

LA COMPLIANCE EN AFRIQUE

XX

Intégration des règles de bonne gouvernance par les fonds de capital investissement en Afrique



RAFIK MZAH,
Chief Legal Officer,
AfricInvest

SORAYA OUERTANI,
Legal Counsel,
AfricInvest

Adopting sound corporate governance rules for private equity funds is critical for private equity fund managers as Africa is still outside the radar for number of international investors that may be concerned by the complexity and the diversity of this continent. In order to attract investors active into Africa, the investment fund managers - and their investors - have played a key-role over the past years to enhance compliance and governance standards implemented through a specific legal documentation aiming at reaching the gap with America and Europe.

Les règles de « gouvernance » régissant les acteurs du capital investissement actifs en Afrique sont formées par un *corpus* de règles éparses. Les règles liées à la gouvernance comprennent principalement des notions liées à l'organisation des pouvoirs et contre-pouvoirs au sein de l'entreprise, l'allocation des tâches permettant la responsabilisation (*accountability*) de ses membres et la mise en place de systèmes de suivi et de contrôles efficaces permettant une gestion éclairée de celle-ci.

L'activité de capital investissement, qui consiste en la gestion de fonds d'investissement par des professionnels de l'investissement, commence par la levée de fonds auprès d'investisseurs qui confient leur argent au gestionnaire du fonds, à charge pour ce dernier d'investir ces montants selon une stratégie d'investissement précise. À la fin de vie du fonds (d'une durée moyenne de dix à douze ans), les participations sont cédées et les sommes restituées aux investisseurs, après qu'une plus-value dans les sociétés investies ait été réalisée. Le gestionnaire est intéressé à la réalisation de ces plus-values et en perçoit une quote-part.

Ces principes s'appliquent à la gouvernance au sein des fonds eux-mêmes (1) et à la gouvernance relative aux sociétés du portefeuille (2).

1. Les problématiques de gouvernance au sein des fonds d'investissement

En matière de gouvernance, les gestionnaires de fonds de capital investissement actifs en Afrique sont soumis à des règles multiples et renforcées.

Tout d'abord, il est fréquent que le fonds ou la société de gestion soient basés en Europe. La France, le Luxembourg et, dans une moindre mesure, Malte ou Chypre, sont des juridictions européennes utilisées pour la création des fonds d'investissements à destination de l'Afrique. Ainsi, les règles de gouvernance édictées par la directive AIFM¹ (ci-après « directive ») s'imposent de plein droit comme tout autre fonds actifs en Europe et ces règles viennent s'ajouter aux règles nationales en matière de régulation financière, sans oublier le droit commun des sociétés en vigueur dans ces pays.

À cet effet, la directive prévoit qu'il est nécessaire que l'activité des gestionnaires fasse l'objet d'un contrôle de gouvernance strict

1. PE et Cons. UE, dir. 2011/61/UE, 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs : JOUE n° L 174, 1^{er} juill. 2011, p. 1.

de manière à réduire au minimum les conflits d'intérêts. Elle encadre également les modes de rémunération des salariés de la société de gestion pour éviter une prise excessive de risque en prévoyant un étalement de la rémunération et son rattachement à la performance du gestionnaire.

Elle prévoit également la séparation de plusieurs fonctions et, plus précisément, une fonction indépendante en charge de la gestion des risques distincte de la fonction d'investissement/gestion du portefeuille. La fonction de responsable de contrôle conformité interne (ci-après « RCCI ») est soit internalisée, soit externalisée auprès d'un prestataire spécialisé et certifiée à cette fin. Le RCCI a un rôle clé dans une structure régulée puisqu'il surveille la conformité de l'activité de la société de gestion tant à l'égard du régulateur que des investisseurs du fonds. Il est le garant de la bonne gouvernance de la société de gestion et s'assure notamment de l'indépendance de celle-ci dans les décisions d'investissement.

En outre, la directive impose que la fonction de garde des actifs soit distincte des fonctions de gestion, le dépositaire externe (souvent une banque) étant devenu un « gardien du temple » supplémentaire.

