



**Conférence  
des Nations Unies  
sur le commerce  
et le développement**

Distr.  
GENERALE

TD/B/SEM.2/2  
10 avril 1997

FRANCAIS  
Original : ANGLAIS

CONSEIL DU COMMERCE ET DU DEVELOPPEMENT

Séminaire pilote sur la mobilisation  
du secteur privé pour encourager  
l'investissement étranger dans  
les pays les moins avancés (PMA) :

"Perspectives d'investissement  
dans les marchés préémergents"  
(CNUCED/ONUUDI)

Genève, 23-25 juin 1997

Point 3 de l'ordre du jour provisoire

EXAMEN DE QUESTIONS RELATIVES A LA MOBILISATION DU SECTEUR PRIVE  
POUR LA PROMOTION DES FLUX D'INVESTISSEMENT ETRANGER  
VERS LES PAYS LES MOINS AVANCES (PMA)

Note du secrétariat de la CNUCED

TABLE DES MATIERES

	<u>Paragraphes</u>
Introduction . . . . .	1 - 6
I. Types d'instruments d'investissement . . . . .	7 - 27
II. Perspectives et obstacles concernant les investissements étrangers dans les PMA . . . . .	28 - 41
III. Définition des possibilités d'investissement dans les PMA . . .	42 - 45
IV. Organisation des travaux . . . . .	46 - 47

## INTRODUCTION

1. Dans "Un partenariat pour la croissance et le développement", adopté par la CNUCED à sa neuvième session, il a été convenu que la CNUCED devrait notamment s'attacher à "faciliter, dans la limite des ressources disponibles, la tenue, conjointement avec d'autres organisations internationales compétentes, d'un séminaire pilote sur la mobilisation du secteur privé en vue d'encourager les flux d'investissement étranger vers les pays les moins avancés. Le Conseil du commerce et du développement devrait évaluer les résultats de ce séminaire afin de déterminer les nouvelles mesures à prendre dans ce domaine" (TD/378, par. 89 g)).

2. Donnant suite à ce mandat, le Secrétaire général de la CNUCED et le Directeur général de l'ONUDI ont publié le 25 juillet 1996 un communiqué par lequel ils sont convenus que les deux organisations, compte tenu de leur complémentarité et de leurs connaissances d'expert particulières, organiseraient conjointement le Séminaire pilote. D'autres organisations multilatérales sont invitées à participer aux travaux du Séminaire.

3. Vu la vaste portée du mandat défini par "Un partenariat pour la croissance et le développement", la présente note a été établie pour définir les questions qui pourront faire l'objet pendant le Séminaire d'un débat plus ciblé et plus nettement orienté vers l'action.

4. Les questions que le Séminaire abordera sont liées aux perspectives et aux obstacles concernant les investissements étrangers dans les PMA. Il convient d'établir une distinction entre les investissements étrangers dont il est question dans le présent contexte, qui se réfèrent à des arrangements de financement novateurs sous la forme de fonds d'investissement indirect comme les fonds par pays et les fonds de capital-risque et les investissements traditionnels des sociétés transnationales, qui constituent l'investissement étranger direct.

5. Les questions ci-après seront examinées :

- a) Le recours à diverses formes d'arrangements de financement novateurs (fonds par pays et fonds de capital-risque) pour la mobilisation de capital-risque étranger aux fins d'investissement dans les PMA;
- b) Les perspectives et les obstacles concernant les investissements étrangers dans les PMA;
- c) La définition des possibilités d'investissement dans les PMA par pays et par secteur;
- d) Les conditions de la création de fonds d'investissement pour les PMA et la définition des activités de coopération technique.

6. La présente note abordera les trois premières questions dans leurs grandes lignes cependant que les conditions évoquées à la quatrième question se dégageront des débats du Séminaire. Les participants au Séminaire pourront définir des domaines d'investissement dans les PMA qui se prêteront à de

nouvelles études de faisabilité ainsi que des domaines dans lesquels une coopération technique est nécessaire pour créer des conditions plus propices à la promotion de l'investissement étranger.

## I. TYPES D'INSTRUMENTS D'INVESTISSEMENT

### Contexte

7. On s'est particulièrement intéressé ces dernières années au rôle des investissements étrangers autres que l'investissement étranger direct (IED) dans le financement du secteur des entreprises des pays qui sont des nouveaux marchés. Les flux d'investissement autres que l'IED consistent essentiellement en investissements sous forme de participation au capital d'entreprises locales de ces pays. A l'origine de ces investissements on trouve des institutions financières, des investisseurs institutionnels (caisses de retraite, compagnies d'assurances ou fonds commun de placement) ainsi que des individus qui sont attirés par la rentabilité financière de ces investissements.

8. Il est apparu dans le même temps que ces flux d'investissement étranger indirect devenaient une source non négligeable de financement externe des investissements. Pour les trois années 1993 à 1995, le total des flux d'investissement indirect, y compris des quasi-prises de participation comme les obligations convertibles et les obligations à bons de souscription d'actions, ont été équivalents à près de la moitié des flux d'IED vers les pays en développement et les pays en transition <sup>1</sup>. L'essor de l'investissement indirect sur les nouveaux marchés s'est profilé sur un fond de changements structurels des marchés internationaux de capitaux et de l'économie des pays d'accueil.

