

Membre de la BRVM

CGF BOURSE

Société de gestion et d'Intermédiation agréée

LETTRE MENSUELLE

N° 86 - Novembre 2006

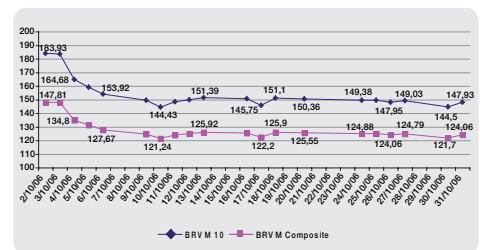
ANALYSE BOURSIERE

Une chute vertigineuse des indices boursiers

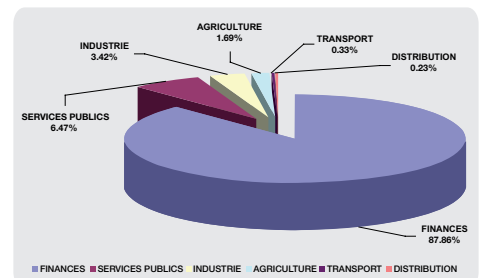
Le marché boursier de l'UEMOA est marqué au mois d'octobre 2006 par une chute vertigineuse des indices boursiers. En effet, l'indice **BRVM 10** perd 19,57%, à 147,93 points et le **BRVM Composite** recule de 16,07%, à 124,06 points. Cette importante régression des indices boursiers s'explique par la baisse des cours de cinq titres du BRVM 10 à savoir, ETIT (-38,18%), PALM CI (-16,67%), SITAB CI (-6,74%), CIE CI (-2,96%) et SAPH CI (-0,60%). La chute conséquente de l'action Ecobank Transnational Incorporated (ETI) a entraîné avec elle tous les indices.

A la fin du mois d'octobre 2006, la **capitalisation boursière** des valeurs de l'indice **BRVM 10** enregistre une hausse de 54,09%, à 1 835 milliards de Fcfa. Elle est principalement tirée par l'entrée dans l'indice, le 02 octobre (révision trimestrielle), du titre ETIT avec 611 003 548 actions représentant, au 31 octobre, une capitalisation de 788 305 949 620 Fcfa, soit 39,62% de la capitalisation des titres composant l'indice. Celle des titres de l'indice **BRVM Composite**, affectée par la chute de la valeur ETIT, connaît une baisse de 16,08%, à 2 274 milliards de Fcfa. **Le marché obligataire** affiche un léger repli de 0,07% pour 292,6 milliards de Fcfa de capitalisation.

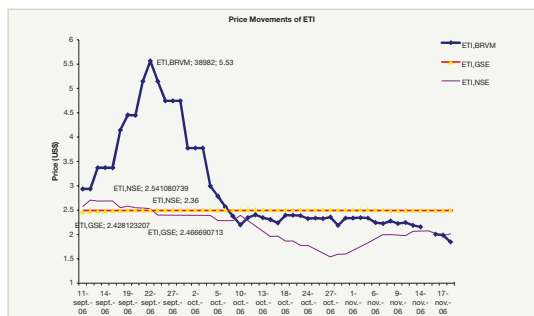
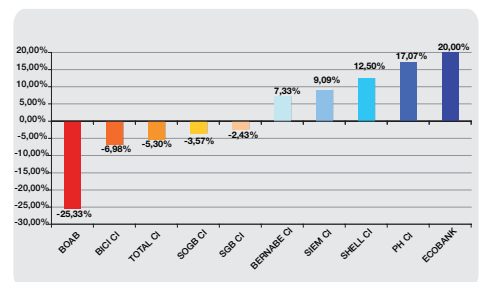
Evolution des indices - Octobre 2006



Volumes sectoriels - Octobre 2006



Plus fortes baisses / hausses - Octobre 2006



Le secteur « **Finances** », avec un volume échangé de 253 600 titres, conserve la première place grâce au titre ETIT qui, malgré une moins-value de 38,18%, transige pour 252 058 actions, soit 99,39% du volume sectoriel et 87,86% du volume global mensuel.

