



**Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion**  
--CESAG--

**Programme Master en Banque et Finance**  
-MBF-



**Année académique 2011-2012**

**Option: Marchés Financiers et Finance d'Entreprise**

## **Projet Professionnel**

# **CONSTITUTION D'UN FONDS D'INVESTISSEMENT INTERBANCAIRE DEDIE AUX PME : CAS DU BENIN**

Présenté et soutenu par :

**ADJAFFON Imelde Olive**

*Stagiaire MBF*

*11<sup>ème</sup> Promotion*

Sous la supervision de :

**CHABI Bertin**

*Enseignant en Finance*

*CESAG*

**Dakar, Juin 2012**

## Sommaire

Dédicaces .....	iii
Remerciements.....	iv
Sigles et abréviations .....	v
Liste des tableaux.....	vii
Liste des figures .....	vii
Résumé.....	viii
Abstract.....	viii
Introduction générale .....	1
Première Partie : .....	4
Le Capital Investissement comme solution aux obstacles liés à l'émergence des PME ..	4
Chapitre 1: Les Obstacles à l'émergence des PME et les apports de solutions.....	5
1.1. Les obstacles à l'émergence des PME.....	5
1.2. Les apports de solutions aux problèmes de management et de financement rencontrés par les PME.....	7
Chapitre 2: Le Capital investissement ou Private Equity .....	17
2.1. Généralités sur le capital investissement.....	17
2.2. Réglementation applicable au Capital investissement au Bénin .....	26
Deuxième Partie :.....	31
Proposition de Constitution d'un fonds d'investissement interbancaire dédié aux PME	31
Chapitre 3: Caractéristiques du projet d'investissement.....	32
3.1. Caractéristiques du fonds d'investissement interbancaire .....	32
3.2. Caractéristiques de la société de gestion.....	38
Chapitre 4: Calcul et analyse de rentabilité du projet d'investissement .....	40
4.1. Calcul et analyse des performances du fonds d'investissement .....	40
4.2. Calcul et analyse de rentabilité de la société de gestion .....	46
Conclusion générale.....	53
Bibliographie .....	55
Annexes .....	57
Table des matières .....	63

## **Dédicaces**

---

Je dédie ce projet professionnel à :

- mes parents **Albert et Eusébia ADJAFON**, pour les multiples efforts et sacrifices dont ils ont fait preuve jusqu'à ce jour pour la réussite de mes études ;
- mes frères **Luc, Arnaud, Moril, Martial, Etienne** et ma sœur **Rébecca**. Votre affection et votre soutien m'ont été d'une aide inestimable.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

## Remerciements

---

Je rends grâce à **Dieu, le Père Tout Puissant**, pour nous avoir protégé et assisté tout au long de cette formation et pour nous avoir permis de franchir une étape cruciale de vos ambitions.

Ce projet professionnel est l'aboutissement de la conjugaison de multiples contributions dont nous ne saurions oublier l'intérêt et la portée. Nos remerciements vont à l'endroit de :

- le Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion (CESAG), pour le cadre et les infrastructures éducatifs dont nous avons bénéficié ;
- la Coordination du Projet Master en Banque et Finance, en particulier le **Professeur Boubacar BAIDARI** et **Mme Chantal OUEDRAOGO** pour leurs efforts dans la promotion du MBF ;
- **M. Aboudou OUATTARA**, pour sa disponibilité et son aide dans le cadrage et la délimitation du thème de ce projet professionnel ;
- l'ensemble du corps professoral du Master en Banque et Finance, pour la qualité de la formation reçue ;
- **M. Bertin CHABI**, notre encadreur, pour avoir accepté sans condition aucune, de nous guider dans ce travail en dépit de ses multiples occupations ;
- les stagiaires de la 11<sup>ème</sup> promotion du MBF, pour l'esprit de fraternité et d'amitié dont ils ont fait preuve tout au long de la formation ;
- **M. Wilfride AMOUSSOU et sa famille**, pour leur hospitalité et leur aide pendant notre installation à Dakar ;
- nos amis **Davy PADONOU** et **Abdul BELLO**, pour leur soutien et leurs encouragements ;
- **El-Hadj Razaki MOUSTAPHA**, pour son soutien financier ;
- tous ceux qui de près ou de loin nous ont aidé ou ont eu une pensée positive à notre endroit durant notre séjour à Dakar. Soyez-en bénis !

## Sigles et abréviations

---

AfDB:	African Development Bank
AFIG	Advanced Finance Investment Group
ACRF :	Atlantic Coast Regional Fund
BAD :	Banque Africaine de Développement
BCEAO :	Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest
BIC :	Bénéfice Industriel et Commercial
BIDC :	Banque d'Investissement et de Développement de la CEDEAO
BNC :	Bénéfice Non Commercial
BOAD :	Banque Ouest Africaine de Développement
BRVM :	Bourse Régionale des Valeurs Mobilières
CFA :	Chartered Financial Analyst
CAPOD :	Projet de Renforcement des capacités en Conception et Analyse des Politiques de Développement
CEDEAO :	Communauté Economique des Etats de l'Afrique de l'Ouest
CePEPE :	Centre de Promotion et d'Evaluation des Petites et Moyennes Entreprises
CESAG :	Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion
CGA :	Centre de Gestion Agréé
DPI :	Distributed to Paid-in Capital
EBID :	ECOWAS Bank for Investment and Development
FACI :	Facilité d'Appui au Commerce International
FAGACE :	Fonds Africain de Garantie et de Coopération Economique
FCC II :	Fonds Cauris Croissance II
FCFA :	Franc CFA
FMI :	Fonds Monétaire International

FONAGA : Fonds National de Garantie et d'Assistance aux Petites et Moyennes Entreprises

GIPS : Global Investment Performance Standards

IRR : Internal Rate of Return

MEI : Moyenne Entreprise et Industrie

MSI : Management System International

OHADA : Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires

OPCVM : Organisme de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières

PEI : Petite Entreprise et Industrie

PME : Petite et Moyenne Entreprise

PMI : Petite et Moyenne Industrie

RVPI : Residual Value to Paid-in Capital

SME : Small and Medium Enterprise

TRI : Taux de Rentabilité Interne

TVPI : Total Value to Paid-in Capital

## Liste des tableaux

Tableau 1 : Comparaison des caractéristiques de la Dette senior et du Private Equity .....	19
Tableau 2 : Répartition des crédits recensés à la centrale des risques .....	34
Tableau 3 : Composition de l'actionnariat du fonds d'investissement .....	34
Tableau 5 : Performances du fonds d'investissement interbancaire (Scénario optimiste) .....	41
Tableau 6 : Performances du fonds d'investissement interbancaire (Scénario pessimiste).....	44
Tableau 7 : Rentabilité de la société de gestion (Scénario optimiste).....	47
Tableau 8 : Rentabilité de la société de gestion (Scénario pessimiste).....	50
Tableau 9 : Détermination des résultats opérationnels du fonds d'investissement (Scénario optimiste) .....	58
Tableau 10 : Détermination des résultats opérationnels du fonds d'investissement (Scénario pessimiste) .....	59
Tableau 11 : Chiffre d'affaires prévisionnel de la Société de gestion .....	60
Tableau 12 : Détail des charges de personnel .....	61
Tableau 13 : Budget des immobilisations et des dépenses de fonctionnement.....	62

## Liste des figures

Figure 1: Répartition géographique des fonds de Cauris Management .....	15
Figure 2: Le marché secondaire du Private Equity .....	18
Figure 3: Représentation d'une courbe en J.....	22
Figure 4: Les acteurs du fonds d'investissement interbancaire .....	33
Figure 5: Courbe en J (J Curve) du scénario optimiste.....	40
Figure 6: Courbe en J (J Curve) du scénario pessimiste .....	43
Figure 7: Evolution du Résultat net et Flux nets de trésorerie (Approche optimiste).....	46
Figure 8: Evolution du Résultat net et Flux nets de trésorerie (Approche pessimiste) .....	49

## **Résumé**

---

Le phénomène de *flight to quality* observé depuis quelques années montrant l'intérêt accru des investisseurs pour les marchés en croissance et peu exploités, nous a amené à nous poser la question de savoir si les entreprises d'Afrique subsaharienne sont suffisamment prêtes pour transformer la crise financière du monde développé en opportunité. Notre analyse de la situation des PME béninoises en particulier, révèle que les problèmes qu'elles rencontrent ne leur permettent pas de tirer profit des vagues de capitaux qui sont dirigées vers les pays émergents et ceux en développement. Ainsi, dans l'optique d'aider à résoudre un tant soi peu ces problèmes de base qui se trouvent être des questions de développement, nous avons proposé à travers ce projet professionnel, la *constitution d'un Fonds d'Investissement Interbancaire dédié aux PME béninoises*. Dans cette étude, sur la base de l'offre de financement à moyen terme aux PME par le système bancaire béninois, nous avons prévu de lever un fonds de FCFA 5 000 millions provenant principalement des banques béninoises, mais aussi de l'Etat béninois et d'institutions financières de développement telles que la BOAD, la BIDC et la BAD. Le fonds constitué sera géré par une société de gestion dont la compétence permettra d'atteindre des objectifs de taille. L'analyse de la rentabilité du projet du fonds d'investissement montre que le fonds offrira un rendement compris entre 62% et 66% aux apporteurs de capitaux à la fin de dix (10) années d'investissement dans des PME/PMI à forte potentialité de croissance et de rentabilité.

## **Abstract**

---

It is needless to recall how fragile the world economy has become over the last five years or so with severe crises such as the sub-prime mortgage market collapse in the United States and the ongoing Sovereign debt crisis in Europe. This situation has brought investors worldwide to seek for less risky markets with growth potential to invest in. Is the private sector of Sub-Saharan Africa well-equipped to take advantage from the crisis that the developed world is facing? Through our analysis of SMEs in Benin, we found out that the hurdles they encounter give no room for them to draw part of the capital flows being channeled to emerging and developing economies globally. Therefore, in order to help fix a little bit those basic problems which are also known as development challenges, we offer by the means of this paper *to raise and manage an Inter-bank Investment Fund dedicated to SMEs in Benin*. Based on the amount of medium term loans provided by Benin banking system to this category of businesses, we've decided to raise FCFA 5 billion. This fund of Private Equity will be driven mainly from Benin banking industry and from other contributors like Benin Government, BOAD, EBID and AfDB. The fund is designed to be managed and be invested in SMEs with high growth and profitability potential over 10 years by a Private Equity firm, endowed with qualified practitioners, efficient enough to reach the strategic and operational objectives assigned to it. The investment analysis has shown a return on investment (Internal Rate of Return) for shareholders that lies between 62% and 66%.

## Introduction générale

---

Le monde est frappé depuis 2008 par des crises successives. Après la crise des subprimes aux Etats-Unis, toutes les économies subissent aujourd'hui les effets de la crise de la dette souveraine européenne. Cette situation favorise le phénomène de *flight to quality*<sup>1</sup>. Les risques accrus associés à l'ingénierie financière et la défiance croissante à l'égard du risque souverain incitent en effet de nombreux investisseurs à se tourner vers des marchés en forte croissance et peu exploités comme l'Afrique subsaharienne (Jennifer Choi<sup>2</sup>, 2011).

Le secteur privé de l'Afrique subsaharienne est-il suffisamment prêt à transformer la crise financière du monde développé en opportunité?

Le secteur privé africain est constitué en majorité de petites et moyennes entreprises (PME) qui conditionnent d'ailleurs le niveau de croissance du continent mais sont caractérisées par le manque de transparence, l'absence d'informations financières fiables et l'inexistence d'une bonne de gouvernance d'entreprises. Une situation qui peut faire croire que le secteur privé de l'Afrique subsaharienne ne répond pas aux conditions indispensables à tout financement extérieur. C'est d'ailleurs cet état de choses couplé à l'absence de garanties solides qui conduit les banques à refuser l'accord de crédits aux PME compte tenu d'une perception excessive du risque de défaut par celles-ci.

La problématique du financement des PME en Afrique subsaharienne reste toujours d'actualité et demeure persistante. Des dispositifs comme les fonds de garantie ont permis de contourner un tant soi peu les contraintes que ces entités rencontrent. Mais ces outils comportent des limites dont notamment la non prise en compte du besoin en matière de gestion et de bonne gouvernance dans les entreprises financées.

Le Capital Investissement, en développement rapide dans les pays anglophones d'Afrique est encore très peu connu dans l'UEMOA. Pourtant, il peut être une réponse aux problèmes de financement des PME dans la mesure où il combine assistance technique et stratégique et assistance financière.

---

<sup>1</sup> Changement soudain du comportement des investisseurs qui tendent à vendre les actifs perçus comme de plus en plus risqués contre l'achat d'actifs plus surs.

<sup>2</sup> Vice-présidente chargée des Affaires sectorielles et publiques, Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA)

## **Constitution d'un Fonds d'Investissement Interbancaire dédié aux PME : Cas du Bénin**

Une étude réalisée par le FMI en 2006 révèle que le système bancaire d'un grand nombre de pays africains détient plus de réserves que nécessaire, en partie, parce qu'il trouve les possibilités de prêts limitées et risquées.

Le capital-investissement pourrait donc être utilisé comme un moyen de réconcilier la banque et la PME.

S'il est vrai que la performance des PME béninoises est subordonnée à leur accès au financement en particulier celui à long terme, il n'est pas moins vrai que le manque de compétences de celles-ci en matière de gestion financière peut constituer un obstacle à leur développement. Il est donc nécessaire, dans le souci de promouvoir le secteur privé, d'opter pour une solution qui intègre aussi bien le financement que le conseil en gestion au bénéfice des PME.

Cauris Management S.A est la principale société de Capital investissement intervenant sur le marché béninois et ses investissements au Bénin ne représentent que 6% de l'ensemble des capitaux qu'elle a investi dans l'UEMOA. La portée des opérations de capital investissement est donc encore limitée au Bénin.

En vue de combler, dans une certaine mesure, ce déficit grâce à une meilleure implication du système bancaire béninois dans le financement de l'économie, notre projet professionnel vise à proposer comme solution la « Constitution d'un fonds d'investissement interbancaire dédié aux PME ». Pour y arriver, nous tenterons de répondre aux questions suivantes :

- ✓ quelles sont les modalités de mise en place d'un fonds d'investissement?
- ✓ dans quelles mesures un fonds d'investissement interbancaire peut être constitué au Bénin ?

L'objectif général de ce projet est de mettre en place un fonds d'investissement interbancaire dont les apporteurs de capitaux seront principalement les banques béninoises. Il s'agira alors d'amener les banques à financer les besoins d'investissement des PME à travers une société de gestion de fonds dont les compétences et la stratégie d'investissement leur permettent d'obtenir un rendement proportionnel au risque qu'elles encourent en s'engageant dans le fonds.

Spécifiquement, les objectifs du projet sont:

- ✓ détermination des caractéristiques du projet dans sa globalité ;
- ✓ calcul et analyse des performances du projet de constitution du fonds d'investissement interbancaire ;

- ✓ calcul et analyse de la rentabilité du projet de création de la société de gestion.

La rédaction de ce projet professionnel, à titre personnel, nous permettra d'appréhender les contours de l'outil qu'est le capital investissement et les modalités de constitution et de gestion d'un fonds d'investissement interbancaire.

Pour le CESAG, elle permettra d'affirmer son engagement à mettre à la disposition des économies de la sous région des cadres performants ayant la maîtrise des techniques innovantes et de disposer dans sa bibliothèque d'un projet de création d'un fonds d'investissement.

Par contre, la réalisation du projet professionnel aura un impact certain sur l'économie béninoise grâce notamment à la transformation des PME en des entreprises capables de jouer le rôle de levier de développement. En plus du retour sur investissement, ce projet permettra aux Banques partenaires d'accompagner pleinement le Bénin dans sa croissance économique.

Au plan régional, la réalisation du projet contribuera au développement de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières. La forme de sortie privilégiée étant l'introduction en bourse.

Notre démarche méthodologique consistera dans un premier temps à faire l'état des lieux des différents obstacles à l'émergence des PME au Bénin et les principales solutions apportées avant d'évoquer les généralités sur le capital investissement. Ensuite nous procéderons au calcul et à l'analyse de la rentabilité aussi bien du projet de constitution du fonds d'investissement interbancaire que du projet de création de la société de gestion du fonds.

Dans la conduite de cette étude, nous adopterons un plan bipartite. La première partie présentera le Capital investissement comme solution aux obstacles liés à l'émergence des PME et la deuxième partie se consacrera à l'étude du projet investissement.

## **Première Partie :**

### **Le Capital Investissement comme solution aux obstacles liés à l'émergence des PME**

---

Selon Mougnot<sup>3</sup>, le Capital investissement consiste en une prise de participation en capital dans des entreprises généralement non cotées qui n'ont donc pas accès directement aux marchés financiers, pour financer leur démarrage ou leur croissance, leur transmission ou leur survie. Il s'agit ainsi de financer des sociétés en création ou des PME/PMI à un moment critique de leur histoire, en palliant le manque d'argent des fondateurs ou des dirigeants, et en fournissant des capitaux que les banques ne sont pas prêtes à engager car le risque auquel elles seraient exposées serait trop important pour elles.

