émissions sur les marchés obligataires africains se font généralement à taux d'intérêt/coupon fixe. La notation des émissions est peu répandue avec seulement 11% des entreprises émettrices notées. Enfin, la majorité des signatures africaines sont « *high yield* ».

Le financement obligataire reste marginal dans le financement des entreprises en Afrique mais offre un potentiel de croissance important comme en témoigne l'accélération des émissions d'obligations par les entreprises africaines, depuis 2014²⁸. Cette tendance s'inscrit très certainement dans le sillage de la montée en puissance au niveau mondial des marchés obligataires dans le financement des entreprises. Il s'agit là d'un sujet prioritaire pour le développement des financements de marchés en Afrique.

²⁸ Boom des émissions obligataires en Afrique sub-saharienne, Les Echos, 28 juillet 2014

C. QUELS ENSEIGNEMENTS ET QUELS DÉVELOPPEMENTS DES MARCHÉS FINANCIERS EN AFRIQUE ?

Il apparaît très clairement que les marchés boursiers africains souffrent de leur fragmentation et d'absence de taille critique. Si l'Afrique du Sud est le principal marché boursier africain, que ce soit pour les actions ou pour les obligations, celui-ci reste essentiellement un marché local. Aujourd'hui, seule la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) – qui couvre les pays de l'UEMOA – peut se prévaloir d'une offre panafricaine. L'immensité du continent africain devrait laisser émerger deux ou trois marchés boursiers transnationaux régionaux de référence dans les grandes régions africaines, comme c'est le cas dans de nombreuses autres régions du monde, notamment en Europe et en Asie.

Ainsi, si le potentiel de développement des marchés boursiers est clairement important, il n'en demeure pas moins que l'absence de taille critique des marchés ; la faiblesse de l'offre de « papier » pour attirer durablement et efficacement les investisseurs, notamment internationaux ; la quasi absence de notation des émetteurs ; la faiblesse de l'analyse financière sur les entreprises, etc., sont autant de freins au développement de la désintermédiation du financement des entreprises en Afrique.

Pour analyser le potentiel de développement des marchés boursiers en Afrique, réalisons une analyse rapide du gisement d'entreprises africaines susceptibles de recourir aux marchés boursiers pour leurs besoins de financement et alimenter les marchés financiers africains en émissions de titres.

Comme constaté plus haut sur les marchés financiers

« matures », la taille des entreprises joue un rôle déterminant pour l'accès aux financements de marchés, notamment l'accès aux marchés obligataires, très largement investis par les grandes entreprises (malgré les nombreuses initiatives lancées pour en faciliter l'accès aux PME, notamment en Europe et en Asie).

Pour ce faire analysons le Top 500 des plus importantes entreprises africaines²⁹ sur la base de leur chiffre d'affaires. Il s'agit, certes, d'un critère restrictif pour déterminer la taille d'une entreprise, mais il permet, cependant, d'avoir une première appréciation du potentiel d'offre de titres sur les marchés financiers africains. Les principaux constats sont les suivants :

- sur les 500 plus importantes entreprises africaines, seules 73 entreprises réalisent un chiffre d'affaires supérieur à 2Md\$, c'est-à-dire un niveau de chiffre d'affaires caractéristique des Grandes Entreprises des pays matures ou émergents. A titre comparatif, l'Europe compte plus de 1000 Grandes Entreprises et la Chine en compte plus de 400. Celles-ci sont le véritable moteur de croissance des marchés boursiers. Depuis la crise financière de 2008, les grandes entreprises des places financières « matures », comme celles des places « émergentes », se sont essentiellement financées sur les marchés obligataires, offrant des titres aux investisseurs internationaux, et créant un cercle vertueux de profondeur et de liquidité des marchés.
- l'Afrique compte 83 entreprises de taille intermédiaire (ETI). Ce sont des entreprises qui peuvent accéder facilement aux marchés financiers, mais pour des levées de fonds inférieures à ceux des Grandes Entreprises et dans des conditions plus contraignantes. Les ETI sont les GE de demain et attirent les investisseurs internationaux, car ils offrent un fort potentiel de rendement à moyen terme.

²⁹ Source : 500 plus importantes entreprises africaines, Jeune Afrique, 2015

❖ RÉPARTITION DES 500 PLUS IMPORTANTES ENTREPRISES AFRICAINES EN FONCTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES (CA)

CHIFFRE D'AFFAIRE (CA)	Nombres d'entreprises	En % du total des Top 500
CA > 100 Mds de \$	0	0 %
10 Mds de \$ < CA < 100 Mds de \$	7	1 %
2 Mds de \$ < CA < 10 Mds de \$	66	13 %
1 Md de \$ < CA < 2 Mds de \$	83	17 %
CA < 1Md de \$	344	69 %
TOTAL	500	100 %

Source: Jeune Afrique, calcul Paris EUROPLACE, 2015

❖ RÉPARTITION DES 344 PLUS IMPORTANTES ENTREPRISES

AFRICAINES DONT LE CHIFFRE D'AFFAIRES (CA) EST INFÉRIEUR À 1 Md\$

CHIFFRE D'AFFAIRE (CA)	Nombres d'entreprises	En % du total des Top 500
500 M\$ < CA < 1 M\$	143	42 %
250 M\$ < CA < 500 M\$	188	55 %
CA < 250 M\$	13	4 %
TOTAL	344	100 %

Source: Jeune Afrique, calcul Paris EUROPLACE, 2015

- 344 entreprises africaines du Top 500 réalisent un chiffre d'affaires inférieur à 1Md\$, dont près de 60% inférieur à 500 millions de dollars. Pour l'accès aux financements de marchés, ces entreprises sont considérées comme des PME.

Au total, l'analyse des entreprises africaines du Top 500 révèle une :

- insuffisance de grandes entreprises et d'entreprises de taille intermédiaire, qui sont les principaux moteurs de croissance et de structuration des marchés ;

- une forte concentration de ces entreprises sur quelques pays : l'Afrique du Sud (160 entreprises dans le Top 500), le Maroc (71 entreprises), l'Egypte (38 entreprises), l'Algérie et le Nigéria (avec respectivement 26 et 25 entreprises) ;

- 70% d'entre elles correspondent en réalité à des PME, au regard des critères observés sur les principales bourses mondiales, y compris dans les pays émergents.

Or, les marchés boursiers au niveau international sont tirés par les Grandes Entreprises et les ETI, qui alimentent l'essentiel des opérations sur les marchés obligataires. L'insuffisance de cette catégorie d'entreprises en Afrique est un frein important au développement des marchés des obligations d'entreprises en Afrique.

Pour ce qui est des marchés actions, un constat identique pourrait être établi. Cependant, sur les marchés actions, des modèles de marchés adaptés aux PME se sont développés au niveau mondial, avec plus ou moins de réussite du fait d'un manque de liquidité sur ces marchés.

Ce constat pose la question du modèle de marché adapté à la réalité des entreprises africaines, qui devrait résolument s'orienter vers les modèles de marchés plus adaptés aux PME, facilitant les conditions de cotations et créant un environnement réglementaire, juridique et fiscal propice pour les investisseurs.

D. L'ESSOR DU CAPITAL-INVESTISSEMENT DANS LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN AFRIQUE

Longtemps porté par les institutions financières de développement, le capital-investissement en Afrique a ensuite attiré les investisseurs internationaux en quête de diversification et de rendement.

Selon les données de l'« *Emerging Markes Private Equity Association (EMPEA)* », entre 2008 et 2014, le capital-investissement a apporté près de 13Md\$ de capitaux aux entreprises africaines soit en moyenne 1,8Md\$ par an. On estime que les fonds internationaux ont contribué à hauteur de 62% à ces financements, les fonds africains à vocation panafricaine à 16% et les fonds domestiques à 22%³⁰.

Les données statistiques de l'EMPEA sur l'Afrique nous interpellent sur au moins deux points :

- elles affichent des levées de capitaux records en 2014

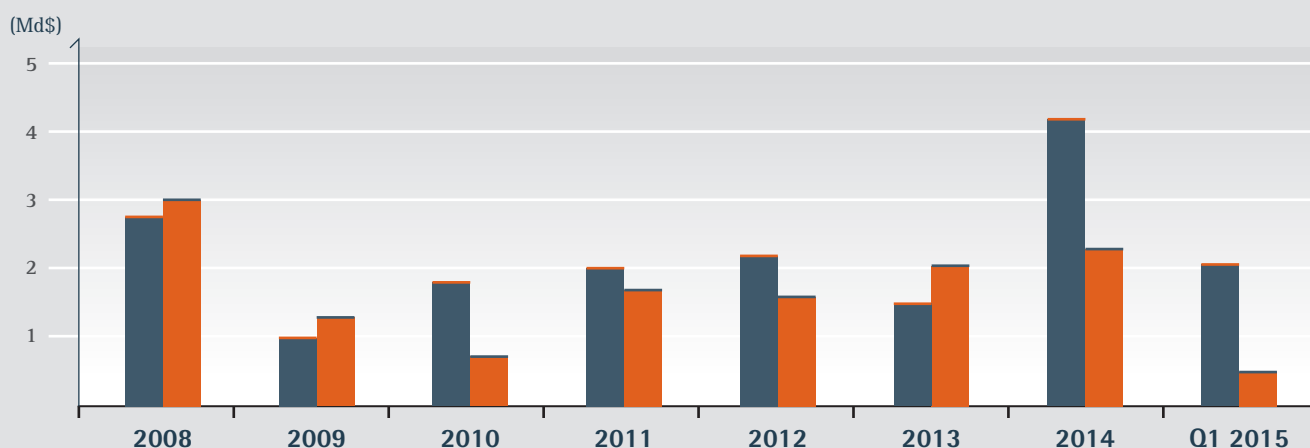
estimées à 4,2Md\$, soit plus du double de la moyenne annuelle des capitaux levés entre 2008 et 2013. Cette tendance devrait s'accroître en 2015 au regard des levées de capitaux enregistrées au T1 2015 (1,9Md\$) et qui témoignent de l'intérêt des investisseurs, notamment internationaux, pour les actifs africains ;

- d'autre part, en 2014, les capitaux levés par les fonds de capital-investissement (4,1Md\$) ont été deux fois supérieurs aux fonds investis dans les entreprises africaines (2,2Md\$). Ceci démontre la faiblesse des opportunités d'investissement dans des entreprises africaines. En effet, les fonds internationaux arrivant en Afrique disposent de capacités d'investissement importantes, mais doivent faire face à une rareté des entreprises de taille suffisamment importante (investissements supérieurs à 100Md\$)³¹. Au cours des entretiens menés dans le cadre de cette étude, il nous a été signalé que cet appétit croissant des investisseurs pour les actifs africains de qualité s'accompagnait d'une appréciation de leur valorisation.

³⁰ Les fonds d'investissement : une source essentielle de capitaux à long terme pour les entreprises africaines, Luc RIGOUZZO, Revue d'Economie Financière, Décembre 2014

³¹ Private equity in Africa: a lot of money chasing scarce opportunities, financial Times, July 9, 2015

◆ CAPITAL-INVESTISSEMENT EN AFRIQUE : Fonds levés et Capitaux investis



Légende:

■ Capitaux levés

■ Capitaux investis

Source: EMPEA

1.1.5 FINANCEMENT DES ENTREPRISES AU NIVEAU MONDIAL : QUELS ENSEIGNEMENTS POUR L'AFRIQUE ?

A – STRUCTURES DE FINANCEMENT

Le principal objectif de cette première partie du rapport a visé l'analyse du financement des entreprises et l'identification des différentes sources de financement au niveau mondial avec un focus sur l'Afrique.