9. Le passé immédiat se caractérise par un processus apparemment irréversible de mondialisation des marchés financiers. Grâce à la libéralisation de ces marchés et aux progrès des techniques de communication et d'information, les flux transfrontières de capitaux ont pu se déplacer rapidement d'une région du monde à une autre. L'arrivée des investisseurs institutionnels sur les marchés a aussi contribué à une augmentation rapide du volume de ces investissements. L'importance croissante du rôle de ces investisseurs que viennent renforcer des facteurs démographiques et institutionnels dans les pays de l'OCDE a eu tendance à modifier la nature des marchés financiers. On a estimé qu'en 1993 les compagnies d'assurances, les caisses de retraite et les fonds communs de placement des six pays industrialisés les plus importants détenaient une masse d'épargne se montant à près de 20 trillions de dollars E.-U. <sup>2</sup>. Par comparaison, la même année, la capitalisation boursière mondiale se chiffrait à 14,1 trillions de dollars E.-U. On estime toutefois que les valeurs mobilières des nouveaux

---

<sup>1</sup>Voir l'analyse des tendances de l'investissement indirect dans le rapport de la CNUCED : World Investment Report 1997, à paraître, Première partie, chap. 3, "Foreign portfolio equity investment".

<sup>2</sup>Baring Securities: Cross Border Equity Flows, vol. II, A report by Michael Howell, Angela Cozzini, Mark Clayton (Londres, juillet 1995), p. 58.

marchés n'entrent que pour 1 % dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels <sup>3</sup>. Les nouveaux marchés offrent donc à l'investissement indirect étranger des possibilités d'expansion.

10. Entre 1985 et 1995, la capitalisation boursière des nouveaux marchés a plus que décuplé, passant de 171 milliards de dollars E.-U. à 1,9 trillion de dollars E.-U., la progression se faisant à un rythme beaucoup plus rapide que sur les marchés des pays développés. La part des nouveaux marchés dans la capitalisation boursière mondiale a donc elle aussi augmenté, de 3,6 % à 12,6 %. A la fin de 1995, les nouveaux marchés cotaient et échangeaient les titres de plus de 17 000 sociétés, soit 90 % environ du nombre de sociétés cotées sur les marchés développés.

11. L'investissement étranger indirect peut prendre plusieurs formes : achats directs par des investisseurs individuels d'actions de sociétés cotées en bourse sur les nouveaux marchés, achats de participations internationales (American deposit receipts ou certificats mondiaux de dépôt, par exemple) à des émissions d'actions de sociétés de pays émergents sur les marchés internationaux de capitaux, investissements par le biais de fonds par pays ou de fonds de capital-risque. Les deux premières de ces formes d'investissement apparaissent plus rarement dans les pays à faible revenu. En supposant que des marchés boursiers existent dans ces pays, ce sont des places naissantes et donc souvent volatiles et peu liquides; les investisseurs individuels qui ne sont pas aussi bien informés que les investisseurs institutionnels professionnels ne prendraient donc pas le risque d'investir directement dans ces circonstances. Les American deposit receipts et les certificats mondiaux de dépôt ne sont généralement accessibles qu'à de grosses sociétés solidement implantées dans de nouveaux marchés assez développés qui peuvent respecter les prescriptions en matière d'information et de présentation de rapports qui sont strictement appliquées à ce type d'augmentation de capital par émission d'actions sur le marché international. Les fonds par pays et les fonds de capital-risque sont donc les formes les plus courantes d'investissement indirect dans les pays en développement et celles qui peuvent profiter aux PMA.

#### **Fonds par pays** <sup>4</sup>

12. L'explosion des investissements sur les nouveaux marchés s'est faite par l'intermédiaire de fonds communs de placement. Entre 1984 et 1996, le nombre total de fonds de placement internationaux est passé pour les pays émergents de 10 à 1 435 tandis que la valeur nette de leurs actifs se trouvait portée de 1,3 milliard de dollars E.-U. à 135 milliards de dollars E.-U. En 1996, on dénombrait 298 fonds mondiaux, 775 fonds en Asie, 239 en Amérique latine, 88 sur les nouveaux marchés européens et 35 en Afrique et au Moyen-Orient (tableau 1). C'est l'Asie qui détient la majeure partie de la valeur totale nette des actifs des fonds de placement des nouveaux marchés (48 %); viennent

---

<sup>3</sup>FMI : International Capital Markets, 1995, p. 172.

<sup>4</sup>Cette section fait largement appel à l'analyse qui se trouve au chapitre 3 de la première partie du rapport de la CNUCED World Investment Report 1997, à paraître.

ensuite l'Amérique latine (10,5 %) et les nouveaux marchés européens (3 %), l'Afrique et le Moyen-Orient n'entrant que pour 1 % dans cet ensemble. La répartition de ces fonds de placement est donc fortement biaisée en faveur des nouveaux marchés possédant une forte capitalisation boursière ou de bonnes perspectives de croissance.