Dans cette partie, nous évoquerons les obstacles à l'émergence des PME au Bénin et ferons l'état des lieux des solutions qui s'appliquent déjà aux problèmes de management et de financement de ces entreprises au Bénin (Chapitre 1) et nous aborderons plus en détail l'outil des marchés financiers qu'est le capital investissement avant de donner un bref aperçu de la réglementation de ce métier au Bénin et dans l'UEMOA (Chapitre 2).

---

<sup>3</sup> Mougnot G.(2007), *Tout savoir sur le Capital investissement*, Gualino,p.15-16

## Chapitre 1: Les Obstacles à l'émergence des PME et les apports de solutions

---

Dans ce chapitre, nous ferons un état des lieux des obstacles qui entravent la compétitivité et l'émergence des Petites et Moyennes Entreprises au Bénin d'une part et nous discuterons des solutions apportées aux problèmes de management et de financement rencontrés par celles-ci.

### 1.1. Les obstacles à l'émergence des PME

Cette section sera d'abord consacrée à la définition de la PME selon la Charte nationale des PME/PMI du Bénin et ensuite à l'énumération proprement dite des obstacles auxquels ces entreprises font face.

#### 1.1.1. Définition de la PME

Selon la Charte nationale des PME/PMI du Bénin, une petite et moyenne entreprise est toute entreprise légalement constituée tenant une comptabilité régulière, qui n'est pas une filiale de multinationale et qui satisfait aux critères d'un effectif de cinq (05) à quatre vingt dix neuf (99) employés permanents, puis d'un capital social compris entre un million (1 000 000) et cinquante millions (50 000 000) de francs CFA ou des investissements d'un montant compris entre cinq millions (5 000 000) et cinq cent millions (500 000 000) de francs CFA.

Par ailleurs, la charte fait une distinction entre Petite entreprise et Moyenne entreprise.

##### 1.1.1.1. Petites Entreprises et Industries (PEI)

L'Article 4 de la charte stipule que, sont classées parmi les Petites Entreprises et Industries, celles remplissant les conditions suivantes :

- ✓ disposer d'un effectif compris entre cinq (05) et quarante neuf (49) employés
- ✓ tenir une comptabilité conforme au système national en vigueur au Bénin et compatible avec les dispositions de l'Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires (OHADA) ;
- ✓ réaliser un chiffre d'affaires hors taxes annuel de cinq (5) à cent cinquante (150) millions de francs CFA ;

### **1.1.1.2. Moyennes Entreprises et Industries (MEI)**

Selon l'Article 6 de la charte, sont classées parmi les Moyennes Entreprises et Industries, celles remplissant les conditions suivantes :

- ✓ disposer d'un effectif compris entre cinquante (50) et quatre vingt dix neuf (99) employés ;
- ✓ tenir une comptabilité conforme au système national en vigueur au Bénin et compatible avec les dispositions de l'Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires (OHADA) ;
- ✓ réaliser un chiffre d'affaires hors taxes annuel compris entre cent cinquante (150) millions et deux (2) milliards de francs.
- ✓ l'entreprise sera caractérisée par une certaine division du travail, une organisation des tâches et une certaine gestion spécialisée ;

### **1.1.2. Les obstacles proprement dits**

Les limites liées à l'émergence des PME au Bénin sont de divers ordres. Nous nous intéresserons aux obstacles liés à leur management et ceux liés à leur financement.

#### **1.1.2.1. Le management des PME**

Les dysfonctionnements souvent observés dans le management des PME ont trait à la personnalité des dirigeants et la compétence de l'équipe de direction. Partant de ces deux facteurs, les problèmes de gestion rencontrés par les PME sont entre-autres :

- ✓ le manque de transparence dans la gestion du fait de la défaillance du système d'information et de gestion ;
- ✓ l'absence de planification se manifestant par l'inexistence d'un plan d'affaires et/ou d'un processus de planification et de contrôle continu ;
- ✓ une structure et une gestion financière inadéquate dues à la méconnaissance des principes de gestion financière ;
- ✓ le refus de partenariat et l'optimisme exagéré des dirigeants ;
- ✓ la faible orientation marketing due à une méconnaissance du marché se traduisant généralement par une surestimation du potentiel de celui-ci ;
- ✓ la sous estimation de la force de la concurrence et une faible diversification de la clientèle ;

- ✓ la croissance incontrôlée subie à défaut d'une vision claire de l'avenir de l'entreprise ;
- ✓ la quasi inexistence d'un plan de développement ;
- ✓ l'inexistence d'une bonne gouvernance d'entreprise.

### **1.1.2.2. Le financement des PME**

Au nombre des problèmes de financement rencontrés par les PME, nous pouvons retenir entre-autres :

- ✓ le faible niveau des fonds propres, donc une sous-capitalisation ;
- ✓ l'exigence, par certaines institutions financières, d'importantes garanties notamment physiques dont la plupart des PME ne disposent pas ;
- ✓ le financement inadapté à leurs besoins.

Globalement, le faible accès des PME à des crédits s'explique d'abord par le caractère trop prudent des banques commerciales pour qui les PME sont synonymes de risques. En effet, les pratiques habituelles des banques en matière de prêts, reposent principalement d'une part sur, la recherche coûteuse d'informations et l'analyse de ces informations et d'autre part, la prise de garanties réelles. Très souvent, les prises de garanties sont plus utilisées que la première alternative. Cependant, les PME ont des difficultés à fournir les garanties qui leur sont exigées. Par conséquent, cette catégorie d'entreprises est particulièrement désavantagée face aux exigences des systèmes financiers classiques. Il apparaît donc que, le financement des PME n'obéit pas aux mécanismes classiques de la finance.

## **1.2. Les apports de solutions aux problèmes de management et de financement rencontrés par les PME**

Nous discuterons, dans cette section, des solutions apportées aux faiblesses du management au sein des PME avant de faire un état des apports de solutions à leurs problèmes de financement.

### **1.2.1. Les solutions aux problèmes de management des PME**

Au nombre des solutions aux problèmes de management que vivent les PME au Bénin, les organismes tels que le Centre de Promotion et d'Encadrement des Petites et Moyennes Entreprises (CePEPE) et les Centre de Gestion Agréés (CGA) ont été créés pour jouer le rôle d'encadreur et d'accompagnateur aux côtés de celles-ci.

### **1.2.1.1. Le Centre de Promotion et d'Encadrement des Petites et Moyennes Entreprises (CePEPE)**

Le CePEPE a pour mission de promouvoir l'initiative privée par l'appui à la formation des entrepreneurs, à la création de nouvelles entreprises, l'assistance à la réhabilitation ou au développement d'entreprises existantes.

Les activités du CePEPE se résument comme suit :

- accueil, information, sensibilisation et orientation des futurs promoteurs dans le choix, le mûrissement et l'internationalisation de leurs idées de projets ;
- études de faisabilité et élaboration de dossiers bancables pour les projets de création d'entreprises ou de réhabilitation et développement d'entreprises existantes ;
- appui à la réalisation d'études et de recherches visant la promotion du secteur privé et plus particulièrement des PME / PMI ;
- recherche de financement pour les projets de création/réhabilitation et développement d'entreprises ;
- encadrement, conseil et suivi des projets financés par les banques et autres institutions de financement ;
- encadrement technique des entreprises de bâtiments et travaux publics ;
- assistance à l'identification, la sélection et le recrutement de personnel pour les PME/ PMI;
- études socio-économiques liées à la promotion des PME/ PMI ;
- formation au développement de l'esprit d'entreprise (méthodologie Management System International «MSI») et EMPRETEC ;
- formation à la création d'entreprise (méthodologie Créez votre Entreprise «CREE» du Bureau International du Travail);
- formation à la gestion d'entreprise (méthodologie Gérez Mieux votre Entreprise «GERME» du Bureau International du Travail).

### **1.2.1.2. Les Centres de Gestion Agréés (CGA)<sup>4</sup>**

Un centre de gestion agréé est une association dont la constitution et le fonctionnement sont conformes aux dispositions de la loi du 1er juillet 1901. Les

---

<sup>4</sup> Rapport provisoire CAPOD 2010 sur la *Problématique de l'élargissement de l'assiette fiscale au Bénin : La contribution des Centres de Gestion Agréés*

Centres de Gestion Agréés (CGA) assistent leurs adhérents en matière de gestion et de tenue de comptabilité. Ils élaborent notamment pour le compte de leurs adhérents les états financiers annuels et les déclarations fiscales et sociales.

Peuvent adhérer à un centre de gestion agréé les personnes physiques ou morales ayant la qualité d'industriel, de commerçant, d'artisan, d'agriculteur ou de membre de profession libérale relevant des régimes fiscaux du bénéfice non commercial ou industriel et commercial.

Peuvent également adhérer à un centre de gestion agréé toutes personnes qui, sans être inscrites au registre de commerce ou immatriculées à un répertoire de métiers, exercent à titre habituel une activité professionnelle licite imposée dans les catégories fiscales indiquées ci-dessus. Ces personnes s'astreignent de ce fait à accomplir les formalités d'inscription dans les répertoires appropriés de leur profession.

Les adhérents d'un centre de gestion agréé bénéficient sans distinction de tous avantages ou mesures définis par la loi ou tout acte réglementaire. En particulier, les adhérents bénéficient d'un abattement fiscal. En effet, une réduction fiscale de 40% sur l'impôt BIC ou BNC est accordée aux adhérents. S'ils sont du secteur primaire (agricole), ils disposent d'une réduction supplémentaire de 10%. Cette disposition est prévue par le Code Général des Impôts en son nouvel article 25, modifié par les lois de Finances gestion 2001, 2002, 2003, 2005, 2008 et 2009.

Les adhérents bénéficient également d'autres avantages tels que :

- l'assistance dans les domaines de la tenue de la comptabilité et de l'établissement des états financiers conformément aux dispositions du droit comptable et du plan comptable OHADA ;
- la formation pratique ;
- les conseils ;
- l'accompagnement financier.

D'autres avantages peuvent exister selon les objectifs fixés par chaque Centre de Gestion Agréé.

Mais qu'en est-il des solutions aux problèmes de financement des PME ?

### **1.2.2. Les solutions aux problèmes de financement des PME**

Nous évoquerons, ici, les allègements apportés aux difficultés financières des PME au Bénin, les fonds de garantie, le marché financier régional et le capital investissement.

#### **1.2.2.1. Les allègements apportés aux difficultés financières des PME au Bénin**

Selon l'article 53 de la Charte des PME/ PMI du Bénin, l'Etat a pris les dispositions suivantes pour alléger les difficultés financières des PME :

« L'État et ses démembrements sont appelés à accorder un traitement préférentiel aux PME/PMI reconnues par la Charte. Pour contribuer à l'allègement des difficultés financières des PME/PMI, l'État s'engage à accélérer les procédures de paiement des sommes qui leur sont dues par l'Administration et ses démembrements ou par les entreprises publiques et parapubliques. La Mission de Suivi de la Charte pourra être saisie par toute PME/PMI qui connaîtrait des difficultés de paiement de la part de l'État ou de ses démembrements (après un retard de quatre vingt dix (90) jours) en vue de diligenter les procédures y afférentes et leur permettre de disposer ainsi d'un fonds de roulement assurant leur bon fonctionnement.

Aussi, les PME/PMI pourront saisir la mission pour le dénouement de leurs créances vis à vis des tiers et des dettes inter-entreprises.»

De même, les articles 58 et 59 de la Charte prévoient des exonérations fiscales au profit des PME selon la source des ressources utilisées et le secteur d'activité.

#### **1.2.2.2. Les fonds de garantie**

Il s'agit entre-autres du Fonds Africain de Garantie et de Coopération Economique (FAGACE), du Fonds GARI et du Fonds National de Garantie et d'Assistance aux Petites et Moyennes Entreprises (FONAGA).

##### **a. Le fonds Africain de Garantie et de Coopération Economique**

Le FAGACE est un établissement public international à caractère économique et financier spécialisé dans la promotion des investissements publics et privés, créé en 1978. Les membres sont : Bénin, Burkina Faso, Cameroun, Centrafrique, Côte d'Ivoire, Mali, Niger, Rwanda, Sénégal, Sierra Leone, Togo. Son siège est à Cotonou (Bénin)

L'objet du Fonds est de contribuer au développement économique et social des Etats membres, pris individuellement ou collectivement, en participant au financement de leurs projets de développement ou en facilitant leur réalisation par des mesures d'accompagnement comme la bonification ou l'allongement de la durée des crédits

Le Fonds intervient sous l'une des formes ci-après :

- la garantie des prêts à moyen ou long terme destinés au financement ou au refinancement d'investissements productifs ;
- la garantie des prêts à court terme visant à promouvoir le commerce ou les productions locales ;
- la reconfirmation des lettres de crédit documentaire en faveur des banques dans le cadre de la facilité d'appui au commerce international "FACI";
- l'allègement des conditions d'emprunt par la bonification d'intérêt ou l'allongement de la durée du crédit.

#### **b. Le Fonds GARI (Guarantee Funds for private Investment)**

L'objectif premier du Fonds GARI consiste à aider au développement du secteur privé, en soutenant le financement des investissements qui en relèvent. Ce soutien prend la forme exclusive de garanties consenties aux banques et établissements financiers intervenant dans les Etats de la Communauté Economique des Etats d'Afrique de l'Ouest (CEDEAO). Les garanties portent sur une fraction du principal des financements à moyen et long terme mis en place en faveur des entreprises appartenant au secteur privé productif.

Ce dispositif est un instrument de partage de risques. Il encourage les banques à financer des projets qu'autrement elles ne financeraient peut-être pas.

#### **c. Le Fonds National de Garantie et d'Assistance aux Petites et Moyennes Entreprises (FONAGA)**

Le FONAGA est une institution spécialisée pour la Garantie pour les prêts consentis par les banques aux PME/PMI nationales. Il s'agit des engagements par signature à long et moyen termes pour faciliter l'accès au crédit des PME. Ce type d'engagements est matérialisé par la signature d'un contrat de cautionnement entre le Fonds et l'institution de financement. Ce contrat définit le montant total du crédit octroyé, le taux de couverture de la garantie du Fonds, les conditions et les modalités de réalisation de cette garantie.

Le FONAGA contribue également à l'émergence des PME dans le secteur des Bâtiments et Travaux Publics (BTP) par la mise en place des diverses cautions exigées par les divers maîtres d'ouvrage. Il s'agit de toutes les opérations d'engagements par signature à court terme au profit des entreprises soumissionnaires aux appels d'offres des marchés de bâtiment et travaux publics ou d'acquisition des biens et services. Le Fonds intervient dans la délivrance de plusieurs sortes de cautions:

- cautionnements provisoires ;
- engagements de cautions ;
- cautions d'avance de démarrage ;
- cautionnements définitifs ;
- cautions de retenue de garantie ;
- et cautions pour soutenir la mise en place des facilités de caisse demandées par les entreprises auprès des banques.

#### **1.2.2.3. Le Marché Financier Régional**

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières n'est pas encore accessible aux PME car caractérisées en général par une faible qualité de l'information financière. Seules les grandes entreprises y sont éligibles jusqu'à présent. Mais des réflexions sont en cours afin de rendre les PME éligibles à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) notamment grâce à la création d'un compartiment réservé à cette catégorie d'entreprises.

Par ailleurs, il existe une ressource à long terme pour le financement des entreprises non cotés, appelée : le capital investissement.

#### **1.2.2.4. La solution du capital investissement**

Les généralités sur ce moyen alternatif de financement des entreprises seront développées dans le prochain chapitre. Mais il importe à ce niveau de faire l'état des lieux du paysage du capital investissement au Bénin et dans l'UEMOA. En effet, l'environnement du Private Equity dans l'UEMOA est constitué entre-autres de Cauris Management SA, de Advanced Finance & Investment Group (AFIG) et de TunInvest Group.

**a. Cauris Management S.A.<sup>5</sup>**

Les institutions financières actives dans le financement du secteur privé, se sont rendu compte que leurs actions étaient limitées et qu'elles ne pouvaient pas intervenir directement dans des PME de l'UEMOA afin de leur apporter le financement (souvent peu élevé) et l'assistance technique dont elles ont besoin pour atteindre leurs objectifs. C'est dans ce contexte qu'a été initié le Fonds Cauris Investissement qui est le premier fonds de capital investissement dédié à la zone UEMOA et géré par Cauris Management S.A.

Ce dernier intervient en fonds propres ou quasi-fonds propres dans les PME/PMI en création, en développement ou en difficulté (redressement) et ayant un fort potentiel de rentabilité. Le financement consiste en un véritable partenariat où l'équipe de Cauris Management participe aux conseils d'administration et est consultée pour toute décision engageant l'entreprise sur le plan financier et stratégique.

Les Fonds gérés par Cauris Management SA sont au nombre de trois : Cauris Investissement, Cauris Croissance I et Cauris Croissance II.