Le secteur « **Services publics** » remonte à la deuxième place en totalisant 18 669 actions transigées. Le titre SONATEL, avec une légère

hausse de son cours de 1,14%, reste en tête avec 18 133 actions échangées, soit 91,13% du secteur. Son cours de clôture, au terme du mois, s'affiche à 89 000 Fcfa.

Le secteur « **Industrie** » transige pour 9 877 actions et enregistre les plus importantes plus-values avec NESTLE CI qui gagne 37,44%, passant de 30 050 Fcfa à 41 300 Fcfa. SMB CI affiche une hausse de 14,54%, à 48 000 Fcfa et CROWN SIEM CI progresse de 6,67%, passant de 30 000 Fcfa à 32 000 Fcfa.

Le secteur « **Agriculture** » se retrouve à la quatrième place du marché avec 4 869 titres échangés dont 4 490 actions SAPH CI, soit 92,22% du secteur.

Le secteur « **Transport** » présente un volume de transaction de 949 titres. L'action SDV CI, avec 532 actions transigées, occupe 56,06% du volume sectoriel.

Le secteur « **Distribution** », dernier de la classe, totalise un volume négocié de 676 titres. PEYRISSAC CI gagne 21,28%, à 45 600 Fcfa pour seulement 21 titres transigés.

Le **compartiment obligataire** enregistre 134 683 titres échangés pour une valeur globale de 1 346 562 054 Fcfa. On note, sur ce compartiment, quelques grosses opérations avec les lignes « CEB 6,5% 2003-2010 », « BOAD 5% 2005-2013 » et « PAD 6,5% 2004-2011 » qui transigent, respectivement, pour 500 000 000 Fcfa le 11/10, 230 070 000 Fcfa le 17/10 et 500 350 000 Fcfa le 27/10.

CGF BOURSE

Certifié ISO 9001 : 2000 par



1ère SGI Ouest africaine certifiée ISO 9001 version 2000

THEME DU MOIS

Capital-risque, capital-investissement en Afrique : un secteur en pleine expansion malgré un contexte général peu favorable aux entrepreneurs africains

Le capital-risque ou capital-investissement fait partie de ces nouveaux métiers de la finance récemment introduits sur le continent africain. Les premières initiatives dans ce domaine datent des années 90 avec la création de FIARO à Madagascar et de la SPPI en Tunisie. En 1992, la Compagnie Bancaire de l'Afrique Occidentale (CBAO) créa SENINVEST et, en 1994, la Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD) mit en place CAURIS INVESTISSEMENT dont la vocation est d'opérer dans l'ensemble des pays de l'espace UEMOA. En juillet 2005, le fonds AWAFF (Aureos West Africa Fund) démarre ses activités à Dakar à travers son bureau conseil, Aureos Senegal Adviser. Le Fonds AWAFF est un fonds d'investissement régional dont les activités couvrent les pays de la CEDEAO, principalement le Nigeria, le Ghana et le Sénégal. Le fonds AWAFF a été constitué à l'île Maurice avec une capitalisation totale de 50 millions de dollars US (27,5 milliards de Fcfa). On note également la présence, à Dakar, de AfriCap Microfinance Fund (AfriCap) qui est un fonds d'investissement au capital de 15 millions de dollars US (environ 7,2 milliards de Fcfa), dédié à la microfinance en Afrique. Le Fonds AfriCap, avec sa base opérationnelle située à Dakar, investit, en Afrique, dans un nombre limité d'Institutions de Micro-Finance (IMF) émergentes et engagées à assurer leur viabilité commerciale.

On retrouve la plupart des sociétés de capital-risque africaines au Maroc (SICAR du Groupe STB, Capital Invest...), au Cameroun (CENAINVEST, SAPA, FE SAMUELS...), au Ghana (AFRICINVEST, GREENWICH trust Limited...) et surtout en Afrique du Sud (AFIG, AIG Global Investment Group...). Par ailleurs, il faut noter que les fonds anglo-saxons sont plus présents en Afrique et profitent davantage de ces opportunités d'investissement offertes par ce type de financement d'entreprise dont l'avenir est prometteur dans notre zone.