Le premier constat de cette analyse mondiale du financement des entreprises montre que :

- **sur les places financières « matures » des États Unis et de la zone euro, les marchés financiers jouent un rôle prépondérant dans le financement des entreprises.** Le processus de désintermédiation est plus avancé aux États-Unis qu'en zone euro, soutenu par une large base d'investisseurs individuels et institutionnels domestiques et internationaux fortement engagés dans le financement direct et indirect des entreprises. Il s'appuie également sur des intermédiaires bancaires intervenant sur l'ensemble de la chaîne de financement des entreprises et jouant un rôle d'accompagnement et de conseil aux entreprises pour leur accès aux financements de marchés.

Les marchés financiers ont un rôle crucial dans le financement des entreprises à travers de nombreux compartiments de marchés adaptés aux différents types de besoins de financements et de la taille des entreprises.

Au total :

- **80% des financements aux États-Unis sont apportés par les marchés financiers et seulement 20% par les banques.** A noter que les PME américaines lèvent aussi bien des fonds sur les marchés financiers « privés », (capital-investissement, placements privés d'obligations) que sur les marchés « publics » (marchés actions et obligations) ;

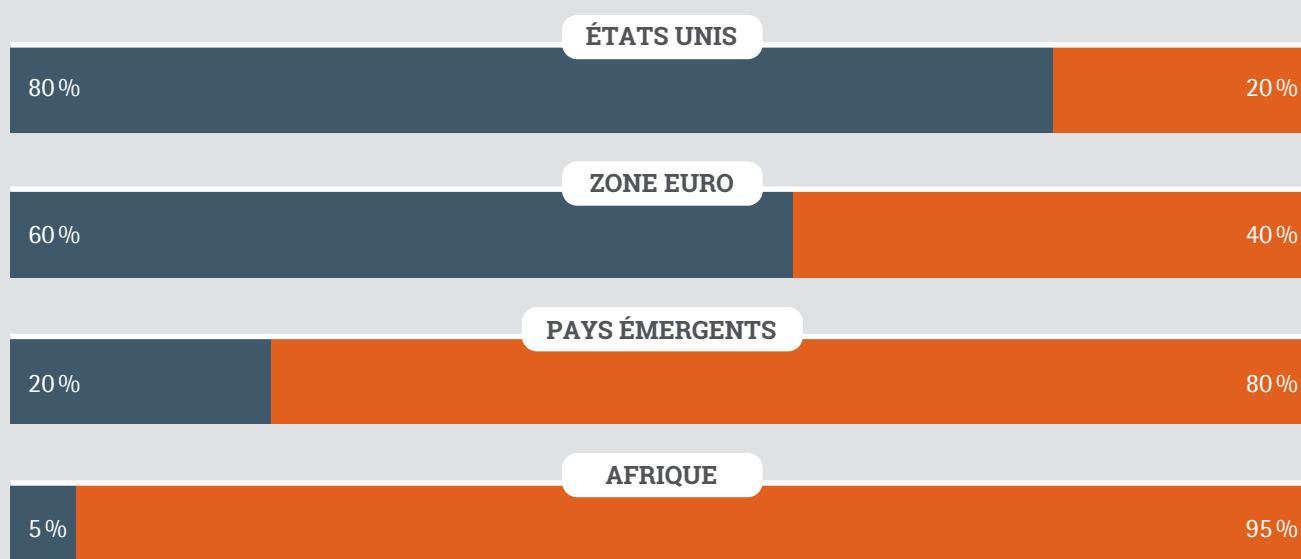
- **en zone euro, les marchés financiers apportent près de 40% des besoins de financement des entreprises et le financement bancaire contribue à près de 60% des besoins de financement.** Les grandes entreprises de la zone euro se financent essentiellement sur les marchés financiers (80% de leurs besoins de financement, contre 20% de financement bancaire). Les financements bancaires sont essentiellement constitués de lignes de back up accordés par les banques pour des opérations de marchés ;

En revanche, le financement des PME reste dominé par le financement bancaire, bien que l'on note progressivement la montée en puissance des autres sources de financement, notamment les placements privés des obligations d'entreprises et le financement boursier dédié aux PME.

- **concernant les pays émergents, la part des différentes sources dans le financement total des entreprises est en profonde mutation.** Il existe une

STRUCTURE DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES AU NIVEAU MONDIAL

(Financement de marché vs Crédit bancaire)



Légende:

■ Financement de marché ■ Crédit bancaire

forte disparité entre les divers pays émergents, qui sont à des stades de développement différents de leurs marchés financiers. **Globalement, le financement bancaire reste prépondérant, couvrant 80% des besoins de financements des entreprises alors que les marchés financiers ne contribuent qu'à hauteur de 20%.**

La montée en puissance des pays émergents a attiré les investisseurs internationaux, qui, à la recherche de rendements et de relais de croissance, ont soutenu l'effort de financement de la croissance de ces pays.

Pour absorber l'afflux de capitaux, de nombreux pays émergents ont développé leurs marchés financiers et leurs offres de produits et services financiers en les mettant aux standards internationaux. Il s'agit là d'un axe de développement majeur pour capter l'épargne internationale et l'orienter vers le financement des entreprises des pays à forte croissance et à fort besoin de capitaux. L'objectif étant de faciliter l'accès des investisseurs internationaux aux actifs financiers locaux et de gagner leur confiance par l'établissement d'un cadre réglementaire et juridique garantissant la sécurité des investissements.

- **en Afrique, où le processus de financiarisation du financement des entreprises est en devenir, les financements de marchés ne représentent que 5% du financement des entreprises africaines, alors que les crédits bancaires contribuent à hauteur de 95% des besoins des entreprises.**

B – ENSEIGNEMENTS POUR L'AFRIQUE

Le rapport a tenté d'adresser l'ensemble de l'environnement du financement des entreprises pour identifier les points de force et de faiblesse du financement en Afrique et accélérer le processus en cours de désintermédiation du financement des entreprises et de diversification des sources. En particulier les points suivants ont été identifiés :

- **l' Afrique souffre de la faiblesse de ses capacités d'investissement domestiques, qu'il s'agisse d'investisseurs individuels ou institutionnels. L'Afrique attire les investisseurs internationaux mais doit encore améliorer l'environnement réglementaire et juridique qui garantisse la sécurité des investisseurs, ainsi que son offre de produits d'investissements. Les pays africains gagneraient à prioriser les investisseurs en capital-investissement ainsi que les investisseurs de portefeuille, en développant par exemple des véhicules d'investissement mutualisés, structurés dans les standards internationaux et garantissant la sécurité sur la totalité des actifs en portefeuille.**

- **le rôle moteur des banques dans le financement des entreprises et l'intégration financière en Afrique** devrait être central dans la dynamique financière africaine, et ce pour au moins deux raisons :

- la montée en puissance de groupes bancaires panafricains qui devraient contribuer à diversifier et standardiser l'offre de services et produits financiers, et permettre d'atteindre la masse critique d'activité susceptible de drainer des financements plus importants en faveur des entreprises ;

- le développement des nouvelles technologies :
 - la banque digitale qui devrait permettre à l'Afrique d'entrer rapidement et à moindre coûts dans le modèle de la banque de demain ;

- le « *mobile banking* » sachant que l'Afrique est pionnière dans ce domaine et occupe la première place au niveau mondial en matière de transferts de fonds via les téléphones mobiles.

- **les marchés boursiers africains restent essentiellement des marchés domestiques :**

- **à l'exception de la BRVM, aucune bourse africaine ne peut se prévaloir, aujourd'hui, d'un positionnement panafricain ;**

- **si les marchés actions connaissent une certaine réussite, les marchés obligataires dédiés aux entreprises restent très peu développés en Afrique, alors qu'au niveau mondial y compris dans les grands pays émergents, ceux-ci représentent la principale source de financement des entreprises ;**

- **enfin, l'Afrique manque cruellement d'entreprises de grandes tailles et d'entreprises de taille intermédiaire.**

- **le capital-investissement joue d'ores-et-déjà un rôle important dans le financement des entreprises africaines. Cela étant dit, la rareté des opportunités d'investissements, l'hétérogénéité des cadres juridiques, légaux et réglementaires, les problématiques de sortie sur les bourses, sont autant de freins limitant l'entrée plus massive d'investisseurs internationaux.**



II. Financement des entreprises au niveau mondial : nouvelles dynamiques et tendances récentes. Quels enseignements pour l'Afrique ?

Depuis la crise financière de 2008, l'industrie financière au niveau mondial connaît un vaste processus de réformes, qui concerne l'ensemble de la chaîne de valeur financière. Ces réformes touchent de manière holistique l'ensemble de l'écosystème financier, à savoir les acteurs de la finance, les activités financières, la conception et la distribution des produits ainsi que le mode de fonctionnement des marchés.

Les transformations en cours de l'industrie financière représentent une rupture avec le modèle d'avant-crise et préfigurent d'ores-et-déjà le nouveau modèle de l'industrie financière de demain.

Celui-ci résulte de quatre évolutions de l'environnement de l'industrie financière les :

- **normes réglementaires et prudentielles qui concernent les acteurs bancaires, ainsi que certaines catégories d'investisseurs institutionnels.** Celles-ci visent une plus grande sécurisation des activités financières via une plus grande exigence de fonds propres pour les banques, de maintien d'un certain niveau de liquidité des actifs détenus par les banques, etc. Ces nouvelles contraintes impactent directement le business modèle des banques, leur activité de transformation, leur capacité à gérer les risques, etc.

- **émergence des investisseurs institutionnels comme nouveaux acteurs du financement direct des entreprises, et le développement du shadow banking,** dont les encours de financement au niveau mondial croissent plus rapidement que les financements bancaires;

- **intégration rapide des nouvelles technologies et des solutions digitales par le secteur financier.** La digitalisation des activités financières devrait concerner l'ensemble de la chaîne de valeur financière et permettre une croissance des revenus des acteurs financiers de l'ordre de 10% et une réduction des coûts de l'ordre de 20%, selon le cabinet McKinsey & Company ;

- **mutations de la demande de financement des entreprises** en termes de conditions d'accès aux financements, de garanties exigées par les apporteurs de capitaux, de coûts, de maturités, etc.

Ces évolutions transforment progressivement le modèle traditionnel de financement des entreprises et favorisent le développement des financements directs. Elles sont, par ailleurs, accentuées compte tenu du contexte macroéconomique mondial marqué par une croissance économique modérée dans les économies matures vs une croissance élevée dans les économies émergentes et notamment africaines. Ceci impacte les mouvements internationaux des capitaux, qui se font de plus en plus en faveur des pays émergents y compris dans les économies africaines. Ainsi, selon le rapport « *Financial globalization: Retreat or reset?* » de McKinsey :

- les pays émergents (Chine, Russie, Amérique Latine, Europe de l'Est) et un certain nombre de pays africains ont vu leur contribution à l'épargne et aux investissements mondiaux passer de 3% à près de 8%, en 2013 ;

- les flux d'investissements Sud-Sud s'élèveraient à 2tr\$ en 2013, alors qu'ils étaient quasi inexistantes il y a une dizaine d'années. Les flux financiers intra africains se développent également notamment grâce aux activités des banques panafricaines et à l'émergence de fonds d'investissements panafricains ;

- la part des flux de capitaux mondiaux en direction des places émergentes en 2013 s'élevait à plus de 30% alors qu'elle ne représentait que 5% en 2000.

Le contexte macroéconomique de long terme est également celui de taux d'intérêts historiquement bas dans les économies matures et de taux relativement plus élevés dans les économies émergentes et en Afrique. Plus les taux d'intérêt sont élevés, plus les solutions de financement par les marchés de capitaux se développent. Le faible niveau des taux d'intérêt, comme c'est le cas dans les pays matures, ralentit le développement de certaines solutions de marchés telles que la titrisation³²,

³² Rapport « Financement des PME/ETI par les produits de dette : nouvelle propositions », Paris EUROPLACE, 2014

mais favorise la montée en puissance des investisseurs institutionnels comme nouveaux acteurs du financement direct des entreprises, notamment, les PME.