➤ **Cauris Investissement**

Cauris Investissement a été créé en 1995 pour investir dans les huit (8) états membres de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA). Le Fonds, doté d'un capital de FCFA 5 milliards, a été totalement investi. Lors de sa période d'investissement, Cauris Investissement est intervenu à travers des participations en capital et/ou quasi capital dans des entreprises en développement ou en création avec une plage d'intervention limitée à FCFA 500 millions. Depuis 2002, le fonds a entamé le désinvestissement des titres en portefeuille. A fin 2010, les revenus tirés des titres cédés représentent trois fois les montants investis et plus de trois fois la taille du fonds.

➤ **Cauris Croissance I**

Lancé en 2006, par Cauris Management, Cauris Croissance est un fonds de capital-investissement généraliste doté de 10 000 millions de FCFA et qui couvre les pays francophones de l'Afrique de l'Ouest. Cauris Croissance intervient en capital et/ou quasi-capital dans des entreprises de taille moyenne à fort potentiel de croissance et

---

<sup>5</sup> <http://www.caurismanagement.com/cauris.html>

de rentabilité. Le niveau d'intervention du fonds peut atteindre 1 500 millions de FCFA. Le fonds, à présent totalement investi, est dans sa phase de désinvestissement.

Tous les secteurs d'activités sont éligibles aux interventions du fonds à l'exception des entreprises œuvrant dans l'industrie de l'armement et de divertissements pour adultes. Le fonds n'investit pas non plus dans les entreprises dont les activités impactent négativement l'environnement.

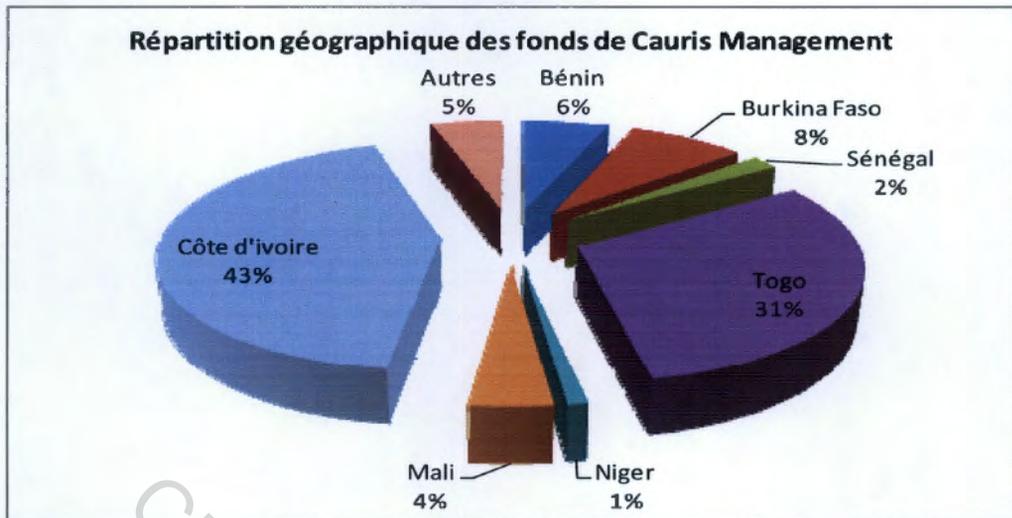
➤ **Cauris Croissance II**

Le fonds Cauris Croissance II (FCC II), dont le premier closing a eu lieu en octobre 2010 avec la levée de 29,5 milliards de FCFA sur un objectif de 39,4 milliards de FCFA à atteindre durant 2011, est le troisième fonds directement géré par Cauris Management. FCC II, qui est un fonds généraliste, s'oriente vers des entreprises ayant une stratégie de développement régional et vise à prendre des participations généralement minoritaires mais significatives dans des PME/PMI en forte croissance par le biais de participations en capital et/ou quasi capital.

Tous les secteurs d'activités sont éligibles aux interventions du fonds à l'exception des entreprises œuvrant dans l'industrie de l'armement et de divertissements pour adultes. Le fonds n'investit pas non plus dans les entreprises dont les activités impactent négativement l'environnement. FCC II couvre l'Afrique de l'ouest francophone et anglophone hors Nigéria.

Au total, comme le montre le graphique ci-après, Cauris Management SA a investi au Bénin environ 6% de ses fonds (tous fonds confondus) et dans quatre entreprises que sont : FIFA, EquiBail Bénin, Société des Huileries du Bénin et Imprimerie TUNDE.

Figure 1: Répartition géographique des fonds de Cauris Management



Source : Cauris Management SA

#### b. Advanced Finance & Investment Group (AFIG)<sup>6</sup>

Advanced Finance & Investment Group («AFIG») est une société de gestion de fonds d'investissements créée en 2005 à l'île Maurice avec des bureaux à Dakar (Sénégal), Johannesburg (Afrique du Sud), et Washington D.C. (Etats-Unis). AFIG a pour objectif de créer un nouveau paradigme du capital investissement en Afrique en incorporant des investisseurs africains et internationaux ainsi que des sociétés financières de développement dans un nouveau fonds géré par des professionnels du capital investissement ayant une expérience avérée et un vaste réseau de relations ainsi qu'une excellente connaissance du milieu des affaires.

AFIG gère le Atlantic Coast Regional Fund ("ACRF") qui est un fonds d'environ FCFA 35 milliards (\$72 millions). Les investissements visés par ACRF se focalisent sur des sociétés bien implantées et à forte capacité de croissance, ayant en même temps un champ d'opérations couvrant potentiellement un ou plusieurs pays.

#### c. TunInvest Group<sup>7</sup>

Créé en 1994, le groupe TunInvest, leader du capital investissement dans le maghreb, gère huit Fonds au total dont trois destinés à toute l'Afrique à savoir : Africinvest Ltd I, Africinvest II et Africinvest financial sector représentant respectivement FCFA 22

<sup>6</sup> <http://www.afigfunds.com/fr>

<sup>7</sup> [http://www.tuninvest.com/site/en/fond.php?id\\_article=58](http://www.tuninvest.com/site/en/fond.php?id_article=58)

milliards, FCFA 94 milliards et FCFA 20 milliards (c'est-à-dire EUR 34 millions, EUR 143 millions et EUR 30 millions).

Au nombre des solutions appliquées aux problèmes de management auquel font face les PME au Bénin, nous avons évoqué, dans ce chapitre, l'existence d'institutions telles que le Centre de Promotion et d'Encadrement des Petites et Moyennes Entreprises et les Centres de Gestion Agréés et leurs rôles dans la promotion d'un meilleur management au sein de ces entités. Nous avons aussi énoncé comme solutions apportées aux problèmes de financement, les allègements prévus par la Charte des PME/PMI du Bénin, les fonds de garantie constitués, la création prochaine d'un compartiment dédié aux PME sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières et enfin l'expérience du capital investissement dans la sous région.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

## **Chapitre 2: Le Capital investissement ou Private Equity**

---

Ce chapitre sera consacré, dans sa première section, aux généralités sur le capital investissement et, dans sa seconde section, à la réglementation applicable à l'exercice de ce métier au Bénin.

### **2.1. Généralités sur le capital investissement**

Il s'agira d'énumérer les acteurs, d'expliquer le fonctionnement et d'évoquer les caractéristiques générales, les mesures de performance, les avantages et les risques relatifs aux fonds d'investissement.

#### **2.1.1. Les acteurs et le fonctionnement général des fonds d'investissement**

En plus des acteurs et de l'organisation des fonds de Private Equity, nous aborderons la question de la liquidité du marché secondaire, la distinction entre dette senior et le Private Equity ainsi que les autres caractéristiques de cette forme particulière de financement d'entreprise.

##### **2.1.1.1. Les acteurs**

Les acteurs d'un fonds d'investissement comprennent :

- les investisseurs (ou *Limited Partners*) qui fournissent des fonds ;
- la société de gestion (*Private Equity Firm* ou *General Partner*) qui apporte ses conseils et son expertise ;
- la société d'investissement (*Private Equity Investment Fund*) qui réalise les investissements ;
- et les entreprises qui reçoivent les financements correspondants.

##### **2.1.1.2. L'organisation**

L'organisation de l'activité présente les caractéristiques suivantes :

- les investissements en Private Equity peuvent se faire dans des fonds (*Funds Investing*), des fonds de fonds (*Fund of Funds*) ou des entreprises (*Direct Investing*);
- les investissements dans des fonds peuvent être primaires (engagement d'investir dans un fonds à créer) ou secondaires (achat ou transfert d'intérêt à un autre investisseur dans un fonds existant) ;
- on distingue le capital engagé (*Committed Capital*) du capital effectivement collecté (*Drawdown Capital*) et du capital investi (*Invested Capital*) ;

- les fonds de Private Equity sont généralement créés pour une durée de 10 ans (+ 2 à 3 ans) avec deux périodes d'investissement et de désinvestissement de cinq ans chacune ;
- la collecte des fonds est généralement triennale (avec des exceptions en période de bulles) ;
- un fonds de capital investissement génère des flux de liquidités *Cash in Flows* et *Cash out Flows* fondamentalement imprévisibles en montants et en échéances.

### 2.1.1.3. La liquidité du marché

La liquidité du marché est une problématique importante pour les investisseurs qui ne récupéreront leur liquidité qu'après une période de 10 ans au moment de la revente de leur participation par le fonds (c'est-à-dire à la sortie du fonds). Le marché secondaire du Private Equity (ou *Private Equity Secondaries*) est un marché de gré à gré qui permet de réduire cette contrainte et fonctionne selon le mécanisme suivant.

**Figure 2: Le marché secondaire du Private Equity**



Outre la liquidité apportée aux investisseurs, le marché secondaire permet une diversification des portefeuilles à travers deux types de transactions :

- la revente de leur participation dans le fonds ;
- leurs investissements directs dans les entreprises.

### 2.1.1.4. La dette senior et le Private Equity

Le Private Equity est une ressource financière alternative aux financements à long terme de l'entreprise que sont l'autofinancement, l'emprunt bancaire ou obligataire, l'introduction en bourse ou l'augmentation de capital. Comme source de fonds propres, le Private Equity présente par rapport à l'endettement bancaire classique (dette senior) les caractéristiques reprises dans le tableau ci-après.

**Tableau 1 : Comparaison des caractéristiques de la Dette senior et du Private Equity**

<b>Dette Senior</b>	<b>Private Equity</b>
Financement à moyen et long terme	Financement à long terme
Engagement de la banque sous conditions et pour des périodes limitées, respect des échéances, solidité financière de l'entreprise, prise de risque limitée.	Engagement sans condition et pour la durée de vie du fonds
Prise de garantie sur les actifs	Pas de prise de garantie
Créance de premier rang	Créance de deuxième rang
Exige un équilibre entre dettes et fonds propres et des Cash Flows importants pour assurer les remboursements.	Dote l'entreprise d'un complément de fonds propres. Le retour pour les investisseurs dépend du succès des entreprises dans lesquelles ils ont investi
Pas d'intervention dans la gestion. Position de créancier. En cas de difficulté, demande de remboursement anticipée, appel de garantie.	Accompagnement d'un projet. Rôle de partenaire. Partage des risques et du rendement.
Le Cash Flow de l'entreprise doit permettre le remboursement de la dette.	Le Cash Flow contribue au développement de l'entreprise et à l'obtention d'une plus-value à terme créatrice de valeur pour l'investisseur.
La rentabilité opérationnelle doit permettre de couvrir les charges d'intérêt.	La rentabilité opérationnelle doit être suffisante pour générer des dividendes qui rémunèrent le capital investi ou permettent de couvrir le service de la dette dans le cas d'une opération à effet de levier.

*Source : Adaptation d'un tableau proposé par l'EVCA<sup>8</sup>*

### **2.1.1.5. Les caractéristiques d'un fonds d'investissement**

Les fonds de Private Equity se distinguent des autres catégories d'investissement, à la fois traditionnelles et alternatives par un certain nombre de caractéristiques.

#### **✓ Structure**

Les fonds et les fonds de fonds de Private Equity prennent généralement la forme de société en commandite simple (*limited partnership*) au sein de laquelle les investisseurs sont des commanditaires (*limited partners*) et les gérants de fonds, des commandités (*general partners*). Les fonds peuvent également prendre la forme de société à responsabilité limitée (*limited liability company*) ou de société anonyme (*public limited company*).

<sup>8</sup> European Venture Capital Association

✓ **Durée de l'investissement**

La durée de l'investissement dans les fonds de Private Equity est habituellement de 10 ans mais peut être prolongée jusqu'à la liquidation totale des actifs du portefeuille par le gérant. Les actifs investis ont donc une faible liquidité.

✓ **Engagement de capitaux**

En fonction des opportunités d'investissement, le fonds procède à des appels de fonds auprès des investisseurs, en appelant une partie de leur engagement. La totalité des engagements des investisseurs est ainsi peu à peu investie. Une fois les investissements réalisés, le fonds rembourse le capital aux investisseurs.

✓ **Commissions de gestion**

Les commissions de gestion peuvent être assez élevées dans les fonds de Private Equity car elles sont généralement calculées sur le cumul des montants investis à un moment donné. Elles sont de l'ordre 1,5% à 2,5 % (par an) du montant des fonds investis<sup>9</sup>.

✓ **Intéressement différé (« Carried interest »)**

Les commissions de gestion sont souvent accompagnées d'un « carried interest » où une partie des bénéfices est retenue par les gérants (« general partners »). L'intéressement différé, très variable selon les opérateurs, est calculé sur les plus-values et varie généralement entre 10% et 20%<sup>10</sup>. Dans la pratique, la société de gestion n'est autorisée à prélever de « carried interest » que lorsque le fonds a atteint le *hurdle rate* c'est-à-dire un taux de rentabilité interne (TRI) compris entre 7% et 10%<sup>11</sup>.

#### **2.1.1.6. Les phases d'investissement d'un fonds d'investissement**

Contrairement aux instruments financiers cotés, dans lesquels l'intégralité des capitaux est appelée au moment de l'investissement, les gérants de fonds de Private Equity procèdent à des appels de fonds en fonction des besoins d'investissements, puis redistribuent progressivement les plus-values aux investisseurs. Il existe essentiellement trois (03) phases dans le cadre des investissements en Private

---

<sup>9</sup> CFA Program Curriculum, Volume 5, page 35

<sup>10</sup> Global Investment Performance Standards (CFA Institute, 2005), page 29

<sup>11</sup> CFA Program Curriculum, Volume 5, page 64

Equity : (1) phase d'investissement, (2) phase de développement et (3) phase de maturité et de liquidation (sortie du fonds).

✓ **Phase d'investissement**

Au cours des premières années, les fonds de Private Equity utilisent les capitaux recueillis pour investir et ne génèrent en principe aucun rendement. Cette situation est due à plusieurs facteurs dont notamment les commissions de gestion prélevées sur le capital engagé et le caractère à long terme des investissements en Private Equity qui peuvent prendre plusieurs années avant de générer un rendement.

✓ **Phase de développement**

Au fil du temps, les entreprises en portefeuille doivent normalement se développer et prendre de la valeur, améliorant le rendement pour les investisseurs.

✓ **Phase de maturité / liquidation (Sortie)**

Les investissements du fonds sont liquidés et génèrent des « cash-flows ». Les capitaux dégagés sont redistribués aux investisseurs.

Les retours sur investissement en Private Equity sont réalisés selon l'une des quatre (04) méthodes suivantes<sup>12</sup> :

- une introduction en Bourse (*Initial Public Offering*) ;
- une vente contractuelle (*Secondary Market Sale*) qui prévoit la vente des parts du fonds à une autre société de Private Equity ou à une autre entreprise intéressée dans l'achat pour des raisons stratégiques;
- une vente des parts aux dirigeants des entreprises en portefeuille (*Management Buyout ou MBO*) ;
- la liquidation de l'entreprise (*Liquidation*) à travers laquelle la totalité des actifs de l'entreprise est vendue car celle-ci est supposée ne plus être viable. Dans ce cas, la vente est réalisée à un bas prix.

**2.1.2. Mesures de performance**

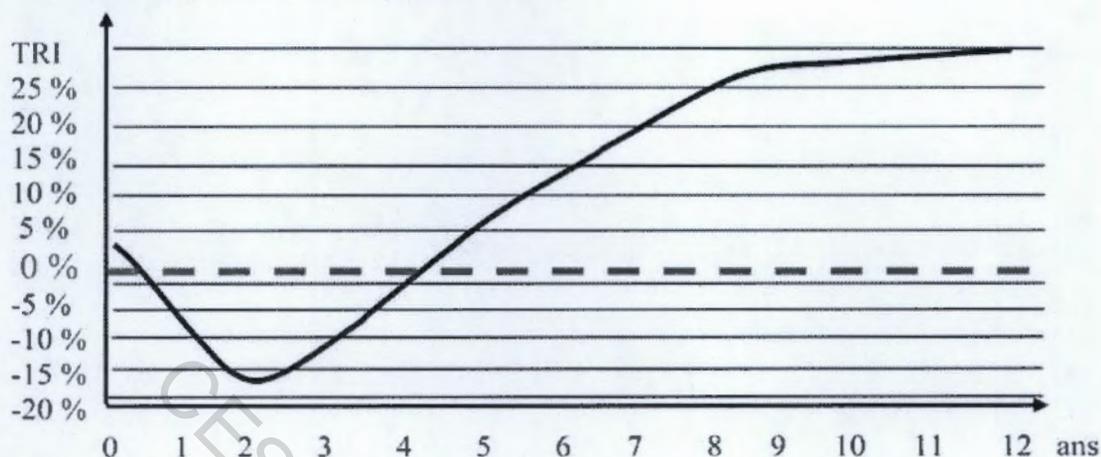
Les fonds de Private Equity utilisent différents instruments de mesure de leurs performances pour communiquer auprès des investisseurs. Ces indicateurs de performance sont notamment la courbe en J et les multiples.