13. Les fonds de placement, qu'ils soient mondiaux, régionaux ou nationaux, constituent maintenant la forme la plus populaire d'investissements de portefeuille sur les nouveaux marchés. A la base du concept de fonds de placement, se trouve une masse d'investisseurs dont les capitaux investis sont gérés comme des placements financiers, essentiellement sous forme d'instruments monétaires et boursiers. Les actions des fonds sont fréquemment cotées sur une place boursière autre que celle du pays dans lequel les capitaux sont investis. Les fonds sont on-shore lorsqu'ils sont cotés dans le pays même où ils sont placés.

14. Les fonds de placement peuvent rechercher un revenu, une plus-value ou une croissance équilibrée et investir dans divers instruments. Ces fonds se rangent dans deux catégories : les fonds à capital variable et les fonds à capital fixe. Ces derniers émettent un nombre déterminé d'actions tandis que les premiers proposent un nombre d'actions qui varie en fonction de la demande. Les fonds à capital variable sont en outre tenus de rembourser les créances sur demande, ce qui explique qu'ils aient un ratio de mouvements beaucoup plus élevé que les fonds de placement à capital fixe. Ils ont donc tendance à investir dans de plus grosses entreprises qui offrent des titres plus liquides.

15. Les fonds de placement à capital fixe ne sont pas tenus par des obligations de rachat ni d'émission de nouveaux titres pour répondre à une demande des investisseurs; en raison donc de leur structure, leurs investissements sont plus stables et ne sont pas trop sensibles à la volatilité du marché. Un fonds de placement à capital fixe peut parfois engager des capitaux sur une période de 10 ans ou plus et investir dans des titres moins connus et moins liquides. Toutefois, ces fonds adapteront naturellement leur portefeuille d'investissements aux conditions des nouveaux marchés en achetant et en vendant des titres locaux de manière à assurer la maximisation du rendement de leur portefeuille.

16. Depuis l'apparition du premier fonds concernant un nouveau marché, le fonds mexicain, coté pour la première fois en 1981 à la Bourse de New York, les fonds de placement à capital fixe sont devenus la forme d'investissement prédominante sur les nouveaux marchés. En un premier temps, les fonds de ce type par pays ont été créés pour investir dans des pays presque entièrement fermés à l'investissement étranger (en République de Corée, par exemple, où le fonds de pays a été créé en 1984) ou dans des pays où les investisseurs étrangers se heurtaient à des obstacles administratifs. La Société financière internationale (SFI) a été à l'origine d'un grand nombre de fonds à capital fixe investissant dans des titres de nouveaux marchés. La Commonwealth Development Corporation a elle aussi créé plusieurs fonds de placement de ce type. Des banques d'affaires, des sociétés de gestion des investissements et des gouvernements de pays d'accueil (avec la contribution d'institutions financières multilatérales et d'investisseurs privés) ont fait de même, ainsi que des groupes d'investisseurs individuels.