L'ensemble de ces évolutions impacte la dynamique du financement des entreprises sur le continent africain. L'évolution des modèles bancaires, le nouveau rôle des investisseurs dans le financement des entreprises, la digitalisation de l'industrie financière et l'évolution de la demande de financement des entreprises sont autant de facteurs à prendre en compte pour accompagner le développement de l'industrie financière en Afrique et répondre aux besoins spécifiques des entreprises. Cette partie visera l'analyse des conséquences de ces évolutions sur la finance en Afrique et identifiera les leviers pour accélérer le développement de la désintermédiation du financement des entreprises du continent.

2.1 LES NOUVEAUX FACTEURS ACCÉLÉRATEURS DU FINANCEMENT DÉSINTERMÉDIÉ AU NIVEAU MONDIAL

2.1.1 L'IMPACT DES NOUVELLES RÉGLEMENTATIONS SUR LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

La crise financière de 2008 a impulsé plusieurs réformes réglementaires et prudentielles visant à rendre le système financier international plus résilient.

De nombreuses réformes structurelles ont ainsi été lancées tant au niveau mondial, régional que national, et en particulier dans les pays matures. Ces nouvelles règles constituent une accumulation sans précédent de normes et de réglementations visant l'ensemble du secteur financier et de manière encore plus forte le secteur bancaire. Parmi celles qui ont le plus d'impact sur le système financier mondial, soulignons les nouvelles règles internationales de fonds propres et de liquidité des banques, Bâle III, les lois américaines, Dodd Frank Act et Fatca, avec des effets extraterritoriaux, Volcker, au Royaume-Uni, de nombreuses directives et mesures européennes, projet de taxe sur les transactions financières, les règles de Solvency II, etc.

Cette accumulation de réglementations modifie les modèles « traditionnels » bancaires à divers échelons. De nombreuses études et analyses confirment les tendances, ci-dessous, sur le mode de fonctionnement des banques :

- **vers moins d'intermédiation et vers plus**

d' « origination-distribution » : le financement des économies, en particulier émergentes et des pays d'Afrique, reposant largement sur l'intermédiation financière sera progressivement remplacé par un financement de marché ;

- **vers moins de pourvoyeurs de financements longs** : les banques assurent un rôle majeur de transformation de l'épargne de court terme en ressources de long terme. Les nouvelles réglementations vont inciter les banques et les sociétés d'assurance à diminuer cette transformation. Ce phénomène s'est d'ores et déjà accéléré en Europe et progressivement dans les grands pays émergents, notamment d'Amérique latine et d'Europe de l'Est ;

- **vers plus d'émissions d'obligations** : les nouvelles exigences bâloises supposent un accroissement considérable des volumes d'émissions obligataires. Les banques seraient ainsi incitées à émettre des volumes de plus en plus importants sur les marchés financiers pour se refinancer. Ce processus est également largement engagé dans les pays émergents d'Asie, tels que la Chine, mais également en Europe, où les banques sont devenues des acteurs majeurs des marchés obligataires.

A titre illustratif, en Europe, l'avancée à marche forcée des banques vers le respect des ratios de fonds propres de Bâle III entraîne une contraction (ou une moindre progression) des bilans bancaires (« *deleveraging* ») qui concerne essentiellement les activités internationales. Ceci devrait à moyen long terme impacter l'Afrique à un double niveau, d'une part la rationalisation des implantations africaines des banques internationales, et d'autre part les grandes banques africaines, qui adoptent, d'ores-et-déjà, progressivement les règles baloises, devraient, encore plus rationaliser leur distribution de crédits aux entreprises.

Dans ce contexte, on assiste à la migration progressive des banques des pays ayant engagé le processus d'adoption des règles de Bâle III vers un modèle bancaire basé sur une approche « *originate-to-distribute* »³³, par opposition au modèle traditionnel de l'activité bancaire basé sur l'« *originate-to-hold* » (principe de conservation des prêts au bilan jusqu'à leur maturité). Les crédits ainsi distribués par les banques sont alors déconsolidés et distribués, à l'autre bout de la chaîne, auprès d'investisseurs institutionnels³⁴. Les conditions de la déconsolidation restent un défi majeur, la traçabilité des produits et la gestion des risques liés à ces actifs devant en principe être maintenus dans le giron bancaire pour éviter des crises financières de type subprime.

³³ Modèle bancaire qui consiste pour la banque à effectuer des prêts puis à les revendre et ainsi les sortir du bilan, à l'inverse du métier bancaire classique (*originate to hold*) qui consiste à conserver au bilan les prêts consentis.

³⁴ http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/libris/3303330403754/3303330403754_EX.pdf

L'amorce de ce nouveau modèle qui devrait se développer dans les années à venir, ne remet pas en cause le rôle des banques, qui devraient continuer à représenter la pierre angulaire du financement des entreprises au niveau mondial, en particulier dans les pays européens, émergents et en Afrique. Le développement de nouvelles sources de financement servira à compléter l'offre de crédit bancaire, et permettre aux entreprises de répondre au mieux à la diversité de leur besoins, en termes de coût, de maturité, et de gestion du risque de refinancement.

2.1.2 ÉMERGENCE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS COMME NOUVEAUX ACTEURS DU FINANCEMENT DIRECT DES ENTREPRISES : LE DÉVELOPPEMENT DU « SHADOW BANKING »

Le maintien au niveau mondial des taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas a très logiquement incité les investisseurs en quête de rendements à privilégier des classes d'actifs de plus en plus risqués, notamment les obligations « *Investment grade* » et « *High yield* », aux Etats-Unis, puis en Europe et dans les pays émergents, y compris dans certains grands pays d'Afrique. Les véhicules de titrisation représentent également des classes d'actifs privilégiés par les investisseurs institutionnels.

A titre illustratif, les émissions cumulées sur un an de titres de dette notés en catégorie spéculative par des entreprises ont progressé de plus de 66% en Europe³⁵ et 40% aux Etats-Unis au cours de ces trois dernières années. Le constat est identique sur le marché de la titrisation³⁶ aux Etats-Unis et en Europe.

Plus globalement, le « *shadow banking* », c'est-à-dire le développement de financements essentiellement par les produits de dette, hors du cadre réglementaire bancaire³⁷, progresse, aujourd'hui, rapidement et représente une source de financements importante pour les entreprises. Une littérature abondante est consacrée au développement du « *shadow banking* » et des risques qui y sont liés. Celle-ci identifie les conditions de développement, autour de deux axes³⁸:

- la faiblesse des financements par les banques d'un certain nombre d'acteurs tels que les PME, notamment dans le contexte de Bale III ;
- la recherche de rendement par les épargnants, notamment dans un contexte de faible rémunération des dépôts et de faiblesse de rendements des actifs financiers en général.

2.1.3 TRANSFORMATION DIGITALE ET REDÉFINITION DU PÉRIMÈTRE DE LA FINANCE³⁹

L'industrie financière est au premier chef concernée par les évolutions liées à la technologie. L'ensemble des compartiments de l'industrie (la conception des produits, leur distribution, le cadre d'information du public, le cadre réglementaire, la sécurisation des opérations, la gestion des risques) est considérablement impacté par ces évolutions.

Force est de constater que ce sont en premier lieu certaines activités bancaires traditionnelles, de dépôt, de paiement et de prêts, qui sont les plus impactées par ces évolutions, rendues possibles par des innovations technologiques disruptives portées par des acteurs non bancaires.

De nombreuses FinTech, Lending Club⁴⁰, QuickenLoans⁴¹, CommonBond⁴², ont vu le jour autour d'offres de services financiers en rupture avec le modèle traditionnel de la banque et de l'assurance, organisé verticalement de la conception du produit à sa distribution. Cette organisation est, aujourd'hui, remise en cause par l'arrivée de ces acteurs, qui interviennent dans le sillage des banques. Cette première étape devrait donner lieu à l'émergence de banques Fintech⁴³, dotées de licences bancaires de base pour offrir des solutions de paiement, d'épargne, etc.

Une étude récente de Goldman Sachs, estime à plus de 11Md\$ la perte de revenus des banques traditionnelles, soit 7% de leur produit net annuel, directement liée à ces évolutions. L'étude souligne également que dans les 5 à 10 ans à venir, le paysage bancaire américain sera totalement transformé, avec l'arrivée de nouveaux acteurs bancaires de premier rang.

³⁵ Source: SG CIB volumes d'émissions, chiffres non définitifs.

³⁶ « Cartographie 2013 des risques et tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne », Risques et Tendances, n°13, AMF

³⁷ Définition du Financial Stability Board : The "shadow banking system" can broadly be described as "credit intermediation involving entities and activities (fully or partially) outside the regular banking system". Such intermediation, appropriately conducted, provide a valuable alternative to bank funding that supports real economic activity.

³⁸ <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=76006>

³⁹ Pour la rédaction de ce chapitre on s'est fortement inspiré de l'article « Les nouveaux acteurs de la Finance, Hubert de VAUPLANE, Revue d'économie financière juin 2015 »

⁴⁰ Société américaine de finance participative gérant une plateforme de prêt en ligne qui permet à des emprunteurs d'obtenir un prêt et à des investisseurs d'acheter des titres qui sont valorisés par le remboursement des prêts

⁴¹ Société américaine spécialisée dans le financement et le refinancement de détail des logements

⁴² Société américaine dédiée exclusivement au marché des prêts étudiants

⁴³ Des solutions existent déjà, avec notamment en France une solution récemment proposée, le compte Nickel, offrant des solutions de paiement, de virements et de prélèvements, de dépôts sans découvert possible ni chéquier.

Ces évolutions, qui transforment en profondeur les activités financières, et en particulier bancaire et d'assurance de base, nous incitent à repenser le modèle bancaire en Afrique y compris son fonctionnement et son organisation. Il s'agit d'une opportunité unique pour l'Afrique d'avancer rapidement vers un système bancaire efficient et moderne, à moindre coût, et bien plus adapté aux réalités africaines, comparé au modèle traditionnel.

2.1.4 BESOINS DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN PROFONDE MUTATION

Dans un environnement d'après crise caractérisé par une transformation profonde de l'offre de financement par les produits de dette et d'essoufflement des outils de financement en fonds propres, la demande de financement des entreprises a évolué pour tenir compte du risque d'assèchement des financements bancaires.

Ainsi depuis la crise financière de 2008, on assiste à une transformation progressive de la demande de financement de la part des entreprises, surtout les PME, notamment dans les pays de la zone euro comme dans un certain nombre de pays émergents, y compris africains pour :

- diversifier leurs sources de financement, pour réduire la dépendance des banques et accéder aux financements ;
- allonger les maturités et trouver des sources de financement non « amortissables » pour diminuer le risque de refinancement.

La diversification des sources de financement des PME semble prendre de l'ampleur. Il s'agit, selon de nombreux rapports et études d'une tendance lourde visant à réduire la dépendance des entreprises vis-à-vis du financement bancaire, qui présente, notamment de nombreuses contraintes pour les entreprises :

- il peut être relativement contraignant pour les PME (comparé par exemple à une obligation sénior non sécurisé), parce qu'il induit :
 - une séniorité plus élevée,
 - plus de garanties (collatérales),
 - des covenants restrictifs, qui réduisent la probabilité de défaut, mais souvent « contraignent » la gestion et la stratégie de l'entreprise,
 - un taux d'intérêt/coupon variable qui crée un risque de taux.
- il ne peut pas forcément répondre seul à l'ensemble des besoins de financement d'une entreprise, dont les besoins de fonds sont de plus en plus longs ;
- il est en partie utilisé pour assurer la sécurité financière, par l'intermédiaire de lignes de « *back-up* ». En effet, la crise financière a souligné l'importance de sécuriser le financement par une combinaison de liquidités et de lignes de « *back-up* » non tirées. Or celles-ci sont fournies

exclusivement par les banques, et donc « consomment » une part plus grande que par le passé de l'offre de crédit disponible, réduisant d'autant la part disponible pour le financement.