<sup>12</sup> CFA Program Curriculum, Volume 5, page 61

### 2.1.2.1. La courbe en J (J curve)

La courbe en J (J Curve) des taux de rentabilité interne (TRI) permet d'apprécier la rentabilité des investissements. La figure ci-après montre l'allure d'une courbe en J.

Figure 3: Représentation d'une courbe en J



La courbe en J montre que la rentabilité d'un investissement dans un fonds de Private Equity dépend de la date à laquelle elle est calculée. Les TRI peuvent être calculés avant prise en compte des frais de gestion et *carried interests*. C'est la mesure idéale de rentabilité entre les entreprises en portefeuille (*Portfolio Companies*) et la société de gestion (*General Partners*). Les TRI peuvent être aussi déterminés net des commissions de gestion et des *carried interests* payés à la société de gestion. Le TRI net est l'indicateur de mesure de rentabilité utilisé entre la société de gestion et les investisseurs (*Limited Partners*).

### 2.1.2.2. Les multiples (Quantitative mesures<sup>13</sup>)

Les multiples sont aussi utilisés pour évaluer la performance des fonds d'investissement. Ce sont des mesures très populaires pour les *Limited Partners* (LPs) compte tenu de leur simplicité, facilité d'utilisation et capacité à séparer la rentabilité réalisée (*realized returns*) et celle non encore réalisée (*unrealized returns*). Cependant, les multiples n'intègrent pas la valeur de l'argent dans le temps (*Time value of money*). Les multiples les plus utilisés et ceux spécifiés par le GIPS<sup>14</sup> comprennent :

- ✓ *Distributed to Paid-in Capital* (DPI) : il mesure le *realized return* pour les investisseurs (LPs) et représente le cumul des distributions divisé par le

<sup>13</sup> CFA Program Curriculum, Volume 5, page 71

<sup>14</sup> Global Investment Performance Standards

cumul du capital investi. Encore appelé *cash-on-cash return*, ce ratio est net des commissions de gestion et des *carried interests* ;

- ✓ *Paid-in Capital* (PIC) : il s'agit du capital collecté rapporté aux engagements des investisseurs à souscrire au fonds ;
- ✓ *Residual Value to Paid-in* (RVPI) : il mesure le *unrealized return* c'est-à-dire la valeur courante des investissements en portefeuille rapportée au cumul des fonds investis à cette date ;
- ✓ *Total Value to Paid in* (TVPI) : il mesure aussi bien le *realized return* que le *unrealized return* et représente le cumul du DPI et du RVPI. Ce ratio est aussi net des commissions et des *carried interests*.

Les indicateurs permettent d'apprécier la performance du fonds selon différents aspects et circonstances et d'estimer un rendement net pour les investisseurs.

### **2.1.3. Avantages et risques d'un fonds de Private Equity**

Avant d'investir dans un fonds de Private Equity, l'investisseur doit soigneusement peser les avantages et les risques. Les risques associés aux investissements en Private Equity étant importants, les investisseurs souhaitant investir dans ces véhicules devront satisfaire à des critères d'éligibilité rigoureux. En général, la plupart de ces fonds sont ouverts exclusivement à des investisseurs institutionnels ou à des particuliers fortunés, qui ont déjà une certaine expérience de ce type d'investissement complexes. Les investisseurs doivent être en mesure d'engager d'importants capitaux sur une longue période, être conscients de l'illiquidité de leurs actifs du fait de la durée de l'investissement, ainsi que de l'absence de marché coté dédié à cette classe d'actifs. Enfin, les investisseurs doivent être capables de supporter le risque de perdre la totalité de leur investissement.

#### **2.1.3.1. Avantages**

Les avantages d'un fonds de capital investissement se présentent comme suit :

- ✓ les investissements en Private Equity donnent accès à des gérants de portefeuille spécialisés.
- ✓ les investissements en capital visent en principe des rendements absolus et ajustés au risque supérieurs.

- ✓ étant donné que ces investissements présentent habituellement une faible corrélation avec les investissements traditionnels en actions et obligations, ils peuvent offrir aux investisseurs :
  - une meilleure diversification ;
  - une volatilité plus faible du portefeuille, contribuant à une meilleure gestion du risque ;
  - une protection contre le risque de baisse lié aux variations de marché.

### **2.1.3.2. Risques<sup>15</sup>**

Les facteurs de risques dans les investissements de Private Equity sont les suivants:

- ✓ *risque de liquidité* : il peut être difficile de liquider une position parce que les investissements en capital ne font pas objet de négociation sur les marchés organisés ;
- ✓ *risque d'investissements non cotés* : parce que les investissements en capital n'ont pas un prix coté sur les marchés financiers, ils peuvent donc être plus risqués que les instruments traditionnels cotés en bourse.
- ✓ *risque d'environnement compétitif* : la compétition dans la recherche d'investissements en capital raisonnables en termes de prix peut être très rude ;
- ✓ *risque d'agence* : les gérants du fonds d'investissement peuvent ne pas agir pour les meilleurs intérêts de la société de gestion et des investisseurs ;
- ✓ *risque de capital* : une augmentation des risques financiers peut entraîner une réduction du capital ;
- ✓ *risque de réglementation* : les activités menées par les entreprises en portefeuille peuvent être négativement affectées par les dispositions réglementaires du gouvernement ;
- ✓ *risque fiscal* : le traitement fiscal des résultats dégagés par les investissements en capital peut changer dans le temps ;
- ✓ *risque de valorisation* : la valorisation des investissements en Private Equity provient d'un jugement subjectif plutôt qu'indépendant ;
- ✓ *risque de diversification* : il arrive que les investissements en Private Equity soient faiblement diversifiés. Les investisseurs doivent donc diversifier les

<sup>15</sup> CFA Program Curriculum, Volume 5, page 68

investissements suivant le niveau de développement des entreprises et la stratégie du fonds d'investissement ;

- ✓ *risque de marché* : les investissements en capital sont sujets de variation à long terme des taux d'intérêt, taux de change et d'autres risques de marchés. Les variations à court terme ne sont pas souvent des facteurs significatifs de risques.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

## **2.2. Réglementation applicable au Capital investissement au Bénin**

La réglementation du capital investissement est basée sur trois documents essentiels que sont la Charte des PME/PMI du Bénin, la loi uniforme relative aux entreprises d'investissement à capital fixe et la Directive N° 02/2011/CM/UEMOA portant harmonisation de la fiscalité applicable aux entreprises d'investissement à capital fixe au sein de l'UEMOA.

### **2.2.1. Les dispositions de la Charte des PME/PMI du Bénin en faveur du Capital investissement**

La Charte nationale des PME/PMI, instituée en 2005, est un document de cadrage législatif et réglementaire, institutionnel et financier approprié au développement des PME/PMI au Bénin.

Au préambule de celle-ci, l'Etat béninois reconnaît l'importance grandissante des petites et moyennes entreprises (PME) pour la croissance économique, la création d'emplois, le développement régional et local et la cohésion sociale, notamment le rôle joué par les femmes et les jeunes créateurs d'entreprise. Il considère que le développement des PME/PMI au Bénin requiert un environnement global incitatif et cohérent, un dispositif d'appui direct performant et une offre de financement adaptée. Il reconnaît que le système bancaire classique est de moins en moins adapté aux besoins des PME/PMI.

Par ailleurs, l'Etat béninois est convaincu que la mise en place d'un environnement global incitatif et cohérent nécessite un engagement politique au niveau national à travers notamment la formulation d'une stratégie de développement à long terme des PME/PMI.

L'article 34 de la Charte dispose : « Pour des besoins de financement de l'investissement des PME-PMI, l'État procédera à la mise en place d'organismes ou de système de capital risque pour la création et le développement. »

Et selon les dispositions des articles 55 et 57, les organismes de Capital-risque bénéficient d'avantages fiscaux comme :

- exonération d'Impôt sur les sociétés pour les plus values réalisées dans le cadre de la gestion des titres ;

- exonération de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières pour les dividendes distribués.

### **2.2.2. La loi uniforme relative aux entreprises d'investissement à capital fixe**

La loi uniforme relative aux entreprises d'investissement à capital fixe applicable dans les Etats de l'Union, a pour objet la promotion des entreprises d'investissement à capital fixe qui ont un impact majeur sur la création, le développement ou le redressement des petites et moyennes entreprises et des sociétés non cotées en bourse.

Sont considérées comme entreprises d'investissement à capital fixe, les entreprises qui font profession habituelle de concourir, sur ressources propres ou assimilées, au renforcement des fonds propres et assimilés d'autres entreprises (Art. 3 al.1).

Les fonds propres et assimilés s'entendent du capital, des réserves, des subventions d'investissement et des provisions réglementées et fonds assimilés.

Les entreprises d'investissement à capital fixe doivent être constituées sous forme de société à responsabilité limitée ou de sociétés anonymes ayant leur siège social dans un Etat membre de l'UEMOA.

Les entreprises d'investissement à capital fixe comprennent, de manière limitative<sup>16</sup> :

- les établissements financiers de capital-risque ;
- les sociétés de capital-risque ;
- les établissements financiers d'investissement en fonds propres ;
- les sociétés d'investissement en fonds propres

#### **2.2.2.1. Les entreprises de capital-risque**

Les établissements financiers de capital-risque et les sociétés de capital-risque constituent une catégorie d'entreprises d'investissement à capital fixe dénommée « entreprises de capital-risque »

Selon l'article 8 de la loi uniforme, « Les entreprises de capital-risque ont pour objet la participation, pour leur propre compte ou pour le compte de tiers et en vue de sa

---

<sup>16</sup> Selon l'article 4 de la loi uniforme relative aux entreprises d'investissement à capital fixe

rétrocession, notamment sur le marché financier, au renforcement des fonds propres ou assimilés des entreprises.

Elles interviennent au profit d'entreprises créées depuis moins de cinq (5) ans ou en cours de création, d'entreprises faisant l'objet de procédures collectives d'apurement du passif autres que la liquidation des biens ainsi que d'entreprises opérant dans des domaines considérés comme prioritaires par les Etats membres de l'UEMOA et dont les activités ne sont pas expressément exclues des dispositions de la loi. »

Les sociétés de capital-risque qui gèrent des fonds pour le compte de tiers, ou dont le capital social est détenu à 25% ou plus par une banque ou un établissement financier doivent être agréées en qualité d'établissement financier (Art. 27 al. 2).

#### **2.2.2.2. Les entreprises d'investissement en fonds propres**

Les établissements financiers d'investissement en fonds propres et les sociétés d'investissement en fonds propres constituent, au sens de la loi, une catégorie d'entreprises d'investissement à capital fixe dénommée « entreprises d'investissement en fonds propres ».

L'article 9 de la loi uniforme dispose : « Les entreprises d'investissement en fonds propres ont pour objet l'acquisition et la gestion, pour leur propre compte, d'un portefeuille de valeurs mobilières ».

Elles interviennent au profit d'entreprises créées depuis au moins cinq (5) ans, au moyen de la souscription ou de l'acquisition d'actions ordinaires ou d'actions de priorité, de titres participatifs, d'obligations convertibles et, d'une façon générale, de toutes les catégories de titres assimilées à des fonds propres conformément à la réglementation en vigueur.

#### **2.2.3. La Directive N° 02/2011/CM/UEMOA**

L'article 4 de la Directive N° 02/2011/CM/UEMOA portant harmonisation de la fiscalité applicable aux entreprises d'investissement à capital fixe au sein de l'UEMOA dispose : « Les Etats membres accordent une exonération de l'impôt sur les bénéfices et de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières des entreprises d'investissement à capital fixe. La durée de ladite exonération ne saurait excéder quinze (15) ans à compter de la date de création de l'entreprise. Les revenus générés par les fonds déposés en gestion pour une durée minimale de trois (3) ans auprès des

entreprises de capital-risque bénéficient d'une exonération de l'impôt sur les bénéfices et de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières. »

Nous pouvons retenir de ce chapitre, que la durée d'investissement des fonds de Private Equity est généralement de dix (10) ans et que ces investissements ont un caractère illiquide dû à l'inexistence de marchés cotés dédiés à cette classe d'actifs. Néanmoins, il peut exister des marchés secondaires de gré à gré (*over-the-counter* ou *OTC markets*). Le rendement qu'offre ce type d'investissement est supérieur à celui offert par les instruments traditionnels (actions ou obligations) car le risque y afférent est beaucoup plus élevé. Par ailleurs, nous avons procédé à une comparaison des caractéristiques du capital investissement à celles de la dette senior. Enfin, une lecture de la réglementation révèle que celle-ci est très favorable à l'exercice du métier de capital investissement au Bénin.

### **Conclusion partielle**

---

Les PME demeurent le noyau de l'économie béninoise. Mais force est de constater que les obstacles entravant leur développement persistent malgré les efforts d'accompagnement des acteurs politiques et institutions de développement au côté de ces entreprises. Il importe donc d'adopter une stratégie adaptée aux besoins d'investissement des PME.

C'est pour cette raison que nous proposons dans la seconde partie de ce document la mise en place d'un fonds d'investissement interbancaire au profit des PME béninoises

CESAG - BIBLIOTHEQUE

**Deuxième Partie :**  
**Proposition de Constitution d'un fonds d'investissement  
interbancaire dédié aux PME**

---

Le capital investissement (ou *Private Equity*), en tant que source de financement alternative des entreprises et terrain d'intervention des investisseurs a participé, de ses origines à nos jours, au développement de nombreuses économies et a accompagné des entreprises dans les différentes phases de leur cycle de vie. Les acteurs et les activités du Private Equity présentent un certain nombre de caractéristiques sur les plans de leur fonctionnement et de l'évaluation de leurs performances.

Dans cette partie, nous évoquerons dans le troisième chapitre, les caractéristiques du projet d'investissement. Ensuite, le calcul et l'analyse de la rentabilité du projet d'investissement feront l'objet du quatrième chapitre.

## Chapitre 3: Caractéristiques du projet d'investissement

---

Nous évoquerons dans la première section de ce chapitre les caractéristiques du fonds d'investissement interbancaire et, dans la seconde section, celles de la société de gestion.

### 3.1. Caractéristiques du fonds d'investissement interbancaire

Les caractéristiques telles que la structure, les acteurs, le montant, la durée, la composition du capital, les formes d'intervention, l'allocation des actifs, les objectifs du fonds d'investissement et les critères d'éligibilité des PME au fonds seront détaillées.

#### 3.1.1. La structure du fonds

Le fonds d'investissement interbancaire sera constitué sous la forme d'une société anonyme (S.A.) au capital de FCFA 5 000 millions.