Tableau 1

Fonds internationaux de placement dans les nouveaux marchés : valeur totale des actifs nets des fonds mondiaux, régionaux et par pays (en millions de dollars E.-U.)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996*	Nombre de fonds**
<b>Asie - fonds régionaux</b>	<b>400</b>	<b>1 234</b>	<b>1 750</b>	<b>3 100</b>	<b>4 000</b>	<b>5 350</b>	<b>8 000</b>	<b>21 500</b>	<b>32 661</b>	<b>34 800</b>	<b>40 125</b>	<b>375</b>
Bangladesh	0	0	0	0	0	0	0	0	20	21	31	1
Chine et China-concept	0	51	47	50	60	110	1 300	3 220	4 000	5 914	6 680	108
Inde	200	208	270	300	830	970	1 090	2 055	4 195	3 000	3 450	60
Indonésie	0	0	35	260	525	400	440	860	729	680	597	27
Corée, Rép. de	700	885	990	1 215	1 205	1 310	1 710	3 420	5 406	5 700	5 150	94
Malaisie	0	56	75	240	505	600	620	995	1 345	918	875	20
Myanmar	0	0	0	0	0	0	0	0	25	28	60	2
Pakistan	0	0	0	0	0	65	65	310	276	113	98	6
Philippines	15	39	45	280	240	290	350	670	655	551	654	13
Sri Lanka	0	0	0	0	0	0	0	30	58	41	32	3
Province chinoise de Taiwan	136	151	380	600	475	890	925	1 860	3 028	2 750	3 953	29
Thaïlande	165	170	845	1 390	1 400	1 580	1 920	2 860	2 862	3 000	2 855	31
Viet Nam	0	0	0	0	0	10	30	50	273	368	386	6
<b>Asie - fonds régionaux</b>	<b>1 616</b>	<b>2 794</b>	<b>4 437</b>	<b>7 435</b>	<b>9 240</b>	<b>11 575</b>	<b>16 450</b>	<b>37 830</b>	<b>55 533</b>	<b>57 884</b>	<b>64 946</b>	<b>775</b>
<b>Amérique latine - fonds</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>175</b>	<b>380</b>	<b>1 510</b>	<b>2 000</b>	<b>5 200</b>	<b>10 919</b>	<b>8 500</b>	<b>9 750</b>	<b>155</b>
Argentine	0	0	0	0	0	115	105	170	214	212	230	6
Brésil	0	63	220	320	165	380	485	625	1 854	1 350	1 497	53
Chili	0	0	0	160	380	740	850	1 115	1 683	1 620	1 200	7
Colombie	0	0	0	0	0	0	17	63	33	28	40	2
Mexique	200	225	300	330	530	780	1 040	1 865	1 783	1 060	1 348	12
Pérou	0	0	0	0	0	0	20	30	52	41	48	3
Venezuela	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
<b>Amérique latine - fonds</b>	<b>200</b>	<b>288</b>	<b>520</b>	<b>985</b>	<b>1 455</b>	<b>3 525</b>	<b>4 517</b>	<b>9 068</b>	<b>16 538</b>	<b>12 812</b>	<b>14 114</b>	<b>239</b>
<b>Europe - fonds régionaux</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>15</b>	<b>103</b>	<b>127</b>	<b>150</b>	<b>168</b>	<b>792</b>	<b>977</b>	<b>1 950</b>	<b>40</b>
Républiques baltes	0	0	0	0	0	0	0	0	15	34	43	2
République tchèque	0	0	0	0	0	0	29	30	132	165	244	7
Grèce	0	0	70	70	130	120	100	95	78	70	73	1
Hongrie	0	0	0	75	191	200	205	205	230	201	240	2
Pologne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18	80	2
Portugal	0	25	50	225	230	225	225	275	324	323	306	5
Fédération de Russie	0	0	0	0	0	0	0	0	222	488	1 250	26
Turquie	0	0	0	115	115	90	80	145	119	113	130	3
<b>Europe - fonds régionaux</b>	<b>0</b>	<b>25</b>	<b>120</b>	<b>500</b>	<b>769</b>	<b>762</b>	<b>789</b>	<b>918</b>	<b>1 912</b>	<b>2 389</b>	<b>4 316</b>	<b>88</b>
<b>Afrique et Moyen-Orient</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>30</b>	<b>323</b>	<b>440</b>	<b>468</b>	<b>15</b>
Egypte	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	150	3
Maurice	0	0	0	0	0	0	0	18	34	28	24	1
Maroc	0	0	0	0	0	0	0	2	58	43	46	3
Oman	0	0	0	0	0	0	0	0	26	26	30	1
Afrique du Sud	80	100	115	125	500	550	665	595	935	1 085	1 062	12
<b>Afrique et Moyen-Orient</b>	<b>80</b>	<b>100</b>	<b>115</b>	<b>125</b>	<b>500</b>	<b>550</b>	<b>665</b>	<b>645</b>	<b>1 376</b>	<b>1 622</b>	<b>1 780</b>	<b>35</b>
<b>Total - fonds régionaux et</b>	<b>1 896</b>	<b>3 207</b>	<b>5 192</b>	<b>9 045</b>	<b>11 964</b>	<b>16 412</b>	<b>22 421</b>	<b>48 461</b>	<b>75 359</b>	<b>74 707</b>	<b>85 156</b>	<b>1 137</b>
<b>Fonds mondiaux</b>	<b>70</b>	<b>592</b>	<b>900</b>	<b>1 350</b>	<b>2 300</b>	<b>3 750</b>	<b>7 750</b>	<b>24 750</b>	<b>34 716</b>	<b>36 000</b>	<b>49 500</b>	<b>298</b>
<b>Total - fonds régionaux,</b>	<b>1 966</b>	<b>3 799</b>	<b>6 092</b>	<b>10 395</b>	<b>14 264</b>	<b>20 162</b>	<b>30 171</b>	<b>73 211</b>	<b>110 075</b>	<b>110 707</b>	<b>134 656</b>	<b>1 435</b>

\* Données au 31 décembre, sauf pour 1996 (au 30 septembre).

\*\* Nombre de fonds au 30 septembre 1996.

Source : Micropal. N.B. : Le terme "pays" s'applique aux pays et aux territoires.

N.B. : Le terme "pays" s'applique aux pays et aux territoires.

17. La plupart des fonds par pays investissent dans des pays possédant un marché boursier. Les investissements vont à des sociétés cotées et parfois à des sociétés non cotées dont on attend qu'elles dégagent des plus-values lorsqu'elles seront parvenues à maturité et seront cotées en bourse. Certains fonds par pays (fonds du Viet Nam par exemple) sont créés pour investir dans des pays en développement qui n'ont pas institué de marché boursier officiel, en prévision de la création de ce marché, qui permettra les désinvestissements.

18. Il ressort d'une étude sur les motivations des investisseurs<sup>5</sup> que, parmi les facteurs qui les guident dans les choix des marchés, trois sont prédominants, à savoir le potentiel de croissance, un environnement propice à l'investissement étranger (stabilité politique et macro-économique, protection des investisseurs) et la souplesse des dispositions relatives au rapatriement du capital et du revenu. Les autres facteurs cités sont notamment la liquidité du marché, l'historique du marché local (volatilité) et l'évaluation de la monnaie locale (surévaluation ou sous-évaluation).