2.2 DÉSINTERMÉDIATION DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN AFRIQUE : QUELS ENSEIGNEMENTS ?

Le système financier mondial est au cœur de mutations structurelles qui favorisent les formes désintermédiées de financement des entreprises qu'il s'agisse d'émissions d'actions ou d'obligations ; de prêts directs à des entreprises par des investisseurs non bancaires comme les compagnies d'assurance et les fonds de pension ; ou encore la titrisation de créances. Ces évolutions ont des conséquences sur les différents modèles de financement des économies et modifient la frontière « traditionnelle » entre le financement intermédié et désintermédié.

Pour l'Afrique, il s'agit d'un enjeu majeur à un moment où de nombreux pays africains souhaitent développer des marchés de capitaux attractifs pour les investisseurs internationaux et relever le défi du financement des économies et notamment des entreprises dans un contexte de forte croissance économique.

Les mutations que connaît le système financier au niveau mondial devraient tout d'abord impacter les grands groupes bancaires africains. Ceux-ci, dont l'activité est de plus en plus intégrée à la finance mondiale, adoptent, d'ores-et-déjà, progressivement les nouvelles règles prudentielles de Bâle III. Ils devraient donc être de plus en plus contraints dans le financement des entreprises africaines. Plusieurs pays africains ont d'ailleurs annoncé l'adoption progressive des nouvelles normes prudentielles internationales (le Maroc, l'Afrique du Sud, etc.). La nécessité de renforcer les fonds propres des banques, ainsi que l'intégration des ratios de liquidité rendraient le financement des entreprises africaines par les banques locales encore plus coûteux.

Par ailleurs, les règles de Bâle III devraient également impacter la présence des banques internationales en Afrique. Nombreuses d'entre elles sont, aujourd'hui, engagées dans un processus de réduction de la taille de leurs bilans, avec forcément une rationalisation plus accrues de leurs activités africaines.

Ces évolutions s'inscrivent dans un contexte où l'Afrique souffre d'une faiblesse structurelle de sa base d'investisseurs domestiques, institutionnels et individuels. Dans les pays matures comme dans de nombreux grands pays émergents, ces derniers jouent un rôle déterminant dans le financement à long terme des entreprises et ont pris le relais de la baisse des financements bancaires pour apporter directement des capitaux aux entreprises, notamment les PME, via de nombreux nouveaux canaux de financements.

En Afrique ce relais ne pourrait jouer efficacement son rôle, tant les besoins de financement sont importants et la base d'investisseurs peu développée. Ce point est d'autant plus crucial que l'émergence des investisseurs institutionnels comme nouveaux acteurs du financement des entreprises a pu se développer grâce à l'adaptation de l'offre de capitaux à la nouvelle demande de financement des entreprises tant en termes de maturité, de garanties demandées, d'obligation d'information, de conditions de remboursement, etc. L'offre de financement s'est ainsi adaptée à la spécificité de la demande de financement des entreprises, l'idée étant de s'en inspirer pour identifier des solutions pour l'Afrique.

Dans ce contexte, l'Afrique doit mobiliser des financements internationaux en mettant en place un nouveau modèle de financement des entreprises qui s'inscrive dans les standards internationaux, tout en restant adapté aux besoins de financement des entreprises africaines. Il s'agira aussi de développer les marchés de capitaux efficaces et offrir des produits et services adaptés et compréhensibles par les investisseurs internationaux.

2.2.1 QUEL MODÈLE DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN AFRIQUE ?

Les entretiens menés dans le cadre de cette étude montrent que le développement de nouveaux instruments de financement bénéficie en priorité aux grandes entreprises et aux PME africaines de taille importante.

Il s'ensuit une cartographie des solutions de financement, qui dépend d'une part de la nature des émetteurs (facteur combiné de la taille et de la qualité de signature), et d'autre part du montant des besoins de financement. Bien entendu, cette cartographie est à la fois simplifiée et indicative car elle devrait aussi prendre en compte des éléments tels que la devise, la maturité, la transparence de l'émetteur et la conformité de sa gouvernance et de sa comptabilité avec les normes internationales, la profondeur des marchés financiers associés (nombre d'intervenants, liquidité, appétence au risque) et la qualité de la formation des prix.

A noter que les « barrières » vont continuer à bouger avec le développement de certaines solutions de financement adaptées aux spécificités africaines :

- **Grandes Entreprises africaines et besoins de financement >100M€** : large accès aux différentes sources de financement des marchés de capitaux : marchés actions, financements obligataires, y compris les marchés de capitaux internationaux. Très peu d'entreprises africaines considérées comme « investment grade ». En revanche, les signatures « *High yield* » africaines

pourraient susciter un grand intérêt pour les investisseurs internationaux.

- **Grandes Entreprises africaines et besoins de financement entre 100 et 50M€** : accès aux marchés de capitaux locaux (actions et obligations). En revanche, les financements obligataires de type Eurobonds ne sont pas possibles.

- **Grandes Entreprises et PME africaines de taille importantes et besoins de financement entre 50 et 10M€** : accès aux marchés de capitaux locaux, essentiellement financements fonds propres (actions et capital-investissement). L'accès au financement obligataire reste limité.

- **PME africaines et besoins de financement entre 10 et 1M€** : accès aux marchés boursiers limités. Accès au capital-investissement et au financement bancaire.

- **PME et besoins de financement <1M€** : accès limité à des sources de financements en fonds propre et en dette MLT autres que bancaires. Les solutions de financements offertes n'abordent que très peu cette partie de la courbe de financement des entreprises.

Il apparaît très clairement de la cartographie du financement des entreprises en Afrique que les solutions de financement varient en fonction des besoins de financement et de la taille des entreprises. Cependant, des efforts importants ont été consentis par de nombreux pays africains pour développer leurs marchés de capitaux au cours de ces dernières années dans le but de mobiliser de nouvelles sources de financement pour les entreprises, mais beaucoup reste encore à faire pour que ces nouvelles solutions soient réellement et massivement accessibles aux entreprises africaines.

La distinction traditionnelle entre financement direct et indirect des entreprises est de moins en moins évidente, et de manière encore plus vraie en Afrique, car les banques jouent un rôle important dans l'intermédiation sur les marchés de capitaux. Il en découle un modèle de financement des entreprises en Afrique, un mix entre les deux modes de financements.

L'avantage relatif d'un modèle de financement basé sur les banques par rapport à celui basé sur les marchés va tout d'abord dépendre de la structure de financement des entreprises. Plus une entreprise est grande et structurée, plus elle a besoin de solutions de financement diversifiées, complexes et en masses importantes et plus les marchés jouent un rôle déterminant dans le financement de ces entreprises.

Enfin, l'un des rôles essentiels des banques est leur bonne connaissance de leur clientèle d'entreprises, à travers la relation bancaire. Celle-ci contribue à surmonter les problèmes d'asymétries d'information. La bonne connaissance des entreprises est un enjeu décisif pour le développement des solutions de financement, notamment par le marché.

Dans les systèmes financiers fondés sur le marché, d'autres intermédiaires doivent jouer un rôle pour fournir les informations sur les entreprises et les projets d'investissement. Le développement des solutions de marchés pour l'Afrique devra s'accompagner de la mise en place de l'écosystème nécessaire au développement de l'information sur les entreprises. Il s'agira de :

- mettre en place des agences de notation disposant de modèle d'évaluation adaptées à l'Afrique et dont les investisseurs ont confiance ;
- développer une offre d'analyse financière et d'analyse crédit sur les entreprises cotées et non cotées.
- mettre en place des bases de données d'informations financières sur les entreprises ;
- créer des équipes de recherche en interne par les principaux investisseurs institutionnels pour analyser, évaluer et sélectionner leurs projets d'investissement.

Cependant, les interviews menés et les retours d'expérience de nombreux acteurs (intermédiaires financiers, investisseurs, directeurs financiers, etc.) confirment l'existence de nombreuses contraintes entravant le décollage des solutions de financement de marchés en Afrique. **Un certain nombre concerne les entreprises et d'autres les investisseurs.**

❖ **POUR LES ENTREPRISES, les principaux freins identifiés sont les suivants :**

- **la cotation et les conséquences sur l'obligation d'information** : la cotation représente une véritable contrainte pour les entreprises qui ont peu ou n'ont pas l'expérience des marchés financiers. La cotation entraîne en effet un certain nombre de contraintes liées à l'obligation d'information, telles que la documentation à mettre à disposition des investisseurs au moment de la cotation ou encore celle à produire aux investisseurs de manière périodique et permanente.

Les entretiens menés ont mis l'accent sur l'importance de ces contraintes pour les entreprises africaines, et en particulier celles n'ayant aucune expérience des marchés financiers. Les entreprises sont, pour leur grande majorité, réticentes pour des raisons stratégiques à diffuser leurs informations « au public », notamment lorsqu'il s'agit de leur positionnement sur un marché, leurs stratégies, leur analyse de l'environnement concurrentiel, etc...

Ainsi, les exigences de la réglementation et l'obligation

de diffusion de l'information par l'entreprise destinées à garantir un niveau élevé de sécurité pour les investisseurs ont souvent un effet dissuasif. Il s'agit là d'un défi important pour le développement du financement désintermédié en Afrique.

- **la taille minimum d'une opération** : les montants minimums de levées évincent de nombreuses entreprises africaines des marchés financiers. Les ratios d'emprise et de liquidité minimum mis en place par les investisseurs institutionnels actifs, notamment internationaux, rendent irréalisables pour des questions de taille un certain nombre d'opérations.

Le développement d'opérations de taille plus réduite, c'est-à-dire inférieures au seuil actuel, qui apparaît être de l'ordre de 10M€ pourrait être soutenu par la tendance actuelle consistant pour un certain nombre d'investisseurs de détenir seuls une grande partie, voire même, la totalité d'une émission. Il est vraisemblable que le développement de la capacité d'analyse crédit (en propre ou de manière « externalisée » - voir ci-dessus) contribuera aussi à aller dans ce sens.

- **la dilution du capital et la perte de contrôle** : la dilution du capital par introduction en bourse, ou par l'entrée dans le capital d'un fonds d'investissement représente un frein important pour de nombreuses entreprises africaines et notamment les groupes familiaux. C'est pourquoi, le développement d'instruments de dette représente une priorité pour l'Afrique.

❖ **POUR LES INVESTISSEURS, les principaux freins identifiés sont les suivants :**

- **accès difficile à l'information sur les entreprises.**

La question de la capacité des investisseurs institutionnels à effectuer l'analyse financière et/ou l'analyse crédit est un véritable défi pour se forger leur propre opinion sur les valeurs, qu'ils ont en portefeuille. En effet, les investisseurs institutionnels, domestiques, comme internationaux, ne sont généralement pas équipés pour gérer ce type de risques liés aux entreprises africaines et encore moins les PME. Il s'ensuit pour les investisseurs internationaux une surévaluation du risque Afrique. L'absence de bases de données d'information sur les entreprises africaines, au-delà des entreprises cotées sur les principales bourses africaines, limite la capacité des investisseurs à développer une connaissance plus précise sur les entreprises en Afrique.

- **faible développement de la notation** : la notation constitue pour les investisseurs, en particulier internationaux, un critère clé dans l'estimation du risque qu'un investissement comporte, particulièrement dans

le cadre de marchés financiers de plus en plus globaux qui rendent difficile la maîtrise de l'information et donc de tous les paramètres de risque. Cette pratique est peu répandue en Afrique, alors qu'elle constitue un gage essentiel pour gagner la confiance des investisseurs et notamment les investisseurs internationaux.