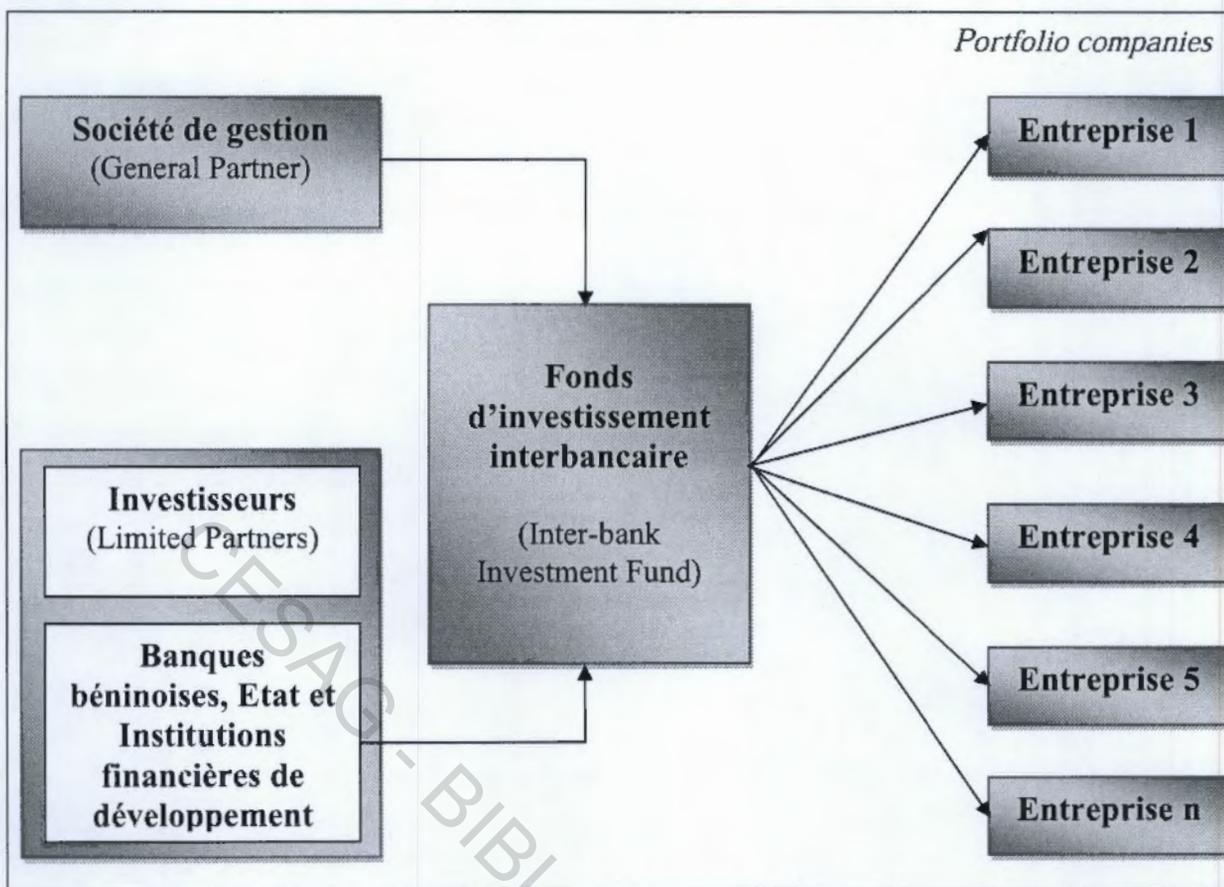
#### 3.1.2. Les acteurs du fonds

Les acteurs d'un fonds d'investissement comprennent :

- les investisseurs (ou *Limited Partners*) qui apportent les capitaux : Il s'agit essentiellement des Banques béninoises. Toutefois, l'Etat et les institutions financières de développement telles que la Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD), la Banque d'Investissement et de Développement de la CEDEAO (BIDC) et la banque Africaine de Développement (BAD) pourront participer au fonds à une certaine hauteur dans le but d'affirmer leur engagement au côté des PME ;
- la société de gestion (*Private Equity Firm* ou *General Partner*) qui gère le fonds d'investissement et qui apporte son assistance technique et stratégique aux entreprises en portefeuille ;
- la société d'investissement (*Private Equity Investment Fund*) qui réalise les investissements : il s'agit du fonds d'investissement interbancaire, une entité juridique différente de la société de gestion ;
- et les entreprises qui reçoivent les financements correspondants - c'est-à-dire, les PME/PMI soigneusement étudiées et sélectionnées.

La figure ci-après schématise les acteurs impliqués dans le projet de fonds d'investissement interbancaire.

Figure 4: Les acteurs du fonds d'investissement interbancaire



### 3.1.3. Le montant et la durée d'investissement du fonds

Dans notre simulation, la détermination du montant du fonds est basée sur les données de la centrale des risques de la BCEAO de février et mars 2012. Le tableau suivant montre la part de crédits à moyen terme accordés aux différentes catégories d'emprunteurs que sont les particuliers, les PME et les grandes entreprises par le système bancaire béninois et recensés à la centrale des risques de la Banque centrale. A partir de la liste de toutes les entreprises immatriculées au Bénin à fin décembre 2011, nous avons pu faire une affectation des crédits à chaque catégorie d'emprunteurs.

Le montant du fonds d'investissement que nous avons retenu et qui a permis de faire les simulations de calcul de rentabilité représente environ 20% du montant des crédits à moyen terme accordés aux PME entre février et mars 2012 soit FCFA 24 224 millions (Cf. Tableau 2). Ainsi, le montant du fonds d'investissement s'élève à FCFA 5 000 millions.

Il nous reviendra de mener des actions de négociation nécessaires auprès des banques béninoises, des institutions financières de développement (telles que la BOAD, la

BIDC et la BAD) et de l'Etat béninois (à travers le ministère chargé des PME/PMI) en vue de les convaincre des avantages et de la rentabilité du projet afin de les amener à s'engager pour le fonds d'investissement. La durée d'investissement du fonds sera de dix (10) ans comme dans la pratique des fonds d'investissement.

**Tableau 2 : Répartition des crédits recensés à la centrale des risques**

CATEGORIE	CREDIT A MOYEN TERME *		
	FEVRIER	MARS	VARIATION
PARTICULIERS	39 786	40 824	1 038
PME	107 353	131 577	24 224
GRANDES ENTREPRISES	121 314	217 435	96 121
<b>TOTAL</b>	<b>268 453</b>	<b>389 836</b>	<b>121 383</b>

\*En millions de FCFA

*Source : Réalisé à partir de la centrale des risques de février et mars 2012*

#### 3.1.4. La composition du capital social du fonds (à titre indicatif)

Le capital social du fonds d'investissement d'interbancaire se décompose comme suit :

**Tableau 3 : Composition de l'actionnariat du fonds d'investissement**

INVESTISSEURS	% DU CAPITAL	MONTANT *
Système bancaire béninois	70%	3 500
Etat béninois	10%	500
Institutions financières de développement (BOAD, BIDC et BAD)	20%	1 000
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>5 000</b>

\*En millions de FCFA

*Source : Nous-mêmes*

#### 3.1.5. Le positionnement du fonds

Le fonds sera investi dans des PME constituées sous forme de SARL avec un capital minimum de FCFA 5 000 000 et ayant trois années d'existence. Ce positionnement est motivé par la recherche d'entreprises ayant un minimum d'organisation et une certaine traçabilité comptable.

### **3.1.6. Les critères d'éligibilité des entreprises**

La PME éligible doit répondre aux critères suivants :

- être une société industrielle ou commerciale ;
- être constituée sous forme de société à responsabilité limitée (SARL) ;
- avoir un capital social minimum de FCFA 5 000 000 ;
- existée depuis au moins trois ans (avec trois années d'états financiers certifiés).

Par ailleurs, il est à noter qu'un intérêt particulier sera porté aux entreprises évoluant dans des domaines industriels jugés à potentiels de rentabilité. Une analyse macro-économique nous permettra, au moment propice, de mieux appréhender les secteurs et domaines d'intervention.

### **3.1.7. Les formes d'intervention du fonds**

Le fonds d'investissement interbancaire intervient en fonds propres et ou quasi-fonds propres dans les entreprises sous la forme de :

- actions ordinaires ;
- actions privilégiées ;
- et compte courant d'associés (CCA).

### **3.1.8. L'allocation des actifs du fonds**

Dans notre simulation, nous avons alloué 80% du montant investi à des prises de participations soit FCFA 4 000 millions et le reste (soit FCFA 1 000 millions) à des apports en compte courant d'associés bloqué générant des intérêts au taux de base bancaire (TBB), soit 10% l'an. La décision de rémunérer le compte courant d'associés au TBB est motivée par l'idée de fournir des ressources supplémentaires à moindre coût aux PME sélectionnées afin de les accompagner dans leur besoin de financement de l'exploitation. Par ailleurs, un effort d'accompagnement de ces entreprises sera fait auprès des institutions bancaires pour l'obtention de crédits additionnels dans le cadre de l'exploitation afin de pouvoir atteindre les objectifs de rentabilité que le fonds d'investissement interbancaire s'est fixé.

### **3.1.9. Les objectifs de rentabilité du fonds**

Les objectifs de rentabilité se présentent en termes de retour sur capital investi (ROE) et de taux de rentabilité interne (TRI).

✓ **Objectif opérationnel:** Le Return On Equity (ROE)

Notre objectif opérationnel s'établit en termes de rentabilité des capitaux investis. A cet effet, l'objectif de ROE à atteindre sur la période d'investissement se présente comme suit:

Année	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10
ROE	-50%	-30%	25%	50%	75%	100%	125%	150%	175%	200%

Nous comptons investir dans des PME ayant un potentiel de croissance et de rentabilité considérable pouvant contribuer à atteindre, à quelque différence près, ces prévisions de ROE. En effet, la rentabilité du fonds d'investissement, exprimée par le taux de rentabilité interne, y est étroitement liée.

✓ **Objectif stratégique :** Le Taux de rentabilité interne (TRI) net en fin de projet

Vue le risque élevé qu'encourent les investisseurs en s'engageant dans ce type d'investissement, la rentabilité espérée doit être tout aussi à la hauteur. C'est pour cette raison que nous fixons une prime de risque additionnelle spécifique (*idiosyncratic risk premium*) au projet de 15% en sus du taux de base bancaire (TBB) appliqué par la BCEAO. Notre objectif est donc d'atteindre un taux de rentabilité interne net minimum de 25% (soit TBB<sup>17</sup> + Prime de risque spécifique) pour le portefeuille en gestion après les dix (10) années d'investissement.

Un *Scenario testing*, nous permettra d'appréhender la sensibilité des TRI au changement des variables telles que les ROE annoncés et le taux de croissance des titres en portefeuille.

Les données de base du *Scenario testing* figurent dans le Tableau 4, à la page 37.

Le scénario optimiste prend en compte notre objectif opérationnel (prévision de ROE). Par contre, l'hypothèse pessimiste envisage l'atteinte de l'objectif (c'est-à-dire la réalisation de ROE) à hauteur de 75%. Ce dernier scénario suppose que la rentabilité espérée (ex-ante) au niveau des entreprises en portefeuille connaisse un écart de -25% par rapport à la rentabilité dégagée (ex-post). Par ailleurs, nous supposons que la valeur de marché des titres en portefeuille connaîtra, à partir de n+4, une croissance annuelle moyenne de 5% (Scénario optimiste) et 2% (Scénario pessimiste).

<sup>17</sup> Le taux de base bancaire applicable à ce jour est de 10%

**TABLEAU N° 4 : DONNEES DE BASE DU SCENARIO TESTING**  
 (En milliers de FCFA)

Scénario Optimiste	Détection moyenne du capital:			30%						
	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10
ROE	-50%	-30%	25%	50%	75%	100%	125%	150%	175%	200%
Résultat net des entreprises en portefeuille <sup>1</sup>	- 1 000 000	- 1 050 000	1 125 000	2 500 000	3 750 000	5 000 000	6 250 000	7 500 000	8 750 000	10 000 000
Résultat net affecté au fonds d'investissement <sup>2</sup>	- 300 000	- 315 000	337 500	750 000	1 125 000	1 500 000	1 875 000	2 250 000	2 625 000	3 000 000

Scénario Pessimiste	Détection moyenne du capital:			30%						
	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10
ROE	-62,5%	-37,5%	18,8%	37,5%	56,3%	75%	93,8%	112,5%	131,3%	150%
Résultat net des entreprises en portefeuille <sup>1</sup>	- 1 250 000	- 1 312 500	843 750	1 875 000	2 812 500	3 750 000	4 687 500	5 625 000	6 562 500	7 500 000
Résultat net affecté au fonds d'investissement <sup>2</sup>	- 375 000	- 393 750	253 125	562 500	843 750	1 125 000	1 406 250	1 687 500	1 968 750	2 250 000

(1) = Cumul Capitaux investis à la fin de l'année précédente \* ROE de l'année encours

(2) = (1) \* Détection moyenne du capital

	Taux
Frais de gestion	2%
Carried interests	15%

### **3.2. Caractéristiques de la société de gestion**

Les caractéristiques sont entre autres la structure, la composition de l'actionnariat, les frais de gestion et les commissions à percevoir, les ressources humaines et le taux d'imposition de la société de gestion ainsi que et le taux d'actualisation utilisé dans le calcul de la rentabilité du projet de création de la société gestion

#### **3.2.1. La structure de la société de gestion**

La société de gestion sera une société d'investissement en fonds propres et sera constituée sous la forme d'une société anonyme (S.A) avec un capital de FCFA 15 000 000.

#### **3.2.2. La composition du capital social**

Le capital social sera ouvert aux banques béninoises (investisseurs primaires) à hauteur de 25%, à l'Etat béninois à hauteur de 5%, aux institutions financières de développement et/ou sociétés de gestion de fonds de capital investissement exerçant déjà dans la sous-région à hauteur de 10% et le reste du capital (soit 60%) sera détenu par les dirigeants de la société.

#### **3.2.3. Les frais de gestion et l'intéressement différé**

Les frais de gestion et les *carried interests* représentent le chiffre d'affaires de la société de gestion. Les frais de gestion représentent 2% du montant des investissements cumulés au titre de chaque année. Par contre, le *carried interest* représentera 15% des plus-values réalisées par le fonds. Le détail du calcul des « *carried interests* » figure à la page 42.

#### **3.2.4. Les ressources humaines**

Les sociétés de gestion de capital investissement sont caractérisées par des ressources humaines qualifiées et expérimentés dans le domaine. Dans le cadre de la gestion du fonds d'investissement interbancaire, le personnel sera constitué comme suit :

##### **Cadres supérieurs :**

- ✓ un (01) directeur général ;
- ✓ un (01) responsable des investissements ;
- ✓ deux (02) chargés d'affaires ;
- ✓ un (01) juriste d'affaires.

**Cadres moyens et chauffeur:**

- ✓ un (01) comptable ;
- ✓ une (01) assistante de direction ;
- ✓ un (01) chauffeur.

Par ailleurs, la société aura recours aux services d'un cabinet d'analyse macro-économique avant même le démarrage des activités d'investissement afin de mieux cibler les secteurs et activités sur lesquels le fonds d'investissement doit se positionner. Pour les besoins de *Due diligence* (audit opérationnel), les services de cabinets compétents en la matière seront sollicités. Enfin, la société devra payer les services d'une société de gardiennage pour la sécurité des locaux abritant le siège de la société. L'Annexe 4 récapitule les charges prévisionnelles de personnel sur la durée du projet.

**3.2.5. L'imposition**

Le taux d'imposition est de 0%. Comme stipulée dans la Directive N° 02/2011/CM/UEMOA, une exonération de l'impôt sur les bénéfices et de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières est accordée aux entreprises d'investissement à capital fixe sur une durée maximale de quinze (15) ans à compter de la date de création de l'entreprise.

**3.2.6. Le taux d'actualisation du projet**

Le taux d'actualisation utilisé dans le cadre de l'analyse de la rentabilité de la société de gestion est de 20%. En effet, dans un scénario optimiste, le cumul des *carried interests* s'élève à FCFA 1 444 millions (Cf. Annexe 3) contre un chiffre d'affaires prévisionnel cumulé de FCFA 2 344 millions. La partie du chiffre d'affaires (CA) de la société de gestion dépendante des performances réalisées par les entreprises en portefeuille, et qui est de ce fait aléatoire, représente 62% du CA. Le rendement minimum que nous comptons offrir aux actionnaires de la société de gestion sera égal au TBB<sup>18</sup> + 62% de la prime de risque spécifique (*idiosyncratic risk premium*) au projet de fonds d'investissement interbancaire (fixée à 15%). Ce qui, arrondi à l'unité supérieure, s'établit à 20% (soit 10% + 9,24%).

<sup>18</sup> Rappelons que le taux de base bancaire à ce jour est de 10%

## Chapitre 4: Calcul et analyse de rentabilité du projet d'investissement

Ce chapitre servira de plateforme, d'une part, au calcul et à l'analyse des performances du fonds d'investissement interbancaire et, d'autre part, au calcul et à l'analyse de la rentabilité de la société de gestion du fonds d'investissement. Dans les deux cas, l'analyse de scénarios (optimiste et pessimiste) nous permettra de juger de l'opportunité pour les investisseurs et actionnaires de prendre part au projet.

### 4.1. Calcul et analyse des performances du fonds d'investissement

Nous ferons le calcul et l'analyse des performances du fonds d'investissement aussi bien sous une hypothèse optimiste que sous une hypothèse pessimiste.

Dans nos calculs, nous supposerons une détention moyenne du capital de 30% dans les entreprises en portefeuille et une croissance des titres en portefeuille de 5% (scénario optimiste) et de 2% (scénario pessimiste) à partir de n+4. La mesure des performances se fera sur la base de la courbe en J et des multiples.