#### **Fonds de capital-risque**<sup>6</sup>

19. Le capital-risque finance généralement des entreprises nouvelles ou à risque qui offrent de bonnes perspectives de croissance et de rentabilité. Le capital-risque peut financer le démarrage d'une entreprise ou l'expansion d'une société déjà bien établie. Du fait qu'ils n'investissent que dans des opérations à rendement potentiel élevé, les investisseurs en capital-risque doivent examiner minutieusement et filtrer les propositions d'investissement. Pour évaluer ces propositions, ils tiennent généralement compte de deux considérations : il leur faut savoir si l'entrepreneur a un plan d'opérations crédible et s'il a les capacités nécessaires pour le mettre en oeuvre.

20. Les investissements en capital-risque entraînent ordinairement la participation de l'investisseur à l'entreprise intéressée et ce pour deux raisons : d'une part, il doit se protéger contre les risques de dépréciation, notamment parce qu'il ne peut pas vendre sa participation (en actions non cotées) en cas de mauvais résultats de l'entreprise et, d'autre part, il souhaite ajouter à la valeur de l'entreprise en apportant son expérience et ses contacts en matière notamment de stratégie d'entreprise, d'organisation et de méthodes de gestion, de planification et de contrôle financiers et de relations avec les investisseurs.

21. Dans la phase ultime et critique du cycle des investissements en capital-risque, l'investisseur négocie son désinvestissement ou son désengagement de l'entreprise dans laquelle il a investi. Or, pour obtenir de

---

<sup>5</sup>Cette étude se fonde sur un questionnaire que la CNUCED a adressé aux gérants de fonds pour connaître les motivations des investisseurs et le processus de sélection des marchés.

<sup>6</sup>On trouvera une analyse et des informations plus détaillées sur les fonds par pays et les fonds de capital-risque dans un document rédigé par le secrétariat de la CNUCED intitulé "Experiences on country funds and venture capital funds in developing countries" (UNCTAD/GDS/GFSB/1).

son investissement un rendement élevé, il doit réaliser une plus-value substantielle, ce qui fait du choix du moment de la vente de son investissement et des conditions de sa réalisation un élément clef du processus d'investissement en capital-risque. Il existe trois grands modes de désengagement :

- La mise sur le marché de l'entreprise par le biais d'une offre publique initiale d'actions soit en bourse soit sur le marché hors cote;
- La vente secondaire ou "commerciale" des actions détenues par l'investisseur à un autre investisseur ou à une autre société. C'est là sans doute le moyen le plus couramment utilisé; toutefois, dans les grands pays développés, c'est fréquemment l'investisseur acquéreur qui prend l'initiative de l'opération une fois qu'il a déterminé que l'entreprise a un profil stratégique adapté à ses propres activités;
- Le rachat des parts de l'investisseur en capital-risque par l'entrepreneur ou par l'entreprise concernée. Il se peut que les accords contractuels originaux passés entre les investisseurs prévoient cette possibilité et définissent les conditions de ce rachat.

22. Depuis la fin des années 80, le nombre d'organismes spécialisés dans le capital-risque investissant dans les nouveaux marchés s'est multiplié. Ces organismes sont souvent des fonds d'investissement à deux niveaux qui sont administrés par des gérants professionnels opérant à partir de grands centres internationaux. Des organismes de ce type ont été créés dans de nombreux pays, y compris plusieurs PMA (Bangladesh, Madagascar, Mozambique et Ouganda), mais l'expansion la plus forte s'est surtout produite en Asie et dans les pays d'Europe centrale et orientale à économie en transition.

23. Au cours des deux dernières décennies, la SFI a encouragé la création de fonds de capital-risque dans les pays en développement pour améliorer l'accès des petites et moyennes entreprises au financement par émission d'actions et aux compétences techniques en matière de gestion. La SFI a coopéré avec des investisseurs institutionnels, des banques d'affaires et des gérants de fonds à la constitution de fonds, à l'identification de gestionnaires et aux opérations de placement. En 1996, elle avait investi 196 millions de dollars E.-U. dans 49 fonds de capital-risque représentant un capital initial total de 1,5 milliard de dollars E.-U.

24. La Commonwealth Development Corporation (CDC) a elle aussi élargi son champ d'activité en matière de capital-risque dans les pays en développement, en particulier en créant des fonds de capital-risque ayant pour mission de fournir des capitaux de démarrage à des sociétés dans huit pays d'Afrique (Afrique du Sud, Ghana, Kenya, Mozambique, Ouganda, République-Unie de Tanzanie, Zambie et Zimbabwe). Ces fonds disposent généralement de moins de capitaux (de 10 à 15 millions de dollars E.-U.) que ceux dans lesquels la SFI a investi et ils sont gérés directement par la CDC.



25. Les expériences en matière d'investissement de capital-risque dans les pays en développement ont été mitigées. On pourrait tirer quelques enseignements importants des échecs et des réussites de ces mécanismes de financement avant qu'ils ne deviennent un instrument plus couramment utilisé.