Des facteurs objectifs sont à l'origine de l'intérêt sans cesse grandissant des décideurs économiques et des organes de développement de l'Afrique de l'Ouest pour ce type de mécanisme financier. En effet, on observe que le tissu productif de tous les pays de la zone est dominé par des PME/PMI qui souffrent essentiellement de déficits chroniques de fonds propres, de faiblesses dans leur management, de manque d'actifs pour sécuriser les crédits bancaires et d'absence d'innovation technique. Un mécanisme tel que le capital-risque dont le but avoué est de financer les PME/PMI en leur apportant dans un même "package" les fonds propres, une assistance en management, les possibilités d'accès à de nouveaux marchés et à de nouvelles technologies constitue, à l'évidence, une des réponses les plus complètes et les mieux adaptées aux besoins de ces structures. Cette situation, associée à la réticence des banques à faire du crédit aux PME/PMI et à la faiblesse de l'intervention des institutions de financement de développement, pousseront les organes multilatéraux de financement et les autorités en charges du développement de la zone, à initier des actions de promotion des mécanismes alternatifs au financement bancaire que sont les marchés financiers et le capital-risque.

Ainsi, la Banque Mondiale soutient le programme de développement du Marché Financier de l'UEMOA mis en œuvre

par le Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF) et concernant la formation des différents acteurs et les réformes à introduire pour une meilleure dynamisation. Considérant que le capital-risque en Afrique est un secteur en pleine expansion, l'association African Venture Capital Association (AVCA) a tenu la 6^{ème} édition de sa conférence annuelle à Dakar, du 05 au 07 novembre 2006 à Dakar, au Sénégal, autour du thème central « Le développement des fonds d'investissement en Afrique de l'Ouest ». Plus de 350 délégués, 40 intervenants de très haut niveau ainsi que des organisations africaines et internationales intervenant dans le secteur du capital-risque, capital-investissement ont pris part aux travaux. SAR Prince Michael de Kent en était l'un des principaux invités d'honneur. AVCA gère des actifs en capital-risque / capital-investissement supérieurs à 5,5 milliards d'euros (environ 3 607,8 milliards de Fcfa).

L'intervention des sociétés de capital-risque / capital-investissement obéit à un certain nombre de critères relatifs à la crédibilité et à la rentabilité du projet. Le critère le plus déterminant pour la réussite d'un projet, mais le plus difficile à évaluer, est la qualité des promoteurs qui assureront la gestion de l'entreprise. La société de capital investissement cherchera à estimer, dans la carrière passée des dirigeants, leur capacité à lancer, développer et gérer une entreprise, à s'entourer de compétences et à faire face aux situations imprévues ou de crise. Or, les entreprises africaines ont souvent tendance à ne reposer que sur un seul homme dont la disparition remet en cause la pérennité de l'organisation. On constate aussi, parfois, un manque de clarté dans la motivation des partenaires dans les cas de joint-ventures.

La société de capital-investissement se prononce sur un plan de développement (business plan) qui doit décrire le projet et chiffrer les perspectives d'activité et de rentabilité selon différents hypothèses. En Afrique, les dossiers soumis révèlent trop souvent une insuffisante prise en compte de l'environnement par les entrepreneurs : faiblesse de l'Etat et comportement des autorités, insuffisance des infrastructures, imprécision du cadre réglementaire (taxes, protections illusives, pratiques frauduleuses de la concurrence), manque de visibilité de la politique économique et instabilité monétaire.

Les perspectives d'activité doivent être fondées sur des études de marché concrètes et rigoureuses alors que les dossiers qui sont présentés par les entrepreneurs africains sont généralement faibles sur ces points : comportement du consommateur, conditions du marché, réseaux de distribution, concurrence informelle ou internationale, régulière ou frauduleuse.

Le plan de développement inclut des prévisions financières détaillées. Il s'agit de produire un plan de financement avec les différentes ressources financières qu'il sera nécessaire de mobiliser et l'origine de ces ressources. Là aussi, les dossiers financiers se révèlent souvent peu fiables en raison d'une mauvaise évaluation des besoins de financement du cycle d'exploitation : ceux-ci sont souvent sous-estimés et les projets d'entreprise sont alors fragilisés dès leur démarrage.