Les véritables défis liés à la notation en Afrique sont la mise en place d'une offre adaptée aux réalités du continent, particulièrement en ce qui concerne les PME. D'après nos entretiens, il semble que la notation présente plusieurs contraintes pour les entreprises africaines (particulièrement si elles sont non cotées et qu'elles souhaitent accéder aux marchés de la dette) parmi lesquelles les coûts associés (à l'émission et au cours de la vie du produit) et la « disponibilité potentiellement large » du rapport de notation. Par conséquent, il conviendrait de développer une offre de notation adaptée aux spécificités africaines en termes de process (plus rapide et légère que pour des grands émetteurs), d'échelle de notation (échelle différente de celle utilisée pour les grands émetteurs des pays matures), et à coût réduit.

- **la faiblesse de l'actionnariat individuel.**

Le manque de culture financière est un frein important au développement des solutions de marchés en Afrique. La faiblesse de l'éducation financière est un frein au développement de l'actionnariat individuel en Afrique. Cet actionnariat est nécessaire aux entreprises africaines car il s'agit d'un actionnariat très stable pour les entreprises, y compris pour les entreprises à capitaux familial.

Un autre point concerne l'accès des investisseurs individuels aux produits financiers. Distribuer auprès des investisseurs individuels les produits d'épargne est un enjeu important. Il s'agit de développer une offre d'investissement adaptée à leurs besoins, et s'appuyant, par exemple, sur un dispositif de garantie (par exemple en consacrant une part des fonds levés à une cotisation à un fonds d'assurance mutualisé).

- **le manque de liquidité et de profondeur des marchés.** Un point essentiel pour les investisseurs institutionnels concerne la structure même des marchés de capitaux et l'existence des marchés primaires et secondaires, qui fonctionnent efficacement. Il s'agit d'un point crucial pour le développement des marchés de capitaux en Afrique.

La première partie du rapport a mis en exergue le manque de liquidité des marchés primaires en Afrique et leur manque de profondeur au regard des levées de capitaux par les entreprises. Il s'agit là d'une source d'inquiétude pour les investisseurs institutionnels.

Des entretiens menés il ressort clairement que la faiblesse de la liquidité des marchés des capitaux en Afrique, liée d'une part à la faiblesse de l'offre de titres que ce soit sur les marchés primaires ou secondaires et à la faible présence des investisseurs institutionnels, est un frein majeur à la désintermédiation du financement des entreprises.

- la faiblesse de sous-jacents adaptés aux investisseurs institutionnels.

De nombreux investisseurs internationaux souhaitent diversifier leur portefeuille en faveur d'actifs africains, mais ceux-ci sont insuffisamment disponibles.

Dans le contexte actuel des marchés financiers africains, l'une des priorités devrait être la captation de l'épargne mondiale pour créer un cercle vertueux de marchés liquides et profonds, à travers la mise en place de véhicules d'investissement adaptés aux besoins des investisseurs internationaux et répondant à leurs contraintes réglementaires. Il s'agit de véhicules d'investissement structurés et packagés et facilement intelligibles par les investisseurs internationaux.

Il incombe aux acteurs financiers africains de développer de tels instruments car d'une part, le coût d'intervention des investisseurs internationaux en Afrique est trop élevé (identification des entreprises, due diligence, analyse financière, analyse crédit, etc.) et d'autre part, le coût d'accès des entreprises africaines aux financements des investisseurs internationaux est également très onéreux (montants de financement pour chaque entreprise prise individuellement reste faible, obligations d'information, normes internationales trop contraignantes, etc.).

2.2.2 QUELS TYPES DE VÉHICULES DE FINANCEMENT DE MARCHÉ PEUT-ON ENVISAGER AU REGARD DES EXPÉRIENCES TIRÉES DES PRATIQUES INTERNATIONALES ?

Nous avons vu plus haut que depuis la crise financière de 2008, les produits de dette soutiennent le financement des entreprises au niveau mondial, qu'il s'agisse de produits obligataires ou de véhicules de titrisation.

Les marchés de dette ont ainsi fortement progressé et se sont diversifiés en matière d'offre de produits pour les investisseurs. C'est le cas des marchés obligataires, qui depuis 2008 ont diversifié leur offre tant en termes de signatures (fort développement du marché du « *high yield* »), que d'allongement des maturités (de nombreuses émissions de maturités supérieures à 30 ans, certaines atteignant les 100 ans, etc.), ou d'innovations (développement de titres hybrides, convertibles, développement du marché des *green bonds*, etc.). La titrisation est également source d'innovation et de développement de nouvelles solutions adaptées aux besoins des investisseurs et des entreprises, avec, par exemple, la titrisation par les banques de portefeuilles de prêts accordés aux entreprises, notamment les PME, ou encore le développement de fonds de titrisation multi-cédants dédiés au financement d'un groupement d'entreprises.

Les instruments que nous présentons dans le cadre du rapport ont la caractéristique de pouvoir mobiliser massivement des financements. Ceux-ci s'articulent autour de solutions de titrisation, bien que la titrisation ait été mise en cause lors de la crise des subprimes du fait de la complexité du portefeuille d'actifs sous-jacents, qui peut rendre difficile l'évaluation réelle du risque. Il s'agit néanmoins d'une technique financière qui permettrait aux entreprises africaines de lever des fonds à des conditions raisonnables, à condition d'être bien encadrée.

Plusieurs types de véhicules peuvent ainsi être envisagés en Afrique. L'idée étant que tout actif offrant des flux de revenus stables peut faire l'objet d'une opération de titrisation. On peut envisager parmi ceux-ci, les fonds de titrisation de prêts des banques accordés aux PME ou des fonds de titrisation ciblant certains secteurs moteurs des économies africaines :

- le premier type de véhicule de titrisation pourrait concerner la titrisation de créances adossées à des prêts bancaires accordés aux entreprises. Il s'agit d'une structuration qui permet à une banque ou un groupement de banque de céder à un SPV un portefeuille homogène de prêts aux PME. Celui-ci pourrait être constitué en moyenne, pour l'Afrique, de 100 à 200 prêts.

Pour l'investisseur international, l'analyse crédit n'est plus nécessaire et l'approche est basée sur une analyse statistique (la majorité des débiteurs bénéficiant d'un système de scoring, c'est-à-dire de notation interne aux banques).

- le second pourrait cibler certains secteurs moteurs et/ou porteurs des économies africaines : les télécoms, les énergies, les matières premières, etc. La titrisation pourrait être adossée à des ventes actuelles futures de produits de ces secteurs, dont les investisseurs internationaux ont une bonne connaissance. Les titres émis pourraient être en monnaie locale ou en devise.

Cette solution permettrait aux investisseurs de sécuriser leurs investissements, et aux entreprises à la fois d'accéder aux financements internationaux et diversifier leurs sources de financement. Quelques exemples de ce type d'opérations sur les matières premières ont été réalisés, notamment par BNP Paribas qui a émis des obligations adossées à des financements de négoce de matières premières pour un montant de plus de 130M\$. 430M\$ ont été levés auprès d'investisseurs internationaux par Trafigura en 2012. De même, au Maroc, Maghreb Titrisation a réalisé plusieurs opérations de financement par la titrisation des créances commerciales nées et futures et d'actifs immobiliers.

A ce jour, il semblerait qu'aucune entreprise productrice de matière première n'ait lancé d'opération de titrisation. En revanche le succès des émissions obligataires récentes de grands groupes miniers africains, comme récemment l'OCP, auprès d'investisseurs internationaux témoigne de l'intérêt de ces derniers pour les groupes africains, comme pour les stratégies industrielles rationnelles et lisibles. Cependant, pour la mise en place de telles solutions, il est impératif de garantir un minimum de sécurité et de garanties juridiques pour les investisseurs. Il est ici important de noter que le Maroc est aujourd'hui à la pointe en matière de cadre légal et réglementaire sur la titrisation et que celle-ci est opérationnelle depuis plus d'une décennie dans ce pays alors qu'aucun autre pays d'Afrique francophone n'a encore fait appel à ce type de financement.

Au-delà de la titrisation, d'autres solutions peuvent être envisagées :

- le développement de fonds obligataires mutualisés pourrait représenter une solution facilitant l'accès des investisseurs internationaux au financement d'entreprises africaines via des obligations. Cette solution pourrait permettre aux entreprises africaines ne pouvant pas accéder directement au financement obligataire « classique », pour des raisons de taille et/ou de montant

à émettre des obligations. L'idée étant de constituer un portefeuille d'entreprises souhaitant lever des montants unitaires peu élevés, en rassemblant les besoins d'un certain nombre de sociétés diversifiées (par secteur d'activité, par région, ...). La titrisation pourrait faciliter la mise en place de ces fonds, à travers notamment le montage de fonds multi cédants.

Concrètement, les fonds mutualisés apportent aux entreprises africaines une solution d'accès aux marchés financiers dans des conditions compétitives :

- des frais d'émission amortis : la mutualisation permet au fonds d'atteindre une taille critique d'émission, qui permet d'intéresser les investisseurs institutionnels et d'amortir les frais d'émission (road shows, notation, commission de placement, frais de cotation, juridiques...);
- une notation rehaussée : les titres émis obtiennent mutuellement une notation supérieure à la notation moyenne des sociétés participantes, de par la dispersion des risques (unitaires, sectoriels, géographiques). Cette notation peut, en outre, être rehaussée par l'apport d'une garantie de remboursement des titres (par exemple par une garantie d'un état ou d'une banque régionale de développement);
- des éléments de structurations spécifiques, comme par exemple un fonds de garantie mutualisée, constitué par les sociétés participantes, permettent d'apporter par ailleurs des gages de sécurité très appréciés des investisseurs.

La mutualisation permet aussi aux investisseurs d'accéder à moindre coût à l'investissement dans des entreprises africaines, la structuration se faisant de manière à optimiser le traitement prudentiel. Ce type de financement n'est pas nouveau, mais son usage pourrait être appliqué efficacement à l'Afrique et répondre à l'évolution des besoins de financement des entreprises africaines et la recherche de rendements et de diversification des investisseurs internationaux.

- enfin, les fonds de capital-investissement, qui jouent d'ores et déjà un rôle croissant dans **la mobilisation des financements en faveur des entreprises africaines, doivent être encouragés**⁴⁴. Aujourd'hui, la pénétration du capital-investissement est toujours faible en Afrique puisqu'elle ne représente que 0,1% du PIB du continent, à comparer à 0,7% au Royaume-Uni et de 0,7% aux États-Unis. Cet écart est essentiellement dû à la « petite taille » du continent (qui représente moins de 4% du PIB mondial), ainsi que celle de ses économies et de ses entreprises. Il faut en effet une taille critique minimale de transactions pour amortir les coûts d'instruction

d'équipes très qualifiées. Nous verrons dans la partie III comment accélérer le développement des fonds de capital investissement en Afrique.

En définitive, le système financier africain visera à :

- faciliter la circulation des capitaux entre investisseurs, nationaux et internationaux et acteurs économiques à besoins de financements, notamment les start-ups, les PME, les grandes entreprises et les grands projets d'infrastructure de long terme;
- fournir des infrastructures de marché, des intermédiaires, et investisseurs capables de canaliser les financements, nationaux et internationaux, et les orienter, notamment vers les entreprises dans des conditions de coûts efficaces;
- assurer le transfert de risques et l'allocation des capitaux vers les intermédiaires les plus à même de les gérer/ supporter et avec une acuité encore plus forte vers les investisseurs internationaux.