26. Il faut que les fonds de capital-risque soient en mesure de repérer un nombre non négligeable d'entreprises qui offrent aux investissements un taux élevé de rendement (25 % au moins). Les opérations de financement par augmentation des fonds propres des entreprises sont tributaires de plusieurs facteurs : il faut que la situation macro-économique soit stable de manière à stimuler l'investissement dans la création ou l'expansion de nouvelles entreprises et il faut aussi que des entrepreneurs possèdent le niveau de compétence gestionnaire, d'expérience des affaires et de connaissance de la "culture boursière" nécessaire pour assurer un partenariat entre l'opérateur et les investisseurs externes; en d'autres termes, les entrepreneurs doivent être disposés à fournir des informations financières, à respecter les droits contractuels de tous les actionnaires et à accepter une certaine surveillance extérieure de leur entreprise.

27. Le cadre réglementaire du pays d'accueil devrait aussi offrir un régime fiscal attractif qui permette de transférer aux investisseurs une proportion importante de l'appréciation de la valeur de l'entreprise concernée, institue la transparence juridique et supprime les restrictions au titre du contrôle des changes.

## **II. PERSPECTIVES ET OBSTACLES CONCERNANT LES INVESTISSEMENTS ETRANGERS DANS LES PMA**

28. Les études du processus de sélection des marchés par les investisseurs mettent en évidence un certain nombre de facteurs que ceux-ci prennent en considération lorsqu'ils opèrent sur des nouveaux marchés :

- La stabilité politique et macro-économique : c'est toujours le préalable indispensable à l'investissement étranger car elle fournit un environnement stable à la promotion de l'investissement en capital-risque dans des entreprises à risque. Des taux de change stables en particulier protègent les investisseurs contre les risques de change;
- Un fort potentiel de croissance : l'expérience prouve que la plupart des fonds de placement sont concentrés sur les marchés qui ont un fort potentiel de croissance;
- La possibilité de rapatrier capital et revenu : les investisseurs devraient être sûrs de pouvoir rapatrier facilement les revenus et les plus-values de leurs investissements. A cet égard, le contrôle des changes constitue un obstacle sérieux à l'investissement étranger;
- La transparence juridique et une protection adéquate des investisseurs;

- La communication d'informations et de rapports financiers appropriés;
- Des mécanismes de désengagement : les investisseurs de portefeuille souhaitent obtenir un bon rendement financier et préfèrent donc investir dans des instruments plus liquides. Le mécanisme habituel de désengagement et de désinvestissement est celui qu'offre la bourse. La liquidité des places boursières est donc un avantage. Toutefois, lorsqu'il s'agit d'investissement en capital-risque, d'autres mécanismes de désengagement peuvent être utilisés : la vente secondaire ou "commerciale" des parts de l'investisseur à un autre investisseur ou à une autre société ou le rachat des parts de l'investisseur par l'entrepreneur de la société concernée, comme prévu par les accords contractuels pertinents;
- Dans les pays qui possèdent une place boursière, les investisseurs prennent également en compte des facteurs comme la liquidité du marché (mesurée par le ratio capitalisation boursière/masse monétaire) et la volatilité du marché des valeurs mobilières.

#### **Environnement proposé à l'investissement par les PMA**

29. Depuis le début des années 80, de nombreux PMA ont mis en route un processus de stabilisation et d'ajustement structurel. La tâche n'a pas été facile et certains de ces programmes n'ont pas encore donné les résultats attendus mais au cours des années 90 les perspectives économiques générales des PMA en tant que groupe se sont améliorées par rapport à celles de la décennie précédente.

30. C'est ainsi qu'en 1995-1996 les économies des PMA ont enregistré des progrès notables avec un taux de croissance annuel du PIB estimé à 3,2 % contre un taux moyen de 2,2 % pour la période 1980-1990 <sup>7</sup>. Sur les 48 PMA, 14 au moins ont eu une forte croissance économique en 1995, leur PIB augmentant de plus de 5 %. A moins de conditions météorologiques défavorables, la croissance des PMA devrait se poursuivre en 1996 et se situer au même niveau qu'en 1993, malgré le fléchissement attendu du cours de certains produits de base.

31. Dans le même temps, l'inflation a diminué. En 1995, le taux d'inflation moyen des PMA était de 23,9 %, taux encore élevé mais qui pouvait soutenir favorablement la comparaison avec un taux moyen de 35,7 % pour la période 1991-1994. Ce taux devrait encore se ralentir pour s'abaisser à 19,2 % en 1996 et à 13,2 % en 1997 <sup>8</sup>. Le déficit budgétaire de l'Etat en pourcentage du PIB a également diminué et a été ramené à 5,6 % en 1995 contre 9,5 % en 1988. En 1995/1996 le déficit budgétaire devrait se situer en moyenne aux alentours de 5 ou 6 %.

---

<sup>7</sup>CNUCED : Les pays les moins avancés, Rapport 1996 (Publication des Nations Unies, numéro de vente : F.96.II.D.3).

<sup>8</sup>FMI : World Economic Outlook, octobre 1996, tableau A11, p. 181.