Les propriétaires de l'entreprise doivent valoriser leur société et réfléchir à la part de capital et de pouvoir qu'ils proposent à la société de capital-risque. La durée souhaitée de la prise de participation ainsi que les possibilités de sortie feront partie des critères de choix. Des documents juridiques de type protocole d'actionnaires, contrat de souscription, promesse de rachat, contrat d'investissement... fixeront les principales conditions du partenariat entre les propriétaires de l'entreprise et la société de capital-investissement.

Rappelons que le capital-risque ou capital-investissement est une technique de financement du haut de bilan des entreprises à fort potentiel de croissance par des ressources propres minoritaires et temporaires. La société de capital-risque recherche le profit maximum sous forme d'une plus value au moment de la cession. Elle joue le rôle d'un partenaire proche de l'entreprise en accompagnant son intervention financière de conseils et d'appui en terme de conseil stratégique, aide au recrutement des cadres principaux, voire de rapprochement avec d'autres entreprises. Le capital-risque finance l'entreprise en lui procurant des ressources qui viendront renforcer ses fonds propres. La société de capital-risque, en tant qu'actionnaire, ne bénéficie pas de garanties pour son intervention et en cas de liquidation de l'entreprise, elle n'est pas assimilée aux créanciers prioritaires. Compte tenu de ces risques importants, le capital-risque / capital-investissement ne peut s'intéresser qu'aux projets d'entreprises porteurs d'une forte croissance actuelle ou potentielle du chiffre d'affaires, des parts de marché et surtout de la rentabilité.

La société de capital-investissement a pour objectif de céder sa participation dans sa totalité ou, plus rarement, partiellement dans un délai de 3 à 7 ans dans la zone d'intervention. La principale rémunération de la société de capital-investissement s'effectue sous forme de plus value lors de la cession (appelée aussi "sortie") de la participation. Mais elle recherchera un rendement régulier sous forme de dividendes, produits financiers, quand les conditions de sortie apparaissent difficiles. Pour mieux appréhender les conditions de fonctionnement des sociétés de capital-risque / capital-investissement, il convient de noter les spécificités suivantes :

- Les sociétés de capital investissement ne sont pas des banques : en effet, la banque recherche la liquidité, le remboursement en fine de ses concours, la sécurité et se contente d'une rémunération déterminée ou déterminable. La société de capital investissement recherche une forte croissance et un profit proportionnel au risque encouru. Elle ne dispose d'autre garantie que le succès du projet.
- Les risques encourus sont très élevés : La rentabilité d'une société de capital investissement est aléatoire et dépend des conditions de sortie de quelques opérations. Il est donc difficile de trouver des investisseurs.
- Le taux de sélection des dossiers est élevé : la réussite des sociétés de capital investissement repose sur une sélection rigoureuse des dossiers. Un chef d'entreprise ne doit donc pas s'étonner s'il essuie un refus. La décision d'investir ou non ne repose pas seulement sur la qualité du projet mais dépend aussi de la philosophie d'intervention de la société de capital investissement et des perspectives de profits dégagés par rapport aux risques encourus.

Suite à la page 4

LU POUR VOUS

L'éducation, accélérateur de croissance

Tous les pays sont unanimes à reconnaître que le niveau d'éducation est un catalyseur de la croissance. Presque partout, l'éducation est devenue un slogan de campagne électorale. En Angleterre, Gordon Brown, le successeur pressenti de Tony Blair, le Premier Ministre britannique, ne prononce pas un discours sans rappeler l'importance de l'éducation pour l'économie de son pays. En France, l'éducation est devenue, pour les parents soucieux de l'avenir de leurs enfants, une priorité et sera l'un des thèmes majeurs de la campagne présidentielle de 2007.