Enfin, l'autre distinction prévue par la directive est celle de la fonction d'évaluation des actifs et de détermination de la valeur nette d'inventaire qui doit être indépendante des fonctions de gestion de portefeuille.

À noter

La directive a ainsi eu un rôle structurant en termes de règles de gouvernance pour les fonds d'investissement constitués en Europe mais qui sont actifs en Afrique.

Cependant, au-delà du *corpus* des droits nationaux et supranationaux, il est important de souligner que la nature des investisseurs ciblant l'Afrique et les institutions publiques de développement (bilatérales ou multilatérales) ont joué un rôle précurseur et déterminant dans l'évolution de ces règles de gouvernance sur le continent africain.

Cela est en partie dû aux efforts des institutions publiques de développement qui ont été pionnières dans l'adoption et l'avancement des pratiques en matière de gouvernance d'entreprise et d'intégrité commerciale.

Ces institutions publiques de développement ont créé un consensus assez général sur les règles d'une bonne gouvernance de qualité parmi les fonds d'investissement intervenant en Afrique.

Ces règles figurent dans les contrats régissant les fonds, conclus entre les investisseurs (*Limited Partners*) et les sociétés de gestion (*General Partners*).

Remarque

L'un des piliers des règles de bonne gouvernance au sein des fonds consiste en la création d'organes séparés de gestion du fonds et de sa surveillance.

La première séparation est presque naturelle, puisque *de facto* la société de gestion est une personne morale distincte du fonds. La société de gestion conclut un contrat de gestion avec le fonds

et doit mettre en place une équipe, prendre en charge la gestion quotidienne du fonds (et le paiement des salariés impliqués dans cette gestion) : identification et réalisation des investissements, puis le suivi et la cession à terme de ces investissements. La société de gestion se charge également de l'administration du fonds (comptabilité, trésorerie, information des investisseurs, etc.), bien que ces tâches puissent parfois être déléguées (en tout ou partie) à des prestataires externes. Cette distinction fonds/société de gestion permet une séparation claire des intérêts et des responsabilités, mais aussi des flux financiers et donc une meilleure transparence.

La deuxième séparation est celle du comité d'investissement et du comité consultatif (*Advisory Committee*).

Le **comité d'investissement** est l'organe décisionnaire en matière de réalisation (ou non réalisation) des transactions d'investissement et de désinvestissement. Il veille aussi au respect de la politique d'investissement des fonds gérés. Une fois décidée, la réalisation de ces investissements et désinvestissements est effectuée par l'équipe de gestion.

La composition et le rattachement institutionnel du comité d'investissement fait l'objet de débats.

Dans de nombreux cas aujourd'hui, le comité d'investissement est un organe rattaché exclusivement à la société de gestion qui en assume seule l'entière responsabilité, ce qui est de nature à encourager la responsabilisation de la société de gestion.

Cependant, il n'est pas rare que les investisseurs de fonds actifs en Afrique imposent la désignation de membres « indépendants » au sein du comité d'investissement, externes à la société de gestion. Ces mêmes investisseurs exigent des règles de *quorum* et de vote qualifiés, nécessitant ainsi la présence et le vote favorable de ces membres indépendants pour la validation des décisions du comité d'investissement. Cette tendance encore tenace aujourd'hui ne favorise pas la responsabilisation de la société de gestion, mais est parfois indispensable pour permettre aux « jeunes » sociétés de gestion d'attirer certains investisseurs frileux.

Le **comité consultatif** est, quant à lui, composé exclusivement des investisseurs dans le fonds, la société de gestion n'en faisant donc pas partie. Il s'agit d'un organe collégial qui a pour fonction d'analyser et, si nécessaire, de donner son avis sur tout sujet que la société de gestion lui soumet, notamment les conflits d'intérêts identifiés par la société de gestion, les difficultés rencontrées dans l'évaluation du portefeuille, en vue de la recherche d'une solution éventuelle et d'éventuelles dérogations exceptionnelles aux critères d'investissement et de réinvestissement. La société de gestion a l'obligation de consulter le comité consultatif lorsqu'elle aura identifié un conflit d'intérêts existant ou potentiel.