32. De nombreux PMA ont mis en oeuvre ces dernières années d'importantes réformes de fond de leur secteur financier<sup>9</sup>. Les systèmes financiers ont été libéralisés grâce à l'adoption de mesures telles que l'allégement ou la suppression des contrôles d'allocation sur les taux débiteurs et créditeurs, l'introduction de techniques de régulation monétaire conformes aux lois du marché et l'assouplissement des restrictions à l'accès aux marchés financiers intérieurs. Les programmes de restructuration ont commencé à s'attaquer au problème de la fragilité financière des banques paraétatiques tandis que la législation bancaire et la surveillance des banques étaient renforcées.

33. Les réformes du secteur financier semblent avoir porté des fruits puisque le taux d'intérêt réel est passé de -4,1 % pour la période 1983-1989 à -2,4 % pour la période 1990-1995<sup>10</sup>. Il se peut que les réformes du marché financier aient augmenté le volume de l'intermédiation financière et de l'épargne financière et contribué à un accroissement de l'investissement. En pourcentage du PIB, l'investissement est passé de 14,8 % en 1983-1989 à 16,0 % en 1990-1995.

34. Un certain nombre de PMA ont assoupli ou complètement supprimé le contrôle des changes<sup>11</sup>, tandis que d'autres ont créé des bureaux de change qui effectuent les transactions de change, lesquelles ne sont plus soumises au contrôle des banques centrales.

12

#### Développement du marché des capitaux

35. A l'heure actuelle, de nombreux PMA s'efforcent activement d'encourager la création de marchés des valeurs nationaux mais il s'agit là d'un processus difficile et délicat. Pour que ces marchés fonctionnent avec une certaine efficacité, il faut que l'environnement macro-économique soit stable, que l'infrastructure du marché des capitaux et du marché financier soit adéquate et qu'il existe un ensemble de dispositions réglementaires, législatives et de surveillance susceptible de protéger les investisseurs, de gagner la confiance du public et de garantir la discipline des marchés<sup>13</sup>.

36. Premièrement, les normes prudentielles doivent fixer les prescriptions relatives à l'existence de fonds propres suffisants, à la garde des valeurs et aux rapports financiers requis des intermédiaires, ainsi qu'à un système de surveillance et d'application de ces prescriptions.

---

<sup>9</sup>Voir CNUCED : Les pays les moins avancés, Rapport 1996, Troisième partie : les réformes du secteur financier dans les PMA, p. 79 à 105.

<sup>10</sup>FMI : World Economic Outlook, octobre 1996, tableau 17, p. 74.

<sup>11</sup>Djibouti, Gambie, Maldives, Ouganda par exemple.

<sup>12</sup>Guinée, Ouganda, République démocratique populaire lao, République-Unie de Tanzanie, Soudan, Zambie par exemple.

<sup>13</sup>Pour un bref examen de la nécessité d'un cadre juridique et réglementaire approprié, voir CNUCED : "Investissements étrangers de portefeuille dans les pays en développement : problèmes actuels et perspectives", TD/B/WG.1/11, 26 octobre 1993, p. 28 et 29.

37. Deuxièmement, des mesures devraient être prises pour protéger les investisseurs contre les manipulations du marché et le manque de transparence. Il s'agit notamment de règles sur la diffusion de l'information, la transparence des relations contractuelles et une responsabilité fiduciaire stricte. Les règlements en matière de diffusion de l'information comportent un système juridique efficace pour définir et appliquer des normes d'information à l'intention de toutes les sociétés qui émettent des titres destinés au grand public et l'établissement de cotes pour le négoce des titres sur le marché secondaire.

38. En outre, ces lois et règles devraient être étayées par l'adoption et l'application de principes comptables et normes de vérification généralement acceptées par un responsable comptable qui respecte les normes acceptées au niveau international. Les normes comptables internationales sont de plus en plus largement reconnues par les professionnels des marchés de valeurs, en particulier par l'Organisation internationale des commissions de valeurs. D'après les renseignements disponibles, les règles s'appliquant à la présentation de rapports financiers dans certains PMA comme la Guinée-Bissau, le Lesotho, le Malawi, le Mali et le Soudan sont compatibles avec les normes comptables internationales. Au niveau régional, la Communauté de développement de l'Afrique australe met en oeuvre des normes comptables acceptables aux niveaux régional et international grâce à une harmonisation des procédures comptables nationales.

39. Troisièmement, des contrôles au niveau de l'organisation devraient régir la création et le fonctionnement de marchés boursiers, de chambres de compensation et de systèmes d'information boursière.

40. Même si elles sont encore à un stade embryonnaire, des bourses ont été créées dans certains PMA, par exemple dans les pays suivants : Bangladesh, Bhoutan, Malawi, Népal, République-Unie de Tanzanie et Zambie. En janvier 1997, 185 sociétés étaient cotées à la Bourse des valeurs de Dacca (Bangladesh) dont la capitalisation boursière se chiffrait à 3 milliards 865 millions de dollars E.-U. En 1991, le gouvernement avait créé une commission de contrôle des opérations de Bourse et accordé une exonération fiscale aux plus-values. Les renseignements dont on dispose sur la Bourse des valeurs du Népal indiquent qu'en février 1997 91 sociétés y étaient cotées et que la capitalisation boursière s'élevait à quelque 200 millions de dollars E.-U.