Selon Barbara Ischinger, Directrice de l'éducation à l'OCDE, « *en moyenne, une année supplémentaire d'éducation pour la population d'un pays augmente la production de richesse de 3 à 6% à long terme, au sein de l'OCDE* ». L'impact positif est ressenti au bas de l'échelon pour les pays qui ont déjà un bon niveau, comme la France. Ainsi, on peut considérer plusieurs mécanismes :

D'abord, la population susceptible de trouver un emploi s'accroît. Daniel Grant, Responsable du Centre « European Policy Studies », considère que le taux d'emploi est moins élevé dans l'Europe des Quinze qu'aux Etats-Unis, mais que l'écart correspond assez précisément à la différence de niveau d'éducation. En d'autres termes, il y a, relativement, plus de personnes diplômées outre-atlantique. Or, pour le même niveau de formation, le taux d'emploi est presque le même des deux côtés de l'Atlantique.

Ensuite, plus le niveau éducatif de l'environnement de travail est élevé, plus on est productif. « *De nombreux travaux empiriques l'ont montré : l'éducation des uns rend les autres plus productifs* » révèle Marc Ferracci, chercheur au CREST (le laboratoire de l'INSEE) et à l'UNEDIC.

Enfin, les nouvelles théories de la croissance, comme celle développée par Paul Romer, Professeur à Stanford, enseignent que se sont surtout l'innovation et l'adaptation technologique qui tirent la productivité dans les économies développées. Or, celles-ci dépendent beaucoup du système éducatif, de sa capacité à former des chercheurs efficaces et des personnes flexibles, en mesure d'assimiler, rapidement, les méthodes et les techniques nouvelles.

Dans un tel contexte, la préoccupation des politiques est de mobiliser au mieux les ressources publiques pour une plus grande efficacité de l'éducation. Cependant, les chercheurs considèrent que ce choix est difficile car il faut d'abord évaluer le niveau d'éducation qui a le plus besoin d'être renforcé. Selon Marc Ferracci, il est plus porteur d'investir dans la formation des jeunes enfants de milieux défavorisés que dans celle des adultes. Ce principe est confirmé par plusieurs expériences, notamment américaines comme le « Perry Pre-school Program ». Néanmoins, « *pour qu'un programme soit efficace, il faut éviter le saupoudrage et avoir une action très ciblée* », avertit Marc Ferracci, rappelant l'expérience des ZEP (Zones d'Education Prioritaire) en France qui, trop nombreuses, ne concentrent pas assez de moyens.

D'un autre côté, les économistes soutiennent l'investissement dans l'enseignement supérieur surtout en France, dans l'université, pour développer la recherche et impulser l'innovation.

Suite à la page 4

- Le succès des sociétés de capital-risque dépend de la qualité et de la motivation des équipes qui les dirigent. Ce sont des spécialistes du développement de l'entreprise, parfois eux-mêmes anciens entrepreneurs. Les rémunérations sont indexées sur les résultats obtenus (bonus de performance).

Globalement, l'accès limité au financement constitue un obstacle majeur au développement des PME/PMI en Afrique dans la mesure où les banques commerciales sont frileuses lorsqu'il s'agit de prêter à des entreprises perçues comme très risquées. L'épanouissement du capital-risque / capital-investissement comme alternative aux sources de financement classiques des PME/PMI exige un certain nombre de conditions favorables :

- une situation macroéconomique stable et en croissance encourageant les initiatives privées ;
- un cadre juridique adéquat qui maîtrise le droit des sociétés (dont les droits des minoritaires), qui permet de gérer les conflits et qui ne soit pas trop pénalisant sur le plan fiscal (plus-values, régime des sociétés mères, double imposition...) ;
- un contexte culturel qui valorise l'esprit d'entreprise, le goût du risque et l'enrichissement personnel comme une valeur positive dans la société ;
- la compréhension de la problématique du long terme (un dossier se dénoue en 2 à 6 ans, parfois 7 à 10 ans) impliquant une confiance dans le futur ;
- le non interventionnisme de l'Etat qui doit se contenter d'être un facilitateur ;
- la présence d'un marché financier actif, liquide et entrepreneurial.

Par ailleurs, au niveau international, la bataille pour une éducation de qualité est lancée. « *L'éducation pourrait être le 1^{er} poste d'exportation du Royaume-Uni, devant les soins médicaux et les industries créatives ou les services financiers* » affirme Gordon Brown. Les Etats-Unis, le Canada, l'Australie, Singapour (qui veut être la plate-forme universitaire de l'Asie) sont dans le même sillage.