Au-delà des outils organisationnels et institutionnels, il existe d'autres outils, certains incitatifs et d'autres dissuasifs, en matière de bonne gouvernance au sein des fonds d'investissement actifs en Afrique.

Les **outils incitatifs** relèvent principalement du financement et consistent en l'alignement des intérêts financiers des investisseurs, d'un côté, et de la société de gestion, de l'autre. Ainsi, la société de gestion est rémunérée par une part variable (pouvant être importante) et indexée sur la performance qui est délivrée aux investisseurs. Afin de parfaire cet alignement

financier, la société de gestion est également appelée à souscrire un montant significatif dans le fonds, aux côtés des autres investisseurs.

Quant aux **outils dissuasifs**, la documentation des fonds d'investissement liste souvent un arsenal graduel, allant de la suspension des appels de fonds (*draw stop right*) jusqu'à la révocation de la société de gestion. La **suspension des appels de fonds** résulte en le gel de l'accès du gestionnaire de fonds aux montants souscrits par les investisseurs du fonds, et ceci a bien entendu un impact financier et surtout réputationnel très important pour la société de gestion. Quant à la **révocation**, c'est l'arme ultime contre le gestionnaire qui peut se retrouver révoqué de la gestion, même sans juste motifs.

Il ne serait pas possible de lister les différentes sources des règles de bonne gouvernance sans mentionner les règles élaborées par les associations professionnelles internationales, par exemple le guide de l'association internationale des investisseurs, l'*International Limited Partners Association*².

La bonne gouvernance apparaît aujourd'hui comme un moyen mis à la disposition des différents protagonistes du capital investissement pour créer de la valeur et atténuer les risques de conflits d'intérêts et les risques réputationnels qui en découlent.

Les investisseurs dans les fonds d'investissement actifs en Afrique recourent donc, au-delà des protections légales nationale et supranationale en vigueur, à des mécanismes contractuels contraignants pour exiger que la gouvernance du fond soit conforme aux principes de bonne gouvernance. C'est ainsi que la mise en place de ces règles est devenue une condition *sine qua none* du déblocage des fonds par les bailleurs de fonds.

2. Les règles de gouvernance d'entreprise dans les sociétés de portefeuille des fonds

Avant d'investir dans une société, le gestionnaire de fonds doit effectuer un audit de la société cible. Il évalue ainsi les pratiques de la société cible au regard de la loi, mais également à la lumière des standards internationaux en la matière.

Parmi ces standards, figurent ceux du *Corporate Governance Development Framework* (CGDF) qui regroupe des principes communs en matière de gouvernance d'entreprise adoptés par 35 institutions financières de développement à travers le monde. Ces principes sont établis sur une méthodologie d'évaluation des risques liés à la gouvernance d'entreprise utilisée dans le processus d'investissement.

Le CDGF a mis en place un *tools kit*³ complet relatif aux pratiques de bonne gouvernance. Cette boîte à outils sur la gouvernance d'entreprise a été lancée en 2010 à la suite d'une collaboration étroite entre les institutions de développement internationales. Ces outils sont largement inspirés de la méthodologie utilisée par la SFI (groupe banque mondiale)

en matière de gouvernance d'entreprise et qui a pour objectif de servir de méthode commune pour, d'une part, évaluer la gouvernance d'entreprise des sociétés de portefeuille et, d'autre part, les faire progresser le plus rapidement possible dans la mise en œuvre d'une meilleure gouvernance d'entreprise.

Les deux principaux documents sur lesquels s'appuie le *tools kit* sont :

- le questionnaire de due diligence sur la gouvernance d'entreprise⁴ ; et,
- une matrice de progression de la gouvernance d'entreprise⁵.