#### 4.1.1. Scénario optimiste

Les données de base de cette hypothèse se trouvent à la page 37 et à l'annexe 1. Le tableau n°5 (à la page suivante) affiche le montage financier du projet de fonds d'investissement dans une approche optimiste. Par ailleurs, le graphique ci-après (Figure n°5) montre l'allure de la courbe en J (J curve), retraçant l'évolution de la rentabilité (brute et nette) du fonds. En n+1, le TRI s'est établi à -13% (brut) et -15% (net). Mais, très tôt en n+2, le fonds est devenu rentable. A la fin de la période d'investissement, la rentabilité provenant des entreprises en portefeuille s'élève à 69% (TRI brut) contre une rentabilité pour les investisseurs de 66% (TRI net)

Figure 5: Courbe en J (J Curve) du scénario optimiste

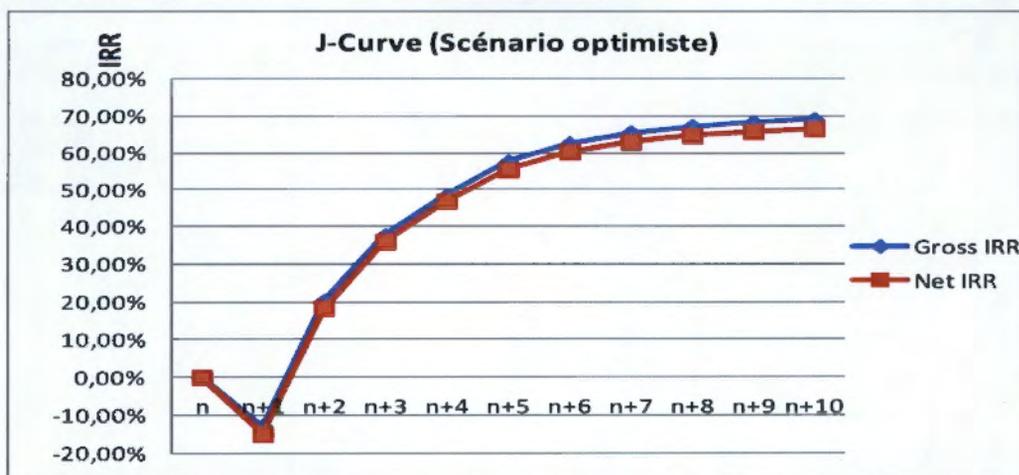


Tableau 4 : Performances du fonds d'investissement interbancaire (Scénario optimiste)

TABLEAU N° 5 : MESURE DES PERFORMANCES DU FONDS D'INVESTISSEMENT INTERBANCAIRE (SCENARIO OPTIMISTE)

(En milliers de FCFA)

SCENARIO OPTIMISTE										
Management fees:		2%								
Carried interests:		15%								
Year	Capital called down	Paid-in Capital	Management Fees	Operating Results*	NAV before Distributions	Carried Interests	Distributions	NAV after Distributions	Gross IRR	Net IRR
n+1	2 000 000	2 000 000	40 000	- 260 000	1 700 000	-	-	1 700 000	-13,00%	-15,00%
n+2	1 500 000	3 500 000	70 000	- 245 000	2 885 000	-	-	2 885 000	20,05%	18,27%
n+3	1 000 000	4 500 000	90 000	427 500	4 222 500	-	-	4 222 500	37,31%	35,83%
n+4	500 000	5 000 000	100 000	850 000	5 472 500	70 875	-	5 401 625	48,20%	46,74%
n+5	-	5 000 000	100 000	1 225 000	6 526 625	158 119	500 000	5 868 506	57,38%	55,26%
n+6	-	5 000 000	100 000	1 600 000	7 368 506	126 282	500 000	6 742 224	62,33%	60,07%
n+7	-	5 000 000	100 000	1 975 000	8 617 224	187 308	1 000 000	7 429 916	65,27%	62,81%
n+8	-	5 000 000	100 000	2 350 000	9 679 916	159 404	1 000 000	8 520 513	67,01%	64,50%
n+9	-	5 000 000	100 000	2 725 000	11 145 513	219 839	1 000 000	9 925 673	68,09%	65,59%
n+10	-	5 000 000	100 000	4 800 478	14 626 151	522 096	1 000 000	13 104 056	68,88%	66,39%
5 000 000		900 000		1 443 923		5 000 000				

Indicateur	Performance
Gross IRR:	68,88%
Net IRR:	66,39%
DPI:	1,00
RVPI:	2,62
TVPI:	3,62

\* La détermination des résultats opérationnels du fonds se trouve en Annexe 1

### Calcul et analyse des performances du fonds d'investissement (Scénario optimiste)

**Capital called down** : c'est la portion du capital engagé (committed capital) qui est appelée.

**Management fees** : les commissions de gestion représentent un pourcentage (ici, 2%) du cumul des fonds investis (paid-in capital).

**Operating result** : il s'agit du résultat dégagé par le fonds chaque année. Il est constitué de 30% du résultat net provenant des entreprises en portefeuille augmenté des intérêts générés par le compte courant d'associés rémunéré au taux de base bancaire (c'est-à-dire 10%).

**Distributions** : ce sont les remboursements du capital investi aux Limited Partners.

**Carried interest** : l'intéressement différé n'est payé aux General Partners (société de gestion) que si le fonds atteint une valeur intrinsèque (comme l'exprime le Net Asset Value before distributions) supérieure au capital engagé de FCFA 5 000 millions.

En n+4, le NAV before distributions a, pour la première fois, excède le capital engagé. Cette année là, le carried interest est de :  $15\% \times (\text{NAV before distributions} - \text{Capital engagé}) \Rightarrow 15\% (5.472.000 - 5.000.000) = 70.875$

Les autres années, le carried interest est calculé à partir du surplus observé entre les NAV before distributions d'une année à l'autre. Par exemple en n+5, le carried interest est :  $15\% \times (6.526.625 - 5.472.000) = 158.119$

**NAV before distributions** : ils sont déterminés de la façon suivante :

= NAV after distributions de l'année précédente + capital called down - management fees + operating result

En n+4, NAV before distributions =  $4.222.500 + 500.000 - 100.000 + 850.000 = 5.472.500$

**NAV after distributions** : ils sont calculés comme suit :

= NAV before distributions - carried interest - distributions

Par exemple en n+8, NAV after distributions est :  $9.679.916 - 159.404 - 1.000.000 = 8.520.513$

**Gross IRR** : le taux de rentabilité interne brut est obtenu sans prise en compte des commissions de gestion et des carried interests c'est-à-dire à partir des Paid-in capital augmenté des Operating results. Un Gross IRR de 68,88% signifie que les performances réalisées par les entreprises en portefeuille permettent au fonds d'investissement d'atteindre une rentabilité d'environ 69%.

**Net IRR** : le taux de rentabilité interne net est déterminé à partir des NAV after distributions. Un net IRR de 66,39% signifie que la rentabilité du fonds après paiement des commissions de gestion et des carried interests à la société de gestion s'établi à 66,39%.

En ce qui concerne les multiples, ils ont été déterminés en dernière année (n+10).

**DPI** : il est égale au cumul des distributions divisé par le cumul des fonds investis soit :  $5.000.000 / 5.000.000 = 1,00$ . Ce qui veut dire, en termes de rentabilité distribuée, que le fonds a remboursé chaque franc investi.

**RVPI** : ce multiple est égale à NAV after distributions (c'est-à-dire la valeur du fonds non distribuée) rapporté au cumul des fonds investi (paid-in capital) :  $13.104.056/5.000.000 = 2,62$ . Ceci indique que le fonds dispose de profits non encore réalisés qui devraient revenir aux investisseurs au moment de la sortie du fonds et dont la valeur représente plus de deux fois la taille du fonds d'investissement.

**TVPI** : ce multiple représente la somme du DPI et du RVPI :  $1,00 + 2,62 = 3,62$ . Ceci indique que le fonds (*General Partners*) a dégagé une rentabilité représentant plus de trois fois et demie le montant investi par les *Limited Partners*.

#### 4.1.2.Scénario pessimiste

Les données de base de cette hypothèse se trouvent à la page 37 et à l'annexe 2. Le tableau n°6 (à la page suivante) affiche le montage financier du projet de fonds d'investissement dans une hypothèse pessimiste. Le graphique ci-après (Figure n°5) montre l'allure de la courbe en J (J curve), reflétant l'évolution de la rentabilité (brute et nette) du fonds. En n+1, le TRI s'est établi à -17% (brut) et -19% (net). Néanmoins, en n+2, le fonds est devenu rentable. A la fin de la période d'investissement, la rentabilité provenant des entreprises en portefeuille représente 65% (TRI brut) contre une rentabilité pour les investisseurs de 62% (TRI net)

Figure 6: Courbe en J (J Curve) du scénario pessimiste

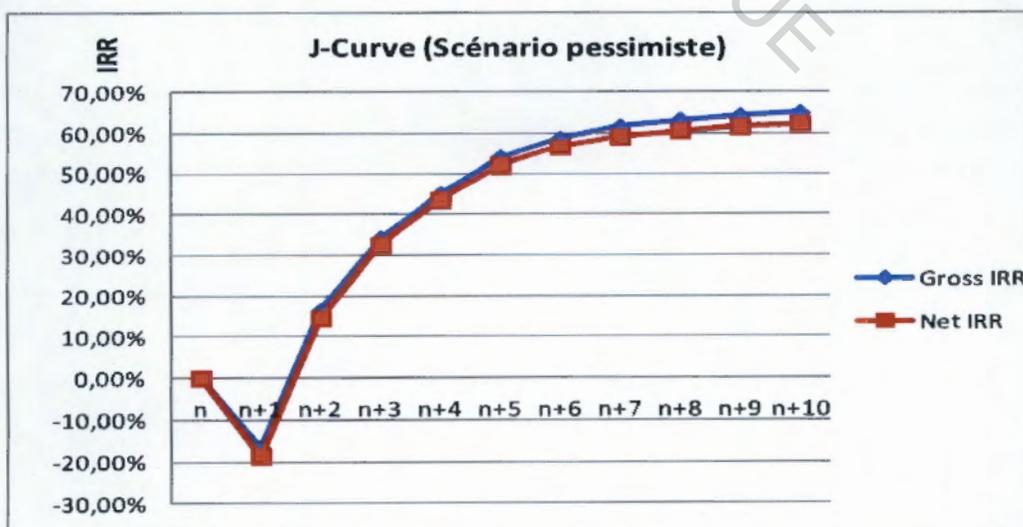


Tableau 5 : Performances du fonds d'investissement interbancaire (Scénario pessimiste)

TABLEAU N° 6 : MESURE DES PERFORMANCES DU FONDS D'INVESTISSEMENT INTERBANCAIRE (SCENARIO PESSIMISTE)

(En milliers de FCFA)

SCENARIO PESSIMISTE										
Management fees:		2%								
Carried interests:		15%								
Year	Capital called down	Paid-in Capital	Management Fees	Operating Results*	NAV before Distributions	Carried Interests	Distributions	NAV after Distributions	Gross IRR	Net IRR
n+1	2 000 000	2 000 000	40 000	- 335 000	1 625 000	-	-	1 625 000	-16,75%	-18,75%
n+2	1 500 000	3 500 000	70 000	- 323 750	2 731 250	-	-	2 731 250	16,36%	14,55%
n+3	1 000 000	4 500 000	90 000	343 125	3 984 375	-	-	3 984 375	33,94%	32,43%
n+4	500 000	5 000 000	100 000	662 500	5 046 875	7 031	-	5 039 844	44,78%	43,45%
n+5	-	5 000 000	100 000	943 750	5 883 594	125 508	500 000	5 258 086	53,82%	51,76%
n+6	-	5 000 000	100 000	1 225 000	6 383 086	74 924	500 000	5 808 162	58,62%	56,38%
n+7	-	5 000 000	100 000	1 506 250	7 214 412	124 699	1 000 000	6 089 713	61,44%	58,96%
n+8	-	5 000 000	100 000	1 787 500	7 777 213	84 420	1 000 000	6 692 793	63,09%	60,53%
n+9	-	5 000 000	100 000	2 068 750	8 661 543	132 649	1 000 000	7 528 894	64,11%	61,54%
n+10	-	5 000 000	100 000	2 980 812	10 409 706	262 224	1 000 000	9 147 481	64,81%	62,24%
<b>5 000 000</b>		<b>900 000</b>				<b>811 456</b>	<b>5 000 000</b>			

Indicateur	Performance
Gross IRR:	64,81%
Net IRR:	62,24%
DPI:	1,00
RVPI:	1,83
TVPI:	2,83

\* La détermination des résultats opérationnels du fonds se trouve en Annexe 2

### Calcul et analyse des performances du fonds d'investissement (Scénario pessimiste)

Les méthodes de calcul des indicateurs utilisés, dans ce scénario, sont les mêmes que celles utilisées dans le scénario précédent.

**Gross IRR** : Un TRI brut de 64,81% signifie que, les performances réalisées par les entreprises en portefeuille permettent au fonds d'investissement d'atteindre une rentabilité d'environ 65%.

**Net IRR** : Un TRI net de 62,24% signifie que la rentabilité du fonds pour les investisseurs (après paiement des commissions de gestion et des *carried interests* à la société de gestion) s'établi à 62,24%.

**DPI** : un multiple DPI de 1,00 veut dire que, en termes de rentabilité distribuée, le fonds a remboursé chaque franc investi.

**RVPI** : un multiple RVPI de 1,83 indique que le fonds dispose des profits non encore réalisés qui devrait revenir aux investisseurs au moment de la sortie du fonds.

**TVPI** : un multiple TVPI de 2,83 indique que la société de gestion a presque triplé la valeur du capital investi par les apporteurs de capitaux.

Au total, l'objectif stratégique que nous nous sommes fixé et qui consiste à offrir, en fin de projet, un rendement minimum de 25% aux apporteurs de capitaux serait plus que atteint déjà à la fin de la troisième année d'investissement. En effet, en  $n+3$ , le TRI net affiche 36% (contre 66% en  $n+10$ ) dans le scénario optimiste et 32% (contre 62% en  $n+10$ ) dans le scénario pessimiste. De plus, à la sortie du fonds en  $n+10$ , la valeur intrinsèque des investissements (après remboursement des fonds investis) représenterait 2,62 fois (hypothèse optimiste) ou 1,83 fois (hypothèse pessimiste) la taille du fonds d'investissement (comme l'indique le multiple RVPI). Par conséquent, le fonds d'investissement interbancaire est suffisamment rentable dans les deux cas de figure, pour susciter un grand intérêt de la part des investisseurs ciblés.

Dans la mesure où nos objectifs opérationnels sont raisonnables, une situation plus désavantageuse que celle décrite par le scénario pessimiste n'est vraiment pas à craindre. Toutefois, l'étude et l'analyse du projet de constitution du fonds d'investissement interbancaire devront être refaites afin de prendre en compte les changements intervenus entre la date de la présente étude et le moment de la réalisation du projet.

## 4.2. Calcul et analyse de rentabilité de la société de gestion

Nous baserons ici encore notre analyse de rentabilité sur les résultats de deux scénarios (optimiste et pessimiste) afin de juger de l'opportunité de créer une société qui sera chargée de la gestion du fonds d'investissement.

### 4.2.1. Scénario optimiste

Les données de base de cette approche figurent à la page 37, dans les annexes 3, 5 et 6 et dans le tableau 7 (à la page suivante).

La figure ci-après retrace l'évolution prévisionnelle du résultat net et des flux nets de trésorerie provenant du montage financier du projet de création de la société de gestion (Cf. tableau n°7). En effet, nous pouvons observer, dans cette approche, que le résultat net de la société sera négatif d'environ FCFA 20 millions en n+1. La société sera rentable dès la deuxième année de son exploitation avec un bénéfice net de FCFA 300 000. Les chutes du résultat net et des flux de trésorerie observées en n+6 et n+8 s'expliquent par la baisse du chiffre d'affaires due notamment à la faible valeur des *carried interests* ces deux années. En n+10, la société dégagera son résultat le plus élevé qui ressortira à FCFA 501 millions. Il faut noter que l'intéressement sur les plus-values de cession des titres en portefeuille représente beaucoup dans l'obtention de ce résultat. Les flux nets de trésorerie suivent une allure similaire à celle du résultat net. Les investissements initiaux s'élevant à FCFA 31 250 000 expliquent le flux négatif observé en début de projet. Enfin, la légère différence constatée entre le résultat net et les flux de trésorerie en n+10, vient essentiellement de la récupération du besoin en fonds de roulement (BFR).