⁴⁴ Les fonds d'investissement : Une source essentielle de capitaux à long terme pour les entreprises africaines, Luc Rigouzzo, Revue d'Economie Financière, N°114, 2014

QUELQUES EXEMPLES D'INITIATIVES INTERNATIONALES DE CROWDFUNDING IMPLANTÉES EN AFRIQUE

Plateforme	Pays	Mode	Remarques	Activité
Atadamone	France	Don	Opère en Afrique	Financement de projets innovants
JumpStart Africa	Etats-Unis	Don	Réalise des opérations ponctuelles Opère en Afrique	Plateforme panafricaine de financement de projets créatifs et innovants
Smala and Co	France	Don	Opère au Maroc	Financements de projets d'intérêt général et entrepreneuriat social
Zoomal	Liban	Don	Opère dans le monde arabe	Plateforme spécialisée dans le financement de projets sur la région Maghreb
Afineety	Maroc	Equity	Opère en Afrique	Plateforme de crowdfunding en equity pour le continent africain
DevHope	Cameroun	Don	Opère au Cameroun	Financement de projets d'intérêt général
Fadev	Côte d'Ivoire	Equity (fonds)	Opère en Afrique de l'Ouest Regroupe les investisseurs dans un fonds	Plateforme d'Equity crowdfunding à destination des projets d'investissement solidaire en Afrique francophone
M-Changa	Kenya	Don	Opère au Kenya	Plateforme permettant de faire des dons via mobile
Startme	Afrique du Sud	Don	Opère en Afrique du Sud	Financement de projets entrepreneuriaux créatifs

Source: Recherches web

Un point particulier concerne le développement des FinTech et les solutions de financement participatif (Crowdfunding).

De nombreux rapports et analyses considèrent que les Fintech devraient représenter 20% du marché du financement à horizon 5 ans. Il en va de même pour l'économie collaborative. Les tendances observées confirment années après années ces prévisions. Il s'agit aujourd'hui d'un phénomène que l'ensemble du secteur financier doit prendre en compte et d'un formidable levier de développement pour changer la donne sur le continent africain.

A titre d'exemple, en 2014, les plateformes de crowdfunding à travers le monde ont permis de mobiliser 16Md\$⁴⁵, les plateformes de prêt concentrant 68% de la collecte. Les perspectives semblent prometteuses puisque les projections tablent sur 34Md\$⁴⁶ en 2015 et 1 000Md\$ à horizon 2020⁴⁷.

Dominé par l'Amérique du nord (10Md\$), l'Asie (3Md\$) et l'Europe⁴⁸ (3Md\$), le marché du crowdfunding est encore embryonnaire en Afrique (moins de 100 M\$) mais à fort potentiel de croissance comme en témoignent la multiplicité des initiatives lancées lors des dernières années sur le continent.

Le développement de ces nouveaux modes de financement alternatifs doit cependant être soumis à une réglementation rigoureuse avec la mise en place de normes prudentielles ainsi que la définition de mécanismes de gestion des risques (identification des épargnants, sécurité des transactions, contrôles anti-blanchiment, ...) et de protection des investisseurs (contrôle de la qualification des investisseurs compte tenu du risque supporté, ...).

⁴⁵ Massolution

⁴⁶ Massolution

⁴⁷ Forbes

⁴⁸ En 2014, on comptait plus de 300 plateformes de crowdfunding en Europe pour près de 350 000 entreprises financées

III. Comment dépasser les freins au développement de la désintermédiation en Afrique ? Quels sont les axes prioritaires ?

Cette partie vise à développer des propositions destinées à accélérer le processus de désintermédiation du financement des entreprises et à diversifier les canaux de financement en Afrique.

Notre approche consiste à faire des propositions avec un focus à 2 niveaux :

- **au niveau des pays** avec pour objectifs de développer les marchés financiers et d'attirer les investisseurs et les entreprises vers les marchés;
- **au niveau du continent pris dans son ensemble**, en soulignant notamment l'importance de l'**intégration financière** et de la création de **véhicules de financement panafricains**.

En réalité, le niveau transverse continental est intimement lié au niveau pays car il jouerait le rôle d'un formidable accélérateur des réformes.

3.1 Propositions de recommandations au niveau des pays

3.1.1 INCITER LES ENTREPRISES À RECOURIR AU FINANCEMENT DÉSINTERMÉDIÉ ET À DIVERSIFIER LEURS SOURCES DE FINANCEMENT

LE RÔLE CRUCIAL DES ETATS AFRICAINS EN TANT QU'ÉMETTEURS SUR LES MARCHÉS

Les Etats africains sont concernés au premier chef par les émissions à la fois sur les marchés actions et dette.

Sur les marchés actions, les opérations de privatisations, notamment celles des fleurons nationaux, auraient un effet d'entraînement sur les autres entreprises. En effet, en lançant des IPOs d'entreprises emblématiques, les Etats montreraient l'exemple, ce qui contribuerait à vulgariser

le concept d'actionnariat en bourse. Ceci augmenterait l'offre de papier d'une part et créerait une dynamique vertueuse en termes de liquidité et de profondeur des marchés d'autre part.

Sur les marchés de la dette, les Etats, qui sont les principaux émetteurs, pourraient mettre en place des marchés primaires et secondaires liquides et transparentes, permettant d'avoir une courbe des taux fiable, sur laquelle les différents émetteurs potentiels pourraient s'appuyer pour se financer sur les marchés.

UN DÉMARCHAGE PROACTIF DES ÉMETTEURS SUR LES MARCHÉS ACTION ET DETTE

La conduite d'actions de prospection d'entreprises éligibles à la côte officielle ainsi que leur sensibilisation à travers des campagnes de communication ciblées devraient contribuer à élargir la base d'entreprises à la côte. L'environnement africain a réellement besoin d'une démarche pédagogique pour initier les entreprises à la valeur ajoutée des marchés.

Au-delà du marché actions, il y a lieu d'encourager les entreprises africaines à recourir aux marchés de la dette (obligataire, titrisation) pour financer leur croissance alors qu'elles se dirigent aujourd'hui spontanément vers les banques. Trop peu d'entreprises recourent à des émissions obligataires, alors qu'elles ont déjà dépassé les différentes contraintes organisationnelles et de transparence liées à l'appel public à l'épargne. Une priorité pourrait être donnée au démarchage d'émetteurs de taille et ayant des gros besoins d'investissement, car ceux-ci ont une appétence plus marquée pour le financement via les marchés que les émetteurs de petite ou moyenne taille qui s'adressent plus aux banques.

De même, en dépit de l'existence d'un cadre légal et réglementaire adéquat de la titrisation dans certains pays, comme en zone UEMOA ou au Maroc, les entreprises n'ont

pas encore recours à cette technique pour se financer. Il s'agit là encore de vulgariser de type de montage auprès des entreprises africaines et de donner l'exemple avec des entreprises étatiques.

Pour aller plus loin, on peut penser à une démarche proactive, soutenue par les États africains, destinée à l'accompagnement et le conseil des entreprises pour accéder aux marchés. C'est le cas par exemple de la Bourse de Casablanca, qui, en partenariat avec l'ANPME (Agence Nationale pour la Promotion des Petites et Moyennes Entreprises) accompagnent un groupe d'entreprises marocaines dans leur organisation et leur structuration en amont, afin de leur faciliter l'accès aux marchés (action, dette, private equity...). Ce type de démarche visant la modernisation des entreprises africaines pour un meilleur accès aux marchés financiers pourrait être dupliqué, en sélectionnant par exemple les 500 plus grandes PME africaines, et en obtenant un financement de la part des bailleurs de fonds internationaux.

DES CONDITIONS INCITATIVES POUR FAIRE APPEL AUX MARCHÉS

Plusieurs types d'incitations peuvent être mises en place (assouplissement des procédures, dispositifs fiscaux...).

Nous proposons ici comme priorité l'adaptation des conditions d'accès des PME et la création de compartiments dédiés avec des conditions de cotation et des obligations d'informations adaptés.

Un marché dédié pourrait s'articuler autour des points suivants :

- peu d'exigence de capital minimum ou de capitalisation boursière minimale pour ce compartiment ;
- exigence d'une garantie contre les risques de faillite (ce qui implique la création de fonds de garantie de PME dans les pays africains qui n'en disposent pas encore) ;
- engagement des dirigeants à rester dans l'entreprise pendant un temps déterminé ;
- exigence d'un sponsor (capacité d'analyse de risque) garantissant les obligations de la PME en termes de transparence et d'information.

3.1.2 ORIENTER LES INVESTISSEURS VERS LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN AFRIQUE

PAR LA MOBILISATION DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

En Afrique, la mobilisation des investisseurs institutionnels devrait passer par :

- une réforme sectorielle des **systèmes d'assurances**

et de prévoyance, à travers un la modernisation (en cours) du cadre réglementaire, un assouplissement des possibilités d'investissement, un cadre fiscal incitatif pour l'épargnant (Ex du Maroc) et pour l'investisseur d'autre part (ex : abattement de l'IS sur les plus-values en fonction de la durée de détention). Il s'agira aussi de veiller à l'amélioration de la distribution des produits dans les canaux bancaires (bancassurance), favoriser l'essor d'acteurs spécialisés (Type CIMR au Maroc, expériences Nigeria et Ghana etc.), et enfin sur un autre plan, synchroniser les politiques étatiques et les déclinaisons réglementaires (Ex : décisions de la CIMA vs régulateurs locaux) ;

- la **stimulation de l'asset management**, en complétant les cadres légaux et réglementaires en Afrique et en accompagnant la professionnalisation des intervenants (aide à la constitution d'acteurs, subvention à la formation...), etc.

PAR LA STIMULATION DE L'ACTIONNARIAT INDIVIDUEL

Il convient d'encourager l'actionnariat individuel en agissant sur les principaux leviers suivants :

- le **développement de l'épargne à long terme des particuliers**, à travers la mise en place de produits spécifiques tels que le **plan épargne action avec des incitations fiscales**. L'idée serait de mettre en place une fiscalité favorisant l'épargne longue et à risque et d'assouplir le régime fiscal sur les plus-values afin de favoriser la prise de risque. Il est important de mettre en place une fiscalité claire, stable et incitative pour favoriser l'actionnariat individuel. Cela existe de manière balbutiante au Maroc mais pas encore en UEMOA par exemple ;
- le développement d'une **culture financière** à travers des campagnes promotionnelles favorisant l'actionnariat populaire.

PAR LA CAPTATION DES INVESTISSEURS INTERNATIONAUX

Les investisseurs ciblent davantage les économies offrant des **sous-jacents de qualité**, ayant une certaine **masse critique** et présentant des **cadres légaux, juridiques et réglementaires homogènes et alignés aux meilleurs standards**. C'est pourquoi nous recommandons d'accélérer le travail sur **l'intégration financière en Afrique**, faisant l'objet du deuxième volet des recommandations.

PAR LA MISE EN PLACE DE VÉHICULES DÉDIÉS, AUSSI BIEN POUR LES INVESTISSEURS LOCAUX QU'INTERNATIONAUX

Plusieurs pistes peuvent être envisagées pour la mise en

place de véhicules d'investissements adaptés aux besoins des investisseurs institutionnels et internationaux, et répondant à leurs contraintes réglementaires :

- Les véhicules de titrisation

Eu égard aux taux intéressants en Afrique comparé aux pays de l'OCDE qui sont à leurs niveaux les plus bas, les investisseurs internationaux pourraient être attirés par des solutions d'investissements et de diversification de leur portefeuille en actifs africains. Il conviendrait, cependant, que les véhicules soient structurés et packagés d'une manière simple et transparente sur la base des standards internationaux.

A ce titre, aujourd'hui, grâce à la mise en place de cadres adaptés (Maroc, UEMOA notamment), la structuration de fonds de titrisation permet de sécuriser l'investissement des bailleurs de fonds tout en leur assurant un rendement très intéressant par rapport aux taux de placement pratiqués en Europe et aux Etats Unis. De même, les fonds de titrisation sharia compatibles pourraient drainer les investisseurs issus des pays du Golf habitués à souscrire à des certificats de Sukuk.

- Les fonds obligataires mutualisés

Le développement de ces fonds permettraient de réduire le coût élevé de ce type d'opération pour l'entreprise, de rehausser la notation des titres émis (les titres émis obtiennent mutuellement une notation supérieure à la notation moyenne des sociétés participantes du fait de la dispersion des risques) et de proposer des encours assez élevés pour rentrer dans les critères des investisseurs.