La boîte à outils intègre aussi une introduction pédagogique aux règles de bonne gouvernance, une fiche d'instructions sur l'utilisation des différents composants de la boîte à outils, une liste de termes clés et des exemples de modèles sont également fournis à titre indicatif.

Concernant le questionnaire, il recense les différents attributs de la bonne gouvernance parmi lesquels on peut trouver :

- un engagement en matière de gouvernement d'entreprise ;
- une composition et un fonctionnement appropriés du conseil d'administration des sociétés cibles ;
- une transparence dans la gestion des affaires ; et,
- une protection des droits des investisseurs/actionnaires minoritaires.

Cette *checklist* va parfois plus loin que la législation du pays dans lequel la société de gestion ou la société cible opèrent. En effet, ces standards précisent les contours des pratiques de bonne gouvernance utilisés par les bailleurs de fonds internationaux, notamment à travers des définitions larges des différents exemples de pratiques éthiques, rendant la frontière entre la *corporate governance* et la compliance très mince. Dans certains cas, les recommandations relatives à la gouvernance viseront à éviter les conflits d'intérêts, telles que la présence d'un administrateur indépendant et la séparation entre les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général de la société. Dans d'autres cas, ces règles auront pour objectif d'aligner les pratiques de l'entreprise sur les normes environnementales, sociales et de gouvernance du bailleur de fonds.

Pour apprécier les mesures de gouvernance adoptées par les entreprises, les gestionnaires de fonds vont s'intéresser aux manuels de procédure de contrôle interne mis en place par celles-ci. Ces manuels seront évalués par rapport au droit local, mais aussi sur la base des standards internationaux en la matière.

Dans l'hypothèse où les procédures adoptées ne se révéleraient pas assez efficaces, l'investissement ne sera pas toujours écarté, mais il appartiendra au gestionnaire de définir un plan d'actions spécifique afin de mettre en place un socle de procédures solides, intervenant dans les domaines suivants :

- adoption d'un manuel de bonne gouvernance ;

2. V. http://docs.otpp.com/ILPA_PrivateEquityPrinciples.pdf.

3. Pour consulter la boîte à outils, V. https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/ifc+cg/cg+development+framework/dfi+toolkit+on+corporate+governance.

4. V. <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/954648048582078301ebfc046daa89/CGQuestionnaire.pdf?MOD=AJPERES>.

5. V. <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/5d50f40048582e928221ebfc046daa89/CGMatrix.pdf?MOD=AJPERES>.

- élaboration d'une politique internes régissant la gouvernance ;
- acceptation à l'échelle de l'entreprise d'une culture de bonne gouvernance ;
- rédaction d'une politique relative à la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme ;
- exigence de due diligences appropriées ;
- règles de transmission de la direction au sein de la société ;
- ouverture du capital ;
- etc.

Le fait pour la société de gestion d'anticiper et de prévenir les situations à risque en termes de gouvernance est essentiel car la documentation juridique des fonds d'investissement n'autorise le déblocage des fonds à investir qu'au bénéfice des sociétés cibles qui ont accepté de se plier à ces standards, par la signature d'une documentation liante.

Une fois que la société cible a passé avec réussite la phase d'audit ou qu'elle a accepté de mettre en œuvre un plan d'actions permettant de résoudre les défaillances constatées, elle s'engage à implémenter toute une série de règles de gouvernance et à en faire un *reporting* continu au gestionnaire.

Durant cette phase de *monitoring*, le gestionnaire du fonds va donc faire un suivi rapproché de la société et en faire un compte-rendu détaillé aux investisseurs du fonds. Le fonds d'investissement va désigner un représentant au sein du conseil d'administration de la société cible.