**Figure 7: Evolution du Résultat net et Flux nets de trésorerie (Approche optimiste)**

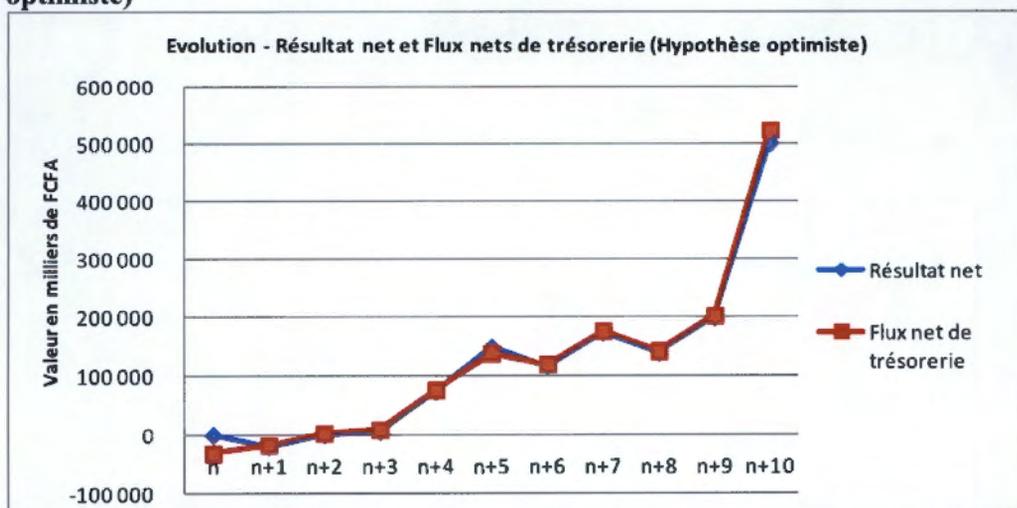


Tableau 6 : Rentabilité de la société de gestion (Scénario optimiste)

TABLEAU N° 7 : RENTABILITE DE LA SOCIETE DE GESTION (SCENARIO OPTIMISTE)  
(En milliers de FCFA)

SCENARIO OPTIMISTE											
Eléments	n	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>INVESTISSEMENTS (-)</b>											
Immobilisations	-14 250					-15 750					
BFR	-17 000										
<b>RECUPERATION (+)</b>											
Cession des immobilisations						2 000					2 500
Récupération du BFR											17 000
<b>(1) = Flux de trésorerie lié à l'investissement</b>	<b>-31 250</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-13 750</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>19 500</b>
<b>ACTIVITE</b>											
Chiffre d'affaires		40 000	70 000	90 000	170 875	258 119	226 282	287 308	259 404	319 839	622 096
Charges		-57 000	-66 850	-81 030	-94 350	-106 600	-106 600	-110 850	-117 050	-117 700	-117 700
Dotation aux amortissements		-2 850	-2 850	-2 850	-2 850	-2 850	-3 150	-3 150	-3 150	-3 150	-3 150
<b>= Résultat imposable</b>		<b>-19 850</b>	<b>300</b>	<b>6 120</b>	<b>73 675</b>	<b>148 669</b>	<b>116 532</b>	<b>173 308</b>	<b>139 204</b>	<b>198 989</b>	<b>501 246</b>
Impôt sur les sociétés (0%)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>= Résultat net</b>		<b>-19 850</b>	<b>300</b>	<b>6 120</b>	<b>73 675</b>	<b>148 669</b>	<b>116 532</b>	<b>173 308</b>	<b>139 204</b>	<b>198 989</b>	<b>501 246</b>
Dotation aux amortissements		2 850	2 850	2 850	2 850	2 850	3 150	3 150	3 150	3 150	3 150
<b>(2) = Flux net de trésorerie de l'activité</b>	<b>0</b>	<b>-17 000</b>	<b>3 150</b>	<b>8 970</b>	<b>76 525</b>	<b>151 519</b>	<b>119 682</b>	<b>176 458</b>	<b>142 354</b>	<b>202 139</b>	<b>504 396</b>
<b>(3) = Total des flux de trésorerie (1)+(2)</b>	<b>-31 250</b>	<b>-17 000</b>	<b>3 150</b>	<b>8 970</b>	<b>76 525</b>	<b>137 769</b>	<b>119 682</b>	<b>176 458</b>	<b>142 354</b>	<b>202 139</b>	<b>523 896</b>
Coefficient d'actualisation*	1,00	0,83	0,69	0,58	0,48	0,40	0,33	0,28	0,23	0,19	0,16
Flux de trésorerie actualisés	-31 250	-14 167	2 188	5 191	36 904	55 366	40 081	49 246	33 107	39 176	84 612
<b>VAN</b>	<b>300 455</b>	*Taux d'actualisation = 20% (TBB+10%). Les 10% représentent 62% de la prime de risque spécifique au fonds d'investissement interbancaire qui est de 15%									
<b>TRI</b>	<b>67%</b>										

### **Analyse de la rentabilité de la Société de gestion (Scénario optimiste)**

Le tableau précédent retrace le calcul de la rentabilité économique du projet de création de la société de gestion de fonds d'investissement. Le montant des investissements initiaux s'élève à FCFA 31.250.000 soit FCFA 14.250.000 d'immobilisations et FCFA 17.000.000 de besoin en fonds de roulement (BFR). Dans cette hypothèse (optimiste), les flux de trésorerie provenant de l'activité ont permis de dégager une valeur actuelle nette (VAN) de FCFA 300 millions et un taux de rentabilité interne (TRI) de 67%. Nous comptons offrir aux actionnaires une rentabilité minimum de 20%. Ce taux a donc servi de base à nos calculs actuariels. Nous pouvons conclure, dans ce scénario, que le projet est suffisamment rentable car la VAN est positive et le TRI du projet (67%) est supérieur au rendement minimum espéré par les actionnaires (20%).

Dans la mesure où le projet est économiquement rentable, le financement des investissements se fera à hauteur de FCFA 15.000.000 par apport en capital et le reste soit FCFA 16.250.000 par emprunt bancaire sur une durée de 5 ans avec possibilité de remboursement anticipé.

Nous analyserons de nouveau le projet mais cette fois-ci, sous une hypothèse pessimiste afin de conclure de l'opportunité pour les actionnaires et les prêteurs de financer le projet.

#### 4.2.2. Scénario pessimiste

Les données de base de cette approche figurent à la page 37, dans les annexes 3, 5 et 6 et dans le tableau 8 (à la page suivante).

La figure ci-après retrace l'évolution prévisionnelle du résultat net et des flux nets de trésorerie provenant du montage financier du projet de création de la société de gestion (Cf. tableau n°8). En effet, même dans cette approche, le résultat net de la société est négatif de FCFA 19 850 000 en n+1. La société sera rentable dès la deuxième année de son exploitation avec un bénéfice net de FCFA 300 000. La baisse du résultat net et des flux de trésorerie observée en n+6 et n+8 s'explique par la réduction du chiffre d'affaires due notamment à la faiblesse des *carried interests* ces deux années-là. En n+10, la société dégagera son résultat le plus élevé qui ressortira à FCFA 241 millions grâce à l'intéressement sur les plus-values de cession des titres en portefeuille. Les flux nets de trésorerie suivent une tendance similaire à celle du résultat net. Les investissements initiaux comme dans le premier scénario s'élèvent à FCFA 31 250 000 ; ce qui explique le flux négatif observé en début de projet. Enfin, la différence constatée entre le résultat net et les flux de trésorerie en n+10, provient pour l'essentiel de la récupération du besoin en fonds de roulement (BFR).

Figure 8: Evolution du Résultat net et Flux nets de trésorerie (Approche pessimiste)

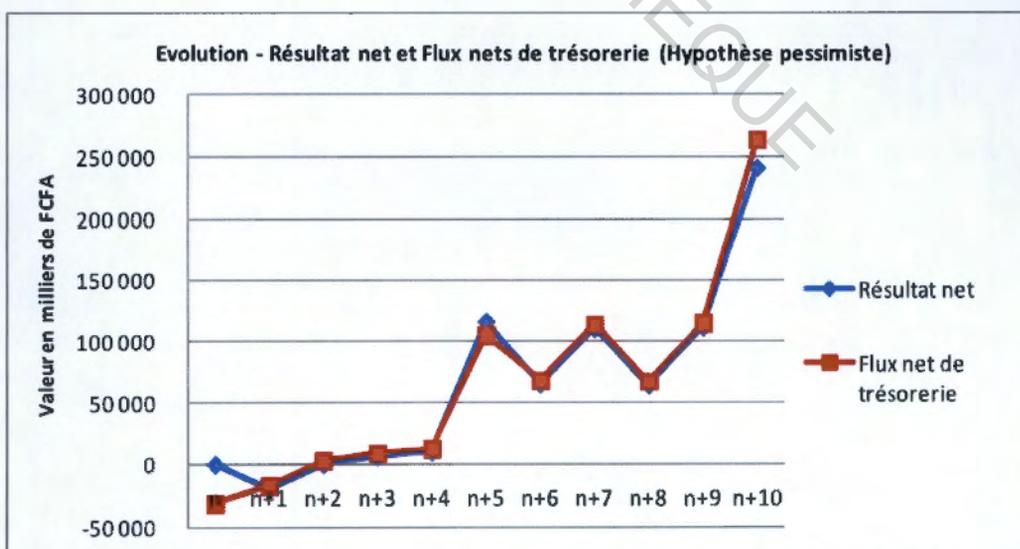


Tableau 7 : Rentabilité de la société de gestion (Scénario pessimiste)

TABLEAU N° 8 : RENTABILITE DE LA SOCIETE DE GESTION (SCENARIO PESSIMISTE)  
(En milliers de FCFA)

SCENARIO PESSIMISTE												
	Eléments	n	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	<b>INVESTISSEMENTS (-)</b>											
	Immobilisations	-14 250					-15 750					
	BFR	-17 000										
	<b>RECUPERATION (+)</b>											
	Cession des immobilisations						2 000					2 500
	Récupération du BFR											17 000
(1)	<b>= Flux de trésorerie lié à l'investissement</b>	<b>-31 250</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-13 750</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>19 500</b>
	<b>ACTIVITE</b>											
	Chiffre d'affaires		40 000	70 000	90 000	107 031	225 508	174 924	224 699	184 420	232 649	362 224
	Charges		-57 000	-66 850	-81 030	-94 350	-106 600	-106 600	-110 850	-117 050	-117 700	-117 700
	Dotation aux amortissements		-2 850	-2 850	-2 850	-2 850	-2 850	-3 150	-3 150	-3 150	-3 150	-3 150
	<b>= Résultat imposable</b>		<b>-19 850</b>	<b>300</b>	<b>6 120</b>	<b>9 831</b>	<b>116 058</b>	<b>65 174</b>	<b>110 699</b>	<b>64 220</b>	<b>111 799</b>	<b>241 374</b>
	Impôt sur les sociétés (0%)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	<b>= Résultat net</b>		<b>-19 850</b>	<b>300</b>	<b>6 120</b>	<b>9 831</b>	<b>116 058</b>	<b>65 174</b>	<b>110 699</b>	<b>64 220</b>	<b>111 799</b>	<b>241 374</b>
	Dotation aux amortissements		2 850	2 850	2 850	2 850	2 850	3 150	3 150	3 150	3 150	3 150
(2)	<b>= Flux net de trésorerie de l'activité</b>	<b>0</b>	<b>-17 000</b>	<b>3 150</b>	<b>8 970</b>	<b>12 681</b>	<b>118 908</b>	<b>68 324</b>	<b>113 849</b>	<b>67 370</b>	<b>114 949</b>	<b>244 524</b>
(3)	<b>= Total des flux de trésorerie (1)+(2)</b>	<b>-31 250</b>	<b>-17 000</b>	<b>3 150</b>	<b>8 970</b>	<b>12 681</b>	<b>105 158</b>	<b>68 324</b>	<b>113 849</b>	<b>67 370</b>	<b>114 949</b>	<b>264 024</b>
	Coefficient d'actualisation*	1,00	0,83	0,69	0,58	0,48	0,40	0,33	0,28	0,23	0,19	0,16
	Flux de trésorerie actualisés	-31 250	-14 167	2 188	5 191	6 116	42 261	22 882	31 773	15 668	22 278	42 641
	<b>VAN</b>	<b>145 580</b>	*Taux d'actualisation = 20% (TBB+10%). Les 10% représentent 62% de la prime de risque spécifique au fonds d'investissement interbancaire qui est de 15%									
	<b>TRI</b>	<b>50%</b>										

**Analyse de la rentabilité de la Société de gestion  
(Scénario pessimiste)**

Le tableau précédent retrace le calcul de la rentabilité économique du projet de création de la société de gestion de fonds d'investissement dans un scénario pessimiste. Le montant des investissements initiaux s'élève à FCFA 31.250.000 soit FCFA 14.250.000 d'immobilisations et FCFA 17.000.000 de besoin en fonds de roulement (BFR). Dans cette hypothèse, les flux de trésorerie provenant de l'activité ont permis de dégager une valeur actuelle nette (VAN) positive de FCFA 146 millions et un taux de rentabilité interne (TRI) de 50%. Nous nous sommes fixé comme objectif d'offrir aux actionnaires un rendement minimum 20%. Ce taux a donc servi de base à nos calculs actuariels. Nous pouvons conclure que dans ce scénario, le projet est également rentable car sa VAN est positive et son TRI (50%) est supérieur à la rentabilité minimum espérée par les actionnaires (20%).

Puisque le projet est économiquement rentable, même dans cette approche pessimiste, le financement des investissements se fera à hauteur de FCFA 15 000 000 par apport en capital et le reste soit FCFA 16 250 000 par emprunt bancaire sur une durée de 5 ans avec possibilité de remboursement anticipé.

### **Conclusion partielle**

---

Dans cette partie, nous avons proposé différentes caractéristiques pour le fonds d'investissement interbancaire et la société de gestion. Le calcul et l'analyse des performances du projet de constitution du fonds d'investissement interbancaire nous ont permis de conclure, selon les caractéristiques retenues, que le projet est opportun quelle que soit l'hypothèse (optimiste ou pessimiste) analysée dans cette étude. De la même façon, l'analyse de la rentabilité du projet de création de la société de gestion, a révélé que le projet est profitable dans les deux hypothèses étudiées.

Toutefois, l'étude et l'analyse du projet de constitution du fonds d'investissement interbancaire et celui de création de la société de gestion devront être refaites afin de prendre en compte les changements (macroéconomique, fiscal, réglementaire...) intervenus entre la date de la présente étude et le moment de la réalisation du projet.

## **Conclusion générale**

---

Le développement de toute entreprise passe par l'innovation et la compétitivité nécessitant des moyens financiers parfois colossaux. C'est pourquoi, l'accès au financement demeure un facteur déterminant dans le développement d'activités créatrices de valeur et d'emplois. Mais les exigences du système bancaire classique rendent difficile voire impossible l'accès aux crédits (à long terme) par les PME qui occupent, quoi qu'on dise, la majeure partie de l'environnement économique d'Afrique et du Bénin en particulier.

En nous intéressant au financement et au management des PME, notre objectif principal était de trouver une solution qui intègre à la fois le financement et l'assistance technique et stratégique dont les PME ont besoin. Aussi, doit-elle permettre d'impliquer davantage le système bancaire béninois dans le financement de l'économie et, par conséquent, aider à réconcilier la banque et la PME. C'est ainsi que nous avons jugé utile de proposer la constitution d'un fonds d'investissement interbancaire dédié aux PME au Bénin.

Nous avons adopté une méthodologie consistant dans un premier temps à faire l'état des lieux des différents obstacles à l'émergence des PME et des principales solutions adoptées dans ce cadre, puis, dans un second temps, procéder au calcul et à l'analyse de la rentabilité du projet de constitution du fonds d'investissement interbancaire et du projet de création de la société de gestion du fonds en question.

Notre analyse des performances du projet de constitution du fonds d'investissement interbancaire dont le montant prévu est de FCFA 5 000 millions s'est basée sur deux cas de figure (optimiste et pessimiste). En effet, les performances obtenues à travers la courbe en J se sont avérées concluantes avec notamment un TRI net en fin de projet de 66% et 62% respectivement dans un scénario optimiste et un scénario pessimiste. Dans la mesure où, ces taux sont largement au-dessus du rendement minimum que nous nous sommes fixés d'offrir aux apporteurs de capitaux (25%), nous pouvons conclure que le projet est suffisamment rentable pour susciter l'adhésion des investisseurs.

De même, le calcul et l'analyse de la rentabilité du projet de création de la société de gestion, ont affiché, dans les deux hypothèses étudiées, une valeur actuelle nette positive et un TRI de 67% dans l'approche optimiste et de 50% dans l'approche

pessimiste. Ces taux de rentabilité interne dégagés sont supérieurs au rendement minimum de 20% à offrir aux actionnaires de la société de gestion. L'implantation d'une telle société serait donc très profitable.

Toutefois, le même projet d'investissement étudié sous une hypothèse extrêmement pessimiste pourrait paraître inopportun, quoique cette situation soit difficilement réalisable, dans la mesure où nos prévisions sont tout à fait atteignables en l'état actuel de l'économie béninoise. C'est pourquoi, l'étude et l'analyse du projet de constitution du fonds d'investissement interbancaire et celui de création de la société de gestion devront être reprises afin d'intégrer les changements (macroéconomique, fiscal, réglementaire...) qui seraient intervenus entre la date de la présente étude et le moment de la réalisation du projet.

Par ailleurs, toujours dans l'optique de résolution des problèmes de financement connus par les PME, la réalisation d'un autre projet sur *la constitution d'un OPCVM<sup>19</sup> de Capital investissement dédié aux PME* serait d'une utilité inestimable.

---

<sup>19</sup> Organisme de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières

## Bibliographie

---

### OUVRAGES

- [1] CFA Institute, Center for Financial Market Integrity (2005), *Global Investment Performance Standards*, February 2005, 58 p.
- [2] Diller Christian & Jäckel Christoph (2010), *Risk Management in Private Equity*, February 2010, PEI Media Ltd, 222 p.
- [3] KOUNETSRON A. E., (2007), *Le Capital investissement, une solution alternative de financement des PME : Cas de Cauris Management SA*, 94 p.
- [4] LASSEGUE P., (2002), *Lexique de comptabilité*, 5<sup>e</sup> ed, Dalloz, 706 p.
- [5] M. R. Clayman, CFA, M. Fridson, CFA, & G. Troughton, PhD, CFA (2008), *Corporate Finance: A practical approach (CFA Institute-Investment series)*, May 2008, Wiley, hardcover, 452 p.
- [6] MOUGENOT Gilles, (2007), *Tout savoir sur le Capital investissement*, Gualino, 394 p.
- [7] SchweserNotes for the CFA Exam (2012), Level II, Book 4: *Alternative Investments and Fixed Income*, Kaplan Schweser, 288 p.
- [8] SchweserNotes for the CFA Exam (2012), Level III, Book 4: *Alternative Investments, Risk Management, and Derivatives*, Kaplan Schweser, 262 p.
- [9] ZOPOUNIDIS C., (1990), *La gestion du capital-risque*, Economica, 160 p.