- Les véhicules régionaux panafricains

Les investisseurs internationaux étant particulièrement sensibles à la taille critique et la diversification de leurs risques seraient attirés par des véhicules de financement panafricains tels que des fonds thématiques régionaux (infrastructure, immobilier, ...), qui offrent une taille critique et un profil de rendement-risque plus attrayant et plus diversifié que des fonds « mono pays ». Ces véhicules sont développés plus loin.

Tous ces axes de développement relatifs à la captation des investisseurs doivent s'accompagner de mesures transverses liées aux cadres juridiques, légaux, réglementaires, et de gouvernance d'entreprise.

En particulier, il conviendra d'harmoniser les cadres juridique, légal et réglementaire, pour une plus grande cohérence vis-à-vis des investisseurs. Un bon exemple est la création de l'OHADA, qui a permis une harmonisation

progressive du droit des affaires dans 17 pays membres en Afrique et une coopération plus accrue entre les différentes instances. Il s'agira également de prévoir des **mécanismes de recours alternatifs**. A ce titre, le CIMAC (Casablanca International Mediation and Arbitration Center) est typiquement une initiative visant à répondre à cette problématique et à assurer la sécurité des investisseurs. Enfin, il est important que les **moyens des régulateurs soient renforcés** afin qu'ils puissent jouer pleinement leur rôle notamment en termes d'**opérationnalisation des mécanismes de sanctions**.

S'agissant de la **gouvernance d'entreprise**, nous recommandons en priorité la mise en place de bonnes pratiques de gouvernance qui soient lisibles pour les investisseurs :

- la mise en place de **comités spécialisés** (audit, rémunération, etc.) ;
- des **administrateurs indépendants** dans les CA, avec des règles strictes d'éligibilité.

Ces bonnes pratiques devraient être instaurées comme une exigence d'accès au marché. Les États africains devraient servir de modèles en étant les premiers à les mettre en place lors des opérations de privatisations.

3.1.3 PLUS LARGEMENT, DÉVELOPPER LES MARCHÉS FINANCIERS AFRICAINS POUR ENCLENCHER LA DYNAMIQUE VERTUEUSE DE LA DÉSINTERMÉDIATION

La désintermédiation sera d'autant plus importante en Afrique que les marchés financiers seront efficaces, et qu'ils offriront profondeur et liquidité, aux investisseurs comme aux émetteurs.

DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS BOURSIERS ET OBLIGATAIRES, DE LEUR LIQUIDITÉ ET DE LEUR PROFONDEUR

- Dynamisation des marchés actions

En plus de la stimulation des apporteurs et demandeurs de capitaux (1.1 et 1.2), il conviendrait de :

- Diversifier les instruments financiers avec la mise en place, par exemple, d'ETFs, d'OPCI, etc. Une offre de produits plus sophistiqués inciterait les investisseurs à être plus actifs sur les marchés, à la recherche des meilleurs arbitrages et de la meilleure performance et stimulerait nécessairement le marché secondaire. Un élargissement progressif de la gamme des produits et des maturités proposées renforcerait nécessairement la profondeur du marché. La vente à découvert permettrait aussi de soutenir les volumes même en cas de baisse du marché

et d'accroître la liquidité du marché. La vente à découvert doit cependant être encadrée pour assurer la stabilité financière des marchés.

Une étape à venir dans plusieurs pays africains est la mise en place de produits dérivés, permettant de créer un véritable marché de couverture pour les émetteurs et les investisseurs, même si ceux-ci peuvent faire appel à des intermédiaires financiers pour structurer pour leur compte des opérations de gré à gré sur devises ou sur taux d'intérêt.

- Augmenter le flottant en se focalisant en priorité sur l'introduction d'entreprises ayant un poids important, tout en veillant à ne pas faire fuir les PME avec une telle exigence.

- Développement des marchés obligataires

Il conviendrait d'améliorer les conditions de fonctionnement des marchés obligataires, qui restent encore embryonnaires en Afrique:

- la nécessité d'avoir **une courbe des taux efficiente**.

La réactualisation continue de la courbe des taux est un pré-requis fondamental.

Pour aller plus loin, il serait intéressant de construire des courbes de spread de crédit (primes de risques), sur la base de statistiques sur le marché primaire et secondaire (volumes et cours de transactions sur l'ensemble des titres de dette). Les investisseurs pourraient ainsi mieux apprécier le risque de crédit et les émetteurs auraient une vision plus précise du coût de leurs futures émissions ;

- la mise en place de **la notation** comme une condition nécessaire pour tous les émetteurs. Celle-ci devrait être réalisée localement pour être adaptée aux spécificités africaines, c'est-à-dire adaptée en termes de process (plus rapide et légère que pour des grands émetteurs), d'échelle de notation (nécessitant une échelle différente de celle utilisée pour les grands émetteurs des pays matures), et à coût réduit. La **création d'agences de notations africaines indépendantes** devrait être encouragée pour des raisons de coûts, d'existence d'une expertise locale de qualité et de potentiel que représentent les entreprises africaines en quête de financement obligataire. Enfin, on pourrait penser à des **campagnes de notation** qui concerneraient des « promotions » d'entreprises africaines, et qui pourraient être subventionnées par des bailleurs de fonds internationaux.

DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS PRIVÉS

- Le capital-investissement

Le désengagement des fonds de capital investissement se fait fréquemment par introduction en bourse. Ainsi,

les fonds de capital investissement, durant leur cycle d'investissement vont mettre en place des pratiques de bonne gouvernance, transparence, etc, ... qui vont préparer les entreprises investies à se coter en bourse. Le développement d'une telle activité contribuera à augmenter l'offre de papier sur les bourses africaines.

Pour développer ce marché, il y a lieu de mettre en place :

- Un environnement juridique, fiscal et réglementaire propice ;

- Un écosystème avec des professionnels du private equity sur toute la chaîne de valeur.

Ce volet est approfondi dans les recommandations au niveau du continent car nous croyons fortement au développement de fonds de private equity régionaux.

- Le placement privé

Le développement du placement privé en Afrique pourra répondre à une demande exprimée par les investisseurs avertis, pour des produits à rendement leur permettant de diversifier leurs portefeuilles. Cependant, il nécessitera le développement de compétences particulières : il faut assurer des due diligences et, par la suite, mettre en place un suivi régulier, notamment avec les dirigeants des sociétés émettrices.

3.2 Propositions d'axes à considérer de manière intégrée pour le continent africain

L'INTÉGRATION DES MARCHÉS DE CAPITAUX AFRICAINS COMME CATALYSEUR DE LA DÉSINTERMÉDIATION DU FINANCEMENT

L'intégration régionale est une question complexe, qui a besoin d'être appréhendée de manière holistique. Les expériences internationales le démontrent largement : c'est un processus de longue haleine, qui demande un engagement politique fort et une coordination accrue entre les pays. Cependant, selon nous, la forme d'intégration la plus faisable et optimale en termes de coût/avantages/délais est l'intégration financière. **L'intégration financière est un puissant catalyseur pour le développement des marchés de capitaux, et par conséquent de la désintermédiation du financement pour les entreprises.**

Nous n'entendons pas ici par intégration financière, une intégration monétaire qui sous tendrait l'idée d'un marché commun et d'une monnaie unique (libre circulation des biens, des services et des personnes). Par intégration financière, nous entendons plutôt un processus vers une

intégration des marchés de capitaux (via par exemple la création d'une place boursière régionale avec plusieurs antennes) ou encore un marché bancaire régional intégré. Celle-ci pourrait être réalisée essentiellement à travers une coopération accrue, l'harmonisation de la réglementation et moyennant des investissements mineurs.

Plusieurs initiatives africaines en faveur d'une intégration plus accrue de leurs marchés de capitaux ont vu le jour telles que :

- le Conseil de l'Intégration des Marchés de Capitaux Ouest-africains (WACMIC), créé en 2013, sous l'égide de la CEDEAO par les acteurs des marchés de capitaux de la zone communautaire, à savoir, les organes de régulation, les bourses des valeurs mobilières, les dépositaires centraux et les opérateurs du marché financier. Il regroupe le Nigeria, le Ghana, la Sierra Leone, le Cap Vert et les huit pays de l'UEMOA. L'un des principaux objectifs du WACMIC est l'intégration des marchés de capitaux des pays de la communauté des états de l'Afrique de l'ouest (CEDEAO) ;
- le « *Finance and Investment Protocole* » (FIP) dans la zone SADC avec pour objectifs de capturer une part plus grande des investissements internationaux et interrégionaux en améliorant « *l'environnement business* » et encourager la coopération, la coordination et l'harmonisation des secteurs financiers des pays membres. Le FIP a été signé par les 14 pays membres de la SADC et a contribué, notamment, à accroître l'intégration des marchés de capitaux et des places boursières au sein de la zone en donnant par exemple le droit aux pays signataires de lever du capital sur le marché sud-africain ou encore en supprimant les restrictions de trading sur les marchés entre les pays ;
- des accords de coopération entre les autorités de marchés des capitaux au sein de la Communauté d'Afrique de l'Est (CEA) et la mise en place de cotations croisées entre les bourses de valeur de cette zone ;
- des accords de coopération mettant en jeu plusieurs régions comme ceux liant l'autorité de régulation des marchés de capitaux marocain (CDVM) à ses homologues de la zone UEMOA (CREPMF) et CEMAC (COSUMAF) visant la coopération technique, l'assistance mutuelle et l'échange d'informations en vue d'assurer la protection des investisseurs et de promouvoir l'intégrité, la transparence et le bon fonctionnement des marchés financiers.

Néanmoins, force est de constater que ces processus n'avancent pas suffisamment et n'ont pas permis d'atteindre les objectifs escomptés : pris individuellement,

les systèmes financiers de la plupart des pays membres de ces régions restent faiblement développés et leurs tailles encore restreintes.

L'intégration des marchés de capitaux africains pourrait prendre plusieurs formes en fonction du niveau d'intégration envisagé :

1. a minima, une coopération technique autour de places boursières indépendantes, et une convergence des cadres réglementaires à travers une coopération entre instances de régulation ;
2. dans un deuxième temps, des partenariats avancés autour d'un réseau régional de places boursières : une convergence entre plateformes, l'harmonisation des règles de bon fonctionnement des marchés, des doubles cotations facilitées, la facilitation des conditions d'accès pour les acteurs... ;
3. dans un stade ultime, un marché unifié autour d'une bourse régionale unique et plusieurs plateformes ; Celle-ci permettrait notamment de :
 - améliorer l'infrastructure financière, créer des organismes financiers régionaux (par ex les bourses de valeurs régionales) et accélérer la sophistication des instruments de financement ; cela accélérerait l'émergence de marchés financiers efficaces et performants plus à même d'attirer les investisseurs internationaux et de mobiliser l'épargne régionale ;
 - réaliser des économies d'échelle ;
 - accélérer le rythme des réformes entreprises au niveau national ainsi que les modes de gouvernance d'entreprises en favorisant un partage d'expertise mutuellement favorable ;
 - augmenter l'attrait économique et la visibilité de la région au niveau international par la constitution d'un bloc homogène de taille significative, ce qui favoriserait les IDE.