41. De nombreux PMA ont une économie de dimensions trop restreintes pour justifier le coût de l'établissement d'une place boursière efficace. En l'occurrence, une coopération régionale en matière de développement des marchés de capitaux peut contribuer à améliorer la mobilisation des ressources étrangères et locales en vue du financement d'un nombre suffisant de sociétés, ce qui offre un plus large choix d'actions et une plus grande liquidité du marché. Toutefois, pour établir des marchés de capitaux ou des marchés boursiers régionaux, il faudrait intensifier les efforts tendant à harmoniser les systèmes de comptabilité et d'information, la fiscalité et les politiques monétaires et financières.

### III. DEFINITION DES POSSIBILITES D'INVESTISSEMENT DANS LES PMA

42. Compte tenu de l'amélioration de leur situation économique, de nombreux PMA peuvent attirer un volume plus important d'investissements en capital-risque. Très souvent, l'existence de ressources naturelles abondantes qui sont encore sous-exploitées ou qui ne sont pas exploitées avec une efficacité maximale offre aux investisseurs la perspective de rendements potentiellement élevés. Ce potentiel en sommeil est d'autant plus attractif qu'un processus de libéralisation a facilité l'accès des investisseurs étrangers sur les marchés de ces pays. Néanmoins, bien qu'il existe des possibilités d'investissement dans les PMA, la plupart des investisseurs restent à l'écart de ces marchés faute d'information, en raison d'idées préconçues à leur égard et enfin à cause du coût élevé qu'entraîne la recherche des meilleures perspectives sur ces marchés de dimensions souvent restreintes.

43. Il semble que dernièrement les investisseurs étrangers aient manifesté davantage d'intérêt pour certains PMA, comme en témoigne la création de fonds par pays à capital fixe établis ces dernières années pour les investissements au Bangladesh, à Madagascar, au Myanmar et en République-Unie de Tanzanie. Plusieurs fonds régionaux ont aussi été établis pour les investissements en Afrique <sup>14</sup>.

44. Le Séminaire a pour objectif d'identifier les possibilités d'investissement et de les présenter pour qu'elles soient examinées avec les participants venus du secteur privé. La CNUCED et l'ONUDI présenteront en particulier des possibilités d'investissement spécifiques dans les secteurs de l'agro-industrie, du tourisme et de l'infrastructure ainsi que des projets d'investissement dans différents PMA. L'agriculture est l'activité fondamentale de la plupart des PMA et les agro-industries (y compris l'industrie textile) jouent un rôle important dans leur développement économique et industriel. Le tourisme représente une source appréciable de revenus pour certains d'entre eux, en particulier pour les pays insulaires. Le développement de l'infrastructure peut aussi offrir des possibilités aux investisseurs étrangers, d'autant qu'il existe une tendance à la privatisation dans ce domaine.

45. Les possibilités offertes par les programmes de privatisation feront aussi l'objet d'un examen. Les exemples que fournissent l'Amérique latine ainsi que l'Europe centrale et orientale montrent que la privatisation peut être un élément moteur du développement des marchés intérieurs des valeurs.

---

<sup>14</sup>On peut citer à titre d'exemple les fonds suivants : l'Africa Investment Fund de Morgan Stanley, l'Africa Emerging Markets Fund (fonds offshore géré aux Etats-Unis) et le Regent Undervalued Assets Africa Fund. Voir The Economist : "African stock markets, No joke", 11 janvier 1997.

En outre, elle attire des investissements étrangers en capital-risque. Plusieurs programmes de privatisation sont en cours d'exécution dans des PMA <sup>15</sup>. Ils peuvent attirer l'investissement étranger, si un fonds de privatisation est créé par exemple.

#### IV. ORGANISATION DES TRAVAUX

46. Les travaux du Séminaire pilote seront fondés sur la participation active des représentants des gouvernements, des institutions multilatérales et des acteurs du secteur privé, notamment des représentants de sociétés à capitaux privés de PMA et, pour les investisseurs, de gérants de banques privées et de fonds de placement. Les débats devraient être axés sur l'action et mener à des recommandations sur les orientations fondamentales qui permettront d'améliorer l'environnement proposé à l'investissement ainsi que l'expansion des marchés de capitaux dans les PMA et sur les conditions à réunir pour y créer des fonds de placement.

47. De nombreux échanges interactifs étant attendus entre les investisseurs et les pays en ce qui concerne en particulier l'examen des possibilités d'investissement dans les PMA, on espère aussi que seront pris des contacts professionnels qui inciteront à de nouveaux investissements par l'intermédiaire de fonds communs de placement dans les PMA.

-----

---

<sup>15</sup>On peut citer les pays suivants : Burkina Faso, Mozambique, Zambie et Bangladesh. D'autres PMA ont annoncé qu'ils avaient l'intention de privatiser d'importants éléments de leur secteur industriel.