### ARTICLE

- [10] DANDAGO K. & Al., (2011), *An empirical evaluation of Small and Medium Enterprise Equity Investment Scheme in Nigeria*, International Conference on Economics and Finance Research, IPEDR vol.4 (2011), p. 406

### AUTRES DOCUMENTS

- [11] ACCESS FINANCE GESTION, (2007), *Travaux du groupe de réflexion sur la Mesofinance au Sénégal*, Rapport provisoire, Août 2007 p.11-25.
- [12] Bankers Committee (2005), *Revised Operational Guidelines for the Operation of Small and Medium Enterprises Equity Investment Scheme (SMEEIS)*, 8 p.
- [13] CAPOD (2010), *Problématique de l'élargissement de l'assiette fiscale au Bénin : Analyse de la contribution des Centres de Gestions Agréés (CGA)*, Rapport provisoire, Octobre 2010, p.15-16.

- [14] Centrale des risques de la BCEAO, février - mars 2012
- [15] HSBC Private Bank France (2008), *Panorama du Private Equity : Présentation de l'approche d'investissement et des principales stratégies*, Février 2008, 18 p.
- [16] Liste des entreprises à jour à la Chambre de commerce et d'industrie du Bénin, Décembre 2011, 109 p.
- [17] République du Bénin (2006), *Loi N° 2006-15 du 05 Septembre 2006 relative aux entreprises d'investissement à capital fixe dans l'UEMOA*, 10 p.
- [18] République du Bénin (2005), *Charte Nationale des PME/PMI*, 30 p.
- [19] UEMOA, (2011), *Directive N° 02/2011/CM/UEMOA portant harmonisation de la fiscalité applicable aux entreprises d'investissement à capital fixe au sein de l'UEMOA*, Juin 2011, 4 p.

**SITES INTERNET**

- [20] <http://www.afigfunds.com/fr>
- [21] <http://www.caurismanagement.com/cauris.html>
- [22] <http://www.cenbank.org/Devfin/smeeispage.asp>
- [23] [http://www.tuninvest.com/site/en/article.php?id\\_article=58](http://www.tuninvest.com/site/en/article.php?id_article=58)

**Annexes**

---

CESAG

BIBLIOTHEQUE

Tableau 8 : Détermination des résultats opérationnels du fonds d'investissement (Scénario optimiste)

## ANNEXE N° 1 : DETERMINATION DES RESULTATS OPERATIONNELS DU FONDS D'INVESTISSEMENT INTERBANCAIRE (SCENARIO OPTIMISTE)

(En milliers de FCFA)

Eléments	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10
Participations (80%)	1 600 000	1 200 000	800 000	400 000	-	-	-	-	-	-
Compte courant d'associés (20%)	400 000	300 000	200 000	100 000						
<b>Total des Investissements</b>	<b>2 000 000</b>	<b>1 500 000</b>	<b>1 000 000</b>	<b>500 000</b>						
Résultat des investissements <sup>1</sup>	- 300 000	- 315 000	337 500	750 000	1 125 000	1 500 000	1 875 000	2 250 000	2 625 000	3 000 000
Intérêts perçus sur CCA <sup>2</sup>	40 000	70 000	90 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Plus-values sur cession des titres <sup>3</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>1 700 478</b>
<b>Résultat Opérationnel du Fonds</b>	<b>- 260 000</b>	<b>- 245 000</b>	<b>427 500</b>	<b>850 000</b>	<b>1 225 000</b>	<b>1 600 000</b>	<b>1 975 000</b>	<b>2 350 000</b>	<b>2 725 000</b>	<b>4 800 478</b>

(1) Les résultats sont nets d'impôt (taux d'impôt sur les plus-values : 0% comme prévu dans l'article 4 de la Directive N° 02/2011/CM/UEMOA) - Ils représentent 30% des résultats dégagés par les entreprises en portefeuille.

(2) Les intérêts représentent 10% du cumul des apports en compte courant d'associés à une date donnée.

(3) - Les participations seront cédées en n+10, pour la plupart, par introduction en bourse (BRVM)

- Dans cette hypothèse, nous avons supposé que la valeur des titres connaîtra une croissance moyenne de 5% par an à partir de n+4.

Plus-values sur cession des titres en n+10 =  $4\,000\,000 * ((1+5\%)^6 - 1)$

Tableau 9 : Détermination des résultats opérationnels du fonds d'investissement (Scénario pessimiste)

## ANNEXE N° 2 : DETERMINATION DES RESULTATS OPERATIONNELS DU FONDS D'INVESTISSEMENT INTERBANCAIRE (SCENARIO PESSIMISTE)

(En milliers de FCFA)

Eléments	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10
Participations (80%)	1 600 000	1 200 000	800 000	400 000	-	-	-	-	-	-
Compte courant d'associés (20%)	400 000	300 000	200 000	100 000						
<b>Total des Investissements</b>	<b>2 000 000</b>	<b>1 500 000</b>	<b>1 000 000</b>	<b>500 000</b>						
Résultat des investissements <sup>1</sup>	- 375 000	- 393 750	253 125	562 500	843 750	1 125 000	1 406 250	1 687 500	1 968 750	2 250 000
Intérêts perçus sur CCA <sup>2</sup>	40 000	70 000	90 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Plus-values sur cession des titres <sup>3</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	630 812
<b>Résultat Opérationnel du Fonds</b>	<b>- 335 000</b>	<b>- 323 750</b>	<b>343 125</b>	<b>662 500</b>	<b>943 750</b>	<b>1 225 000</b>	<b>1 506 250</b>	<b>1 787 500</b>	<b>2 068 750</b>	<b>2 980 812</b>

(1) Les résultats sont nets d'impôt (taux d'impôt sur les plus-values : 0% comme prévu dans l'article 4 de la Directive N° 02/2011/CM/UEMOA) - Ils représentent 30% des résultats dégagés par les entreprises en portefeuille.

(2) Les intérêts représentent 10% du cumul des apports en compte courant d'associés à une date donnée.

(3) - Les participations seront cédées en n+10, pour la plupart, par introduction en bourse (BRVM)

- Dans cette hypothèse, nous avons supposé que la valeur des titres connaîtra une croissance moyenne de 2% par an à partir de n+4.

Plus-values sur cession des titres en n+10 =  $4\,000\,000 * ((1+2\%)^6 - 1)$

Tableau 10 : Chiffre d'affaires prévisionnel de la Société de gestion

ANNEXE N° 3: CHIFFRE D'AFFAIRES PREVISIONNEL DE LA SOCIETE DE GESTION

(En milliers de FCFA)

Eléments	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10	Total
<b>CHIFFRE D'AFFAIRES DU SCENARIO OPTIMISTE</b>											
Frais de gestion	40 000	70 000	90 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	900 000
Carried interests	-	-	-	70 875	158 119	126 282	187 308	159 404	219 839	522 096	1 443 923
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>40 000</b>	<b>70 000</b>	<b>90 000</b>	<b>170 875</b>	<b>258 119</b>	<b>226 282</b>	<b>287 308</b>	<b>259 404</b>	<b>319 839</b>	<b>622 096</b>	<b>2 343 923</b>
<b>CHIFFRE D'AFFAIRES DU SCENARIO PESSIMISTE</b>											
Frais de gestion	40 000	70 000	90 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	900 000
Carried interests	-	-	-	7 031	125 508	74 924	124 699	84 420	132 649	262 224	811 456
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>40 000</b>	<b>70 000</b>	<b>90 000</b>	<b>107 031</b>	<b>225 508</b>	<b>174 924</b>	<b>224 699</b>	<b>184 420</b>	<b>232 649</b>	<b>362 224</b>	<b>1 711 456</b>

Tableau 11 : Détail des charges de personnel

## ANNEXE N° 4: DETAIL DES CHARGES DE PERSONNEL

(En milliers de FCFA)

CATEGORIE	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10
<b>Cadres supérieurs</b>										
Directeur Général	12 000	15 000	20 400	21 600	27 000	27 000	27 000	30 000	30 000	30 000
Responsable des investissements	9 600	11 250	14 280	16 200	18 900	18 900	18 900	21 000	21 000	21 000
Chargés d'affaires (2)	14 400	18 000	21 600	28 800	28 800	28 800	30 000	30 000	30 000	30 000
Juriste d'affaires	5 400	6 000	7 200	7 200	7 800	7 800	8 400	8 400	8 400	8 400
<b>Cadres moyens et chauffeur</b>										
Comptable	3 000	3 600	3 600	6 000	6 000	6 000	7 200	7 200	7 200	7 200
Assistante de direction	2 400	3 000	3 000	3 000	5 400	5 400	5 400	6 000	6 000	6 000
Chauffeur	1 200	1 800	1 800	2 400	2 400	2 400	3 000	3 000	3 000	3 000
<b>Personnel extérieur</b>										
Cabinet d'analyse économique	1 000									
Cabinet d'audit	3 500	3 700	4 000	4 000	4 500	4 500	4 500	5 000	5 000	5 000
Gardiennage	600	800	800	800	850	850	850	900	900	900
<b>TOTAL</b>	<b>52 500</b>	<b>62 350</b>	<b>75 880</b>	<b>89 200</b>	<b>100 800</b>	<b>100 800</b>	<b>104 400</b>	<b>110 600</b>	<b>110 600</b>	<b>110 600</b>

Tableau 12 : Budget des immobilisations et des dépenses de fonctionnement

**ANNEXE N° 5: BUDGET DES IMMOBILISATIONS**  
(En milliers de FCFA)

IMMOBILISATIONS	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10
Frais de constitution	1 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Matériel de transport	9 000	0	0	0	0	11 000	0	0	0	0
Matériel informatique	2 500	0	0	0	0	2 750	0	0	0	0
Ordinateurs	2 250	0	0	0	0	2 500	0	0	0	0
Imprimantes	250	0	0	0	0	250	0	0	0	0
Matériel et mobilier de bureau	1 750	0	0	0	0	2 000	0	0	0	0
Bureaux	650	0	0	0	0	700	0	0	0	0
Armoires	250	0	0	0	0	300	0	0	0	0
Feauteuils	125	0	0	0	0	150	0	0	0	0
Chaises visiteurs	225	0	0	0	0	250	0	0	0	0
Split	400	0	0	0	0	450	0	0	0	0
Autres équipements	100	0	0	0	0	150	0	0	0	0
<b>Total des immobilisations</b>	<b>14 250</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>15 750</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Amortissement*</b>	<b>2 850</b>	<b>2 850</b>	<b>2 850</b>	<b>2 850</b>	<b>2 850</b>	<b>3 150</b>	<b>3 150</b>	<b>3 150</b>	<b>3 150</b>	<b>3 150</b>

\* Les immobilisations sont amorties linéairement sur 5 ans

**ANNEXE N° 6: BUDGET DES DEPENSES DE FONCTIONNEMENT**  
(En milliers de FCFA)

ELEMENTS	n+1	n+2	n+3	n+4	n+5	n+6	n+7	n+8	n+9	n+10
Location et charges locatives	4 200	4 200	4 800	4 800	5 400	5 400	6 000	6 000	6 600	6 600
Frais de personnel	52 500	62 350	75 880	89 200	100 800	100 800	104 400	110 600	110 600	110 600
Impôts et taxes	300	300	350	350	400	400	450	450	500	500
<b>TOTAL</b>	<b>57 000</b>	<b>66 850</b>	<b>81 030</b>	<b>94 350</b>	<b>106 600</b>	<b>106 600</b>	<b>110 850</b>	<b>117 050</b>	<b>117 700</b>	<b>117 700</b>

## Table des matières

Sommaire .....	ii
Dédicaces .....	iii
Remerciements.....	iv
Sigles et abréviations .....	v
Liste des tableaux.....	vii
Liste des figures .....	vii
Résumé.....	viii
Abstract.....	viii
Introduction générale .....	1
Première Partie : .....	4
Le Capital Investissement comme solution aux obstacles liés à l'émergence des PME ..	4
Chapitre 1: Les Obstacles à l'émergence des PME et les apports de solutions.....	5
1.1. Les obstacles à l'émergence des PME .....	5
1.1.1. Définition de la PME .....	5
1.1.1.1. Petites Entreprises et Industries (PEI).....	5
1.1.1.2. Moyennes Entreprises et Industries (MEI).....	6
1.1.2. Les obstacles proprement dits.....	6
1.1.2.1. Le management des PME.....	6
1.1.2.2. Le financement des PME.....	7
1.2. Les apports de solutions aux problèmes de management et de financement rencontrés par les PME.....	7
1.2.1. Les solutions aux problèmes de management des PME .....	7
1.2.1.1. Le Centre de Promotion et d'Encadrement des Petites et Moyennes Entreprises (CePEPE).....	8
1.2.1.2. Les Centres de Gestion Agréés (CGA).....	8
1.2.2. Les solutions aux problèmes de financement des PME.....	10
1.2.2.1. Les allègements apportés aux difficultés financières des PME au Bénin.....	10
1.2.2.2. Les fonds de garantie.....	10
a. Le fonds Africain de Garantie et de Coopération Economique.....	10
b. Le Fonds GARI (Guarantee Funds for private Investment).....	11
c. Le Fonds National de Garantie et d'Assistance aux Petites et Moyennes Entreprises (FONAGA).....	11
1.2.2.3. Le Marché Financier Régional.....	12
1.2.2.4. La solution du capital investissement.....	12
a. Cauris Management S.A.....	13
b. Advanced Finance & Investment Group (AFIG) .....	15
c. TunInvest Group.....	15
Chapitre 2: Le Capital investissement ou Private Equity .....	17
2.1. Généralités sur le capital investissement .....	17
2.1.1. Les acteurs et le fonctionnement général des fonds d'investissement.....	17
2.1.1.1. Les acteurs.....	17

## Constitution d'un Fonds d'Investissement Interbancaire dédié aux PME : Cas du Bénin

2.1.1.2. L'organisation.....	17
2.1.1.3. La liquidité du marché.....	18
2.1.1.4. La dette senior et le Private Equity.....	18
2.1.1.5. Les caractéristiques d'un fonds d'investissement.....	19
2.1.1.6. Les phases d'investissement d'un fonds d'investissement	20
2.1.2. Mesures de performance .....	21
2.1.2.1. La courbe en J (J curve).....	22
2.1.2.2. Les multiples (Quantitative mesures).....	22
2.1.3. Avantages et risques d'un fonds de Private Equity .....	23
2.1.3.1. Avantages.....	23
2.1.3.2. Risques.....	24
2.2. Réglementation applicable au Capital investissement au Bénin .....	26
2.2.1. Les dispositions de la Charte des PME/PMI du Bénin en faveur du Capital investissement.....	26
2.2.2. La loi uniforme relative aux entreprises d'investissement à capital fixe .....	27
2.2.2.1. Les entreprises de capital-risque.....	27
2.2.2.2. Les entreprises d'investissement en fonds propres.....	28
2.2.3. La Directive N° 02/2011/CM/UEMOA.....	28
Deuxième Partie :.....	31
Proposition de Constitution d'un fonds d'investissement interbancaire dédié aux PME	31
Chapitre 3: Les caractéristiques du projet d'investissement.....	32
3.1. Caractéristiques du fonds d'investissement interbancaire .....	32
3.1.1. La structure du fonds .....	32
3.1.2. Les acteurs du fonds .....	32
3.1.3. Le montant et la durée d'investissement du fonds.....	33
3.1.4. La composition du capital social du fonds (à titre indicatif) .....	34
3.1.5. Le positionnement du fonds.....	34
3.1.6. Les critères d'éligibilité des entreprises.....	35
3.1.7. Les formes d'intervention du fonds .....	35
3.1.8. L'allocation des actifs du fonds .....	35
3.1.9. Les objectifs de rentabilité du fonds .....	35
3.2. Caractéristiques de la société de gestion.....	38
3.2.1. La structure de la société de gestion .....	38
3.2.2. La composition du capital social .....	38
3.2.3. Les frais de gestion et l'intéressement différé .....	38
3.2.4. Les ressources humaines.....	38
3.2.5. L'imposition.....	39
3.2.6. Le taux d'actualisation du projet .....	39
Chapitre 4: Calcul et analyse de rentabilité du projet d'investissement.....	40
4.1. Calcul et analyse des performances du fonds d'investissement .....	40
4.1.1. Scénario optimiste.....	40
4.1.2. Scénario pessimiste.....	43
4.2. Calcul et analyse de rentabilité de la société de gestion .....	46
4.2.1. Scénario optimiste.....	46

**Constitution d'un Fonds d'Investissement Interbancaire dédié aux PME : Cas du Bénin**

4.2.2. Scénario pessimiste.....	49
Conclusion générale.....	53
Bibliographie .....	55
Annexes .....	57
Table des matières .....	63

CESAG - BIBLIOTHEQUE