Cette présence au sein du conseil d'administration présente l'avantage d'avoir un accès direct aux informations relatives à l'état de la société, mais pose le problème lié à la responsabilité des administrateurs. En effet, en étant membre du conseil d'administration des sociétés de portefeuille, le fonds d'investissement s'expose à des responsabilités financières, surtout en cas d'insolvabilité de la société et dans le cas d'une action en comblement de passif, les fonds d'investissement étant perçus comme des poches profondes par les créanciers de la société. À ce titre, la plupart des fonds d'investissement souscrivent une assurance responsabilité civile professionnelle et une assurance responsabilité mandataires sociaux pour couvrir les mandats exercés par les membres de la société de gestion au sein des sociétés de portefeuille.

Au-delà de la souscription d'assurances, il existe également un ensemble de bonnes pratiques qui pourront être suivis par le représentant du fonds au conseil d'administration. Un outil intéressant est le guide élaboré en la matière par le CGDF qui énonce des recommandations et meilleures pratiques pour les représentants au sein du conseil d'administration de sociétés de participation⁶. Ces recommandations visent les modalités de désignation du représentant, de sa rémunération par la société de portefeuille, de l'évaluation de son mandat, de sa démission, etc.

Le suivi des sociétés de participation permet de faire remonter toutes les informations pertinentes vers les investisseurs du

fonds. Ces informations sont alors partagées de façon périodique ou, selon leur importance, de manière *ad hoc* par exemple en cas d'occurrence d'une défaillance importante. Ces procédures de partage de l'information ou d'alerte visent à déclencher d'autres procédures de concertation entre les différentes parties prenantes (investisseurs, fonds, gestionnaire, société, experts et consultants) pour déterminer le plan d'urgence approprié. En fonction de la situation, les délais de notification de la situation à risque sont plus ou moins courts et la chaîne de transmission passe de la société de portefeuille au gestionnaire puis vers les investisseurs du fonds. Ces derniers peuvent alors être associés à l'élaboration d'un plan d'actions spécifique, encore appelé « plan de remédiation », qui permettra aussi d'octroyer un certain délai à la société de portefeuille pour exécuter le plan d'actions suggéré ou bien mettre fin à la défaillance constatée.

En cas d'échec du plan d'action ou en cas de manque de coopération de la société de portefeuille affectée, le gestionnaire doit être en mesure de déclencher certaines sanctions. Il est donc primordial que des sanctions soient prévues dans le pacte d'actionnaires liant le fonds d'investissement et la société de portefeuille, tel qu'un droit de retrait permettant au fonds de sortir en urgence de la société, tout en obtenant une indemnisation financière par l'application de sanctions à l'encontre de la société concernée, supposées être dissuasives.

La dissuasion est un outil très important dans la mise en place de toutes ces procédures car les conséquences en termes réputationnels sont significatives pour toutes les parties prenantes.

Pour les fonds de capital investissement visant l'Afrique, l'appréciation et la gestion du risque réputationnel sont essentielles. La sensibilité à ce risque justifie un durcissement des règles de gouvernance imposées à la fois au niveau du fonds et des sociétés de portefeuille. Les bailleurs de fonds internationaux sont encore une fois incontournables dans l'évolution des normes et des pratiques en la matière à travers la mise en place de mécanismes contractuels préventifs et dissuasifs permettant de dépasser l'hétérogénéité et parfois les carences des législations nationales.

Cela étant dit, la mise en place des règles de gouvernance ne tient pas seulement aux efforts des institutions publiques de développement mais aussi à la démarche volontariste des gestionnaires de fonds qui ont cherché sans cesse à élever les standards de bonne gouvernance afin de rassurer les investisseurs, en passant par des mesures de prévention, voire des plans d'actions, jusqu'à un arsenal de sanctions qui se veulent suffisamment dissuasives pour inciter les intervenants à s'y conformer spontanément.

Ceci a permis aux gestionnaires de fonds d'attirer de plus en plus d'investisseurs privés, qui avaient une perception du risque liée au continent africain disproportionnée, souvent injustifiée en pratique par rapport à d'autres classes d'actifs ou d'autres régions dans le monde.

6. V. CGDF, *Guidebook for Development Finance Institutions on Nominating Members to the Boards of Investee Companies*, sept. 2016.