LA MISE EN PLACE DE VÉHICULES DE FINANCEMENT PANAFRICAINS : UN AXE DE DÉVELOPPEMENT MAJEUR

Le développement des fonds d'investissements panafricains nécessite :

- un environnement juridique, fiscal et réglementaire approprié. A ce titre, le continent africain est encore fragmenté avec plusieurs systèmes juridiques et réglementaires. Certaines places ont choisi de faire des fonds d'investissement régionaux un axe de positionnement majeur. C'est le cas de Maurice ou encore de Casablanca, qui, grâce à la mise en place d'un cadre spécifique, a pu attirer des grands fonds panafricains tels qu'Africa 50 ;
- un écosystème adapté avec toute la chaîne de valeur et un marché local qui soit significatif : infrastructure de services (juridique, fiscale, administration de fonds...),

accès aux investisseurs, pool de compétence avec un track record dans le capital investissement panafricain ;

- des possibilités de sortie notamment à travers les bourses africaines ; les fonds régionaux peuvent d'ailleurs faire appel à la fois au marché actions mais également obligataire, ce qui est de nature à les dynamiser ;
- un doing business régional qui soit favorable, ce qui signifie une facilitation des investissements transrégionaux, la multiplication des conventions de non double imposition entre pays africains et des accords de promotion et de protection des investissements.

Il est important que ces fonds panafricains soient domiciliés en Afrique et que les sociétés de gestion qui les gèrent le soient également pour une appréciation plus juste des opportunités et des risques encourus, et une allocation optimale des ressources⁴⁹.

A titre d'exemple, Africa50, fonds emblématique lancé par la BAD, domicilié à Casablanca Finance City, est une initiative continentale dédiée aux projets d'infrastructure en Afrique. L'objectif est de mobiliser l'épargne africaine qui servira de catalyseur pour le financement du secteur privé.

Africa50 entend faire office de « guichet unique », offrant une solution globale depuis le développement des projets jusqu'à leur financement, ce qui est de nature à accroître le nombre de projets d'infrastructures rentables en Afrique. L'ambition d'Africa 50 est de mobiliser 100 Md\$ à terme pour le financement de projets d'infrastructures.

LA MISE EN PLACE D'UN CENTRE DE RECHERCHE

L'idée serait de créer un centre de recherche mêlant les institutions académiques, les chercheurs et les acteurs économiques ayant pour mission de développer des solutions innovantes pour la finance africaine, et aboutir à terme à la création de **centres de formation / écoles d'excellence à l'échelle régionale**.

Parmi les principales missions de ce centre :

- développer la communication et les échanges entre les experts académiques et les acteurs économiques africains de l'industrie financière (banque, finance, assurance, gestion d'actifs..) ;
- diffuser, partager et développer la recherche académique et l'innovation en finance ;
- contribuer à améliorer la qualité de l'enseignement, de la formation dans les domaines de la finance ;

Dans le cadre de la réalisation de ses missions, le centre de recherche pourrait procéder en particulier à :

- des publications régulières sur les enjeux africains en économie et en finance par exemple ;
- l'organisation de plusieurs événements destinés à sensibiliser les acteurs des marchés financiers africains sur des problématiques actuelles ;
- l'alimentation d'un site média dédié à la recherche et à l'actualité économique et financière.

Pour commencer, ce centre de recherche pourrait notamment se pencher sur l'innovation financière et ce qu'elle génère comme nouveaux canaux de financement. En effet, l'innovation financière induite par la révolution technologique actuelle va dans le sens d'une désintermédiation progressive du financement des entreprises dans le monde mais aussi en Afrique, avec l'apparition de nouveaux canaux de financement direct (crowdfunding, peer-to peer lending)...

LA CRÉATION D'UN OBSERVATOIRE DU FINANCEMENT

Pour réaliser ce rapport, il a été particulièrement difficile de réunir des données sur les secteurs financiers africains et sur le financement des entreprises. Par conséquent nous proposons de créer un observatoire du financement africain dont l'objectif serait de mettre en place une base de données d'informations financières sur les marchés financiers et les sociétés africaines.

Les principales missions de cet observatoire seraient de :

- dresser le panorama du financement des entreprises en Afrique. Il s'agira de collecter, analyser et diffuser les données statistiques sur le financement des entreprises en Afrique, et plus largement sur l'écosystème financier en Afrique ;
- réaliser des études, rapports et publications régulières visant à améliorer la connaissance des modes et sources de financement des entreprises en Afrique ;
- mettre en place un outil, qualitatif et quantitatif, de suivi et d'analyse des données statistiques ;
- créer un espace d'échanges et de rencontres des acteurs de l'écosystème financier.

Cet observatoire réunirait des représentants des fédérations professionnelles, des autorités du secteur financier, ainsi que les principaux pourvoyeurs de statistiques nationaux.

⁴⁹ African Private Equity Venture Capital Association (AVCA), La recherche de rendements : les opinions des investisseurs sur le private equity en Afrique, 2014

Axes de développement au niveau des pays

INVESTISSEURS	MARCHÉS FINANCIERS	ENTREPRISES
<p>MOBILISATION DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS</p> <ul style="list-style-type: none"> - réforme sectorielle des systèmes d'assurance et de prévoyance (modernisation des cadres réglementaires, conditions d'investissement, cadre fiscal de long terme...) - stimulation de l'asset management <p>STIMULATION DE L'ACTIONNARIAT INDIVIDUEL</p> <ul style="list-style-type: none"> - développement de l'épargne à long terme des particuliers (PEA...) - développement d'une culture financière <p>CAPTATION DES INVESTISSEURS INTERNATIONAUX</p> <ul style="list-style-type: none"> - cadre légal et réglementaire et efficient - intégration financière pour masse critique <p>MISE EN PLACE DE VÉHICULES DÉDIÉS</p> <ul style="list-style-type: none"> - véhicules de titrisation - fonds obligataires mutualisés - véhicules régionaux panafricains 	<p>DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS ACTION ET OBLIGATAIRE</p> <ul style="list-style-type: none"> - dynamisation des marchés actions: diversification des instruments financiers (ETFs, OPCV...); à terme lancement des dérivés - développement des marchés obligataires: courbe des taux efficiente, notation des émetteurs <p>DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS PRIVÉS</p> <ul style="list-style-type: none"> - capital investissement: cadre légal, réglementaire et fiscal; développement d'un écosystème d'experts du private equity - placement privé: professionnalisation des acteurs 	<p>DÉVELOPPEMENT DES ÉMISSIONS ÉTATIQUES</p> <ul style="list-style-type: none"> - marchés actions: accélération des privatisations - marchés de la dette : développement de marchés primaire et secondaire liquides et transparents (réactualisation continue de la courbe des taux) <p>DÉMARCHAGE PROACTIF DES ÉMETTEURS SUR LES MARCHÉS ACTION ET DETTE</p> <ul style="list-style-type: none"> - actions de prospection et de communication - accompagnement et conseil <p>MISE EN PLACE DE CONDITIONS INCITATIVES</p> <ul style="list-style-type: none"> - adaptation des conditions d'accès des PME (compartiments dédiés)
<p>DÉVELOPPEMENT DES CADRES JURIDIQUE, LÉGAL ET RÉGLEMENTAIRE</p> <ul style="list-style-type: none"> - mise en place de mécanismes de recours alternatifs - opérationnalisation des mécanismes de sanction des régulateurs 	<p>RENFORCEMENT DE LA GOUVERNANCE</p> <ul style="list-style-type: none"> - comités spécialisés (audit, rémunération, etc...) - administrateurs indépendants dans les CA, avec des règles strictes d'éligibilité 	

Axes de développement au niveau du continent africain

<p>INTÉGRATION DES MARCHÉS DE CAPITAUX AFRICAINS</p> <ul style="list-style-type: none"> - développement d'un réseau régional de marchés financiers : convergence entre plateformes, double cotations, facilitations des conditions d'accès,... - signature d'accords de partenariats en fonction du niveau de coopération et d'intégration souhaités - création d'un comité de suivi régional en charge de la coordination et du suivi des différents chantiers liés à l'intégration 	<p>DÉVELOPPEMENT DE VÉHICULES DE FINANCEMENT PANAFRICAINS</p> <ul style="list-style-type: none"> - fonds thématiques régionaux offrant une taille critique et un profil de rendement-risque attrayant
	<p>CRÉATION D'UN OBSERVATOIRE DU FINANCEMENT</p>
	<p>MISE EN PLACE D'UN CENTRE DE RECHERCHE</p>

Bibliographie

- AFRICAN PRIVATE EQUITY VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (AVCA), 2014,
« *La recherche de rendements : les opinions des investisseurs sur le private equity en Afrique* »
- ARTUS Patrick et Bei XU, 2014,
« *Les deux conditions d'apparition du shadow banking* »
- AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), 2013,
« *Cartographie 2013 des risques et tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne.* »
Risques et Tendances, n°13, AMF
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2014,
« *Changing Face of Financial Intermediation and Lessons for Central Banks* », SHIN, Hyun Song
- BANQUE AFRICAINE DE DEVELOPMENT, 2011,
« *Le développement du secteur privé comme moteur du développement économique en Afrique* »
- BANQUE AFRICAINE DE DEVELOPMENT, 2011,
« *Le financement du secteur privé en Afrique* », Rapport sur le développement en Afrique
- BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, 2015,
Statistical Data Warehouse : <http://sdw.ecb.europa.eu/>
- BANQUE ET STRATÉGIE, mai 2013,
« *Les groupes bancaires africains accélèrent leur mutation en silence* », LHONNEUR Yoann, n°34
- BANQUE MONDIALE, 2014,
« *Global Financial Development Report 2014 : Financial Inclusion* »
- BANQUE MONDIALE, 2015.
Base de données de la Banque mondiale : [http:// data.worldbank.org/](http://data.worldbank.org/)
- CFNEWS MAGAZINE, novembre 2014,
« *Le private equity africain à l'âge de raison* »
- Flash économique, NATIXIS, 2 avril 2014 [en ligne]
Disponible sur : <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=76006>
- GOLAZ Valérie, 2012,
« *L'Afrique, un continent jeune face au défi du vieillissement* »
- JEFFERS Esther et Dominique PLIHON, juillet-août 2013,
« *Le shadow banking system et la crise financière* », Cahiers français n° 375,
http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/libris/3303330403754/3303330403754_EX.pdf

JEUNE AFRIQUE, 2015,
« 500 plus importantes entreprises africaines »

LA REVUE DE PROPARCO, 2014,
« Les marchés financiers en Afrique : véritable outil de développement? », RIGOUZZO, Luc

LA REVUE DE PROPARCO, mars 2010,
« L'actionnariat populaire en Afrique, un outil tant politique que financier », Laurent DEMEY

LES ECHOS, 28 juillet 2014,
« Boom des émissions obligataires en Afrique sub-saharienne », BENITEZ, Laura

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE, 2013,
« Financial globalization: Retreat or reset »

PARIS EUROPLACE, 2013,
« Financement des Entreprises et de l'Économie Française : pour un retour vers une croissance durable »,
Groupe de travail FINECO

PARIS EUROPLACE, 2014,
« Financement des PME/ETI par les produits de dette : nouvelle propositions », Groupe de travail Financement des PME

POPULATION & SOCIÉTÉS, Juillet-août 2012, Numéro 491,
https://www.ined.fr/fichier/s_rubrique/19159/491.fr.pdf

PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2015,
« Africa Asset Management 2020 »

PRIVATE EQUITY GROWTH CAPITAL COUNCIL, 2015
<http://www.pegcc.org>

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE, juin 2015,
« Les nouveaux acteurs de la Finance », de VAUPLANE, Hubert

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE, N°114, 2014,
« Les fonds d'investissement : Une source essentielle de capitaux à long terme pour les entreprises africaines »,
RIGOUZZO, Luc

STANDARD & POOR'S, 2014,
« Global Bank Disintermediation Continues as Corporate Borrowing Needs Outpace Banks' Capacity »

The AFRICA REPORT, 2013.
Africa's Top 200 Banks

The AFRICA REPORT, 2014.
Finance special edition, septembre 2014

The BOSTON CONSULTING GROUP (BCG), 2014,
« Market sizing database, Global Asset management 2014 »

The BOSTON CONSULTING GROUP (BCG), 2014,
« Steering the Course to the growth, Global Asset management »

The BOSTON CONSULTING GROUP (BCG), 2015,
« Sparking growth with go-to-market excellence, Global Asset management »