Cependant, l'offre de formation doit permettre « *une adéquation entre les besoins des entreprises et les capacités des salariés présents sur le marché du travail* », insiste Vanessa Wisnia-Weill du Conseil d'Analyse Stratégique (France). Faute de quoi, le niveau d'étude n'améliore pas l'emploi, comme c'est le cas en France. Selon Philippe Aghion, Professeur à Harvard, il faut définir les critères de classement des universités alors que pour Martin Carnoy, Professeur à Stanford, c'est la qualité des enseignants qui est déterminante. Certains recommandent alors de laisser les élèves choisir et noter les enseignants pour faire la différence ou militent pour une rémunération différenciée. D'autres, comme le Professeur catalan, Andreu Mas Colell, misent sur une grande concurrence entre universités pour les stimuler. Certains préconisent le rapprochement avec le secteur privé ou l'augmentation des droits d'inscription, quitte à offrir des bourses assez substantielles.

La prise de conscience est générale comme on le note en France et où le débat est lancé depuis la publication du rapport Aghion-Cohen. « *Plus personne ne songerait à réduire le budget de l'enseignement supérieur* », se félicite Philippe Aghion. « *L'Agence nationale pour la recherche que nous recommandions a été créée* », estime Elie Cohen qui regrette que le mouvement ne soit pas plus rapide en France et reste confiné au sein d'un groupe de travail de l'Institut Montaigne.

*Synthèse de l'article de Sophie FAY
Le Figaro du lundi 9 octobre 2006*

ANNONCES

• Evénements sur valeurs (ESV)

26 novembre 2006 : Paiement des coupons d'intérêt semestriels de l'emprunt obligataire privé « SHELTER AFRIQUE 6% 2004-2009 » de la Société pour l'Habitat et le Logement Territorial en Afrique (SHELTER AFRIQUE).

• Vie des émetteurs

- La BOA Bénin porte son capital à 7,5 milliards de Fcfa

La Bank Of Africa - Bénin (BOAB) a procédé, depuis le 09 novembre 2006, à l'augmentation de son capital par apport en numéraire d'une valeur de 500 millions de Fcfa. L'opération a entraîné la création de 50 000 actions nouvelles cédées, par Offre Publique de Vente (OPV), au prix de 37 000 Fcfa par action. Ce qui a porté le capital de la BOAB à 7,5 milliards de Fcfa contre 7 milliards de Fcfa précédemment. Un droit appelé "Droit Préférentiel de Souscription" est attaché à chacune des actions anciennes afin de permettre l'acquisition, à titre irréductible, des actions nouvelles selon le rapport de souscription suivant : 1 action nouvelle pour 14 actions anciennes. A la clôture de la séance de cotation du jeudi 02 novembre 2006, la valeur théorique du droit préférentiel de souscription (DPS) était de 70 Fcfa. Le cours Ex-droit de l'action BOA-Bénin est de 37 930. Depuis vendredi 09 novembre 2006. Le DPS est inscrit à la cote de la BRVM sous le sigle BOAB.DS3.

- Première cotation de l'emprunt obligataire "TPCI 6,50% 2006-2009"

La première cotation de l'emprunt obligataire du Trésor Public de l'Etat de Côte d'Ivoire, dénommé "TPCI 6,50% 2006-2009" aura lieu le vendredi 08 décembre 2006. L'emprunt obligataire "TPCI 6,50% 2006-2009" a porté sur un montant de 84,2 milliards de Fcfa et l'objectif est de financer des projets d'investissements publics. La diffusion de l'emprunt obligataire "TPCI 6,50% 2006-2009" dans le public ayant eu lieu du 30 mai au 14 juillet 2006 au prix de 10 000 Fcfa par obligation, la procédure d'introduction qui sera retenue pour la première journée de cotation est la procédure ordinaire. Ainsi, le premier cours de négociation sera déterminé par la confrontation des ordres d'achat et de vente de la clientèle via les SGI. Le symbole adopté pour les transactions sur le titre est TPCI.05.