



**CENTRE AFRICAIN D'ETUDES SUPERIEURES EN GESTION**  
**INSTITUT DE BANQUE & FINANCE**

**Mémoire pour l'obtention du Master en Banque & Finance**

**Option : Marchés financiers et finance d'entreprise**

**THEME :**

**Le capital-investissement une solution alternative  
de financement des PME :**

**Cas de CAURIS MANAGEMENT SA**

**Promotion : 2006 -2007**

**Présenté par :**

**KOUNETSRON Amavi Edem**

**Directeur de mémoire :**

**Professeur Amégnizi EDORH**  
*Université de Lomé*

Bibliothèque du CESAG



107927

**M0151MBF09**

**2**



# SOMMAIRE

<b>INTRODUCTION GENERALE .....</b>	<b>1</b>
<b>PREMIERE PARTIE LA PROBLEMATIQUE DU FINANCEMENT DES PME ET L'INDUSTRIE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT .....</b>	<b>5</b>
<b>CHAPITRE I Le capital-investissement - Cadre théorique .....</b>	<b>6</b>
I.1 - Le capital-investissement – Généralités .....	6
I.2 - Le modèle de capital-investissement aux Etats Unis .....	10
I.3 - Situation du capital-investissement en Afrique .....	13
<b>CHAPITRE II : La problématique du financement des PME et la réponse du capital investissement .....</b>	<b>20</b>
II.1 - Les obstacles au financement des PME .....	20
II.2 - Les solutions aux problèmes de financements et contexte de création du Capital-investissement dans la zone UEMOA .....	23
II.3 - Financement par le capital-investissement et mécanisme de contrôle .....	25
<b>CHAPITRE III Présentation de CAURIS MANAGEMENT SA et des fonds sous gestion .....</b>	<b>31</b>
III.1 - Présentation de Cauris Management S.A : Généralités et particularités .....	31
III.2 - Fonds sous gestion et partenaires .....	33
III.3 Activités et investissements de Cauris Management S.A.....	37
<b>DEUXIEME PARTIE CAS PRATIQUES DE PRISE DE PARTICIPATION DE CAURIS MANAGEMENT S.A ET IMPLICATIONS.....</b>	<b>43</b>
<b>CHAPITRE IV Le financement des jeunes firmes innovantes : Financement interne, prêt bancaire, ou capital risque ?.....</b>	<b>44</b>
IV.1 - Les principaux enseignements de la littérature sur le financement des jeunes entreprises innovantes.....	45
IV.2 - Une modélisation du choix du financement des jeunes innovantes .....	47
IV.3 Les prédictions du modèle .....	55
IV.4 Implication du modèle .....	58
<b>CHAPITRE V Analyse du processus de prise de participations chez Cauris Management S.A et recommandations.....</b>	<b>61</b>
V.1 Cas d'une prise de participation dans une entreprise d'imprimerie appartenant à un promoteur individuel.....	61
V.2 Cas d'une prise de participation dans une société de Télécom appartenant à un grand groupe .....	77
V3 Analyse du processus - impact du capital-investissement - Recommandations .....	81
<b>CONCLUSION GENERALE.....</b>	<b>86</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>88</b>
<b>TABLE DES MATIERES .....</b>	<b>90</b>

## DÉDICACE

A Dieu le Père et à son Fils unique Jésus –Christ,

*Merci pour votre fidélité. Votre présence dans ma vie constitue une lumière qui éclaire mon chemin et un puissant secours durant les moments difficiles.*

A mes parents KOUNETSRON Oscar et Amélie

*Trouvez au travers de cette œuvre le fruit de vos sacrifices. Toute ma reconnaissance pour l'amour, l'attention dont je fais l'objet, et pour les soutiens financiers, moraux et spirituels. Merci Papa pour tes remarques et corrections.*

A mes frères Claude, Shepperd, Eli et à ma sœur Enyonam

*Ce modeste travail, fruit des efforts au cours desquels vous n'avez cessé de m'entourer de vos affections. Vous nous avez beaucoup encouragée. Soyez en remercié.*

## REMERCIEMENTS

Avant de présenter les résultats de nos recherches qui constituent la dernière étape de notre formation en Banque et Finance, il nous est agréable de remercier tous ceux qui ont contribué à cette formation.

Nous voudrions exprimer toute notre gratitude aux grandes institutions financières qui ont pris l'initiative du projet de formation en Banque et Finance du CESAG (BCEAO, Banque de France, Union Européenne etc.). Soutenir et financer ce projet de formation de cadres bancaires africains en Afrique avec des professeurs et des professionnels de hauts niveaux venant des plus grandes universités d'Europe et des Etats-Unis est noble. Vous nous avez donné l'occasion d'accéder à une formation d'excellence !

Nous n'aurions pas pu participer à cet ambitieux programme sans une bourse d'étude. Nous adressons donc toute notre reconnaissance particulière à l'Association pour le renforcement des Capacités en Afrique (ACBF) et à travers elle la BAD et le PNUD pour nous avoir accordé une bourse.

Nos remerciements vont également à toute l'équipe d'administration du Projet MBF au CESAG et à tous nos professeurs pour leur disponibilité à notre égard et leurs conseils au cours de l'année Universitaire et même après.

Nous témoignons toute notre gratitude à tous ceux qui nous ont ouvert les portes de la société de gestion de fonds de Capital-investissement, Cauris Management S.A pour notre stage de fin d'étude et nous ont aidée par leurs conseils, leur orientation et leur constante disponibilité. Je pense particulièrement à Messieurs :

- Noël EKLO - Directeur Général de Cauris Management S.A au Togo
- Vissého GNASSOUNOU – Directeur Associé - Cauris Management S.A
- Jean Marc SAVI DE TOVE - Portfolio Director – CDC, Londres
- Romain LEGUEDE – Directeur KROL TELECOMS

Nous remercions également tout le personnel de CAURIS MANAGEMENT S.A pour l'accueil et la sympathie à notre égard au cours de notre stage. Vous formez une belle et harmonieuse équipe !

Le Professeur EDORH, Amégnizi Maurice Directeur de l'IUT de gestion à l'Université de Lomé a accepté de diriger ce mémoire. Nous lui témoignons toute notre reconnaissance pour sa disponibilité et ses conseils.

Nous gardons un souvenir ému de l'ambiance familiale et fraternelle qui a régné à Dakar. Je pense particulièrement à mes camarades de promotion, à Mr Hugues GNARO mon tuteur, à Iréné HOUNGUES et à tous mes amis de Dakar.

Je remercie enfin, tous mes amis qui m'ont soutenue, ici à Lomé en particulier M. Eric TRONOU, M. Jean Robert HOUNTOMEY, et Mlle NUMATEKPO Patricia.

## AVANT – PROPOS

L'Afrique, à l'instar du reste du monde, est confrontée à un vaste mouvement de déréglementation de la sphère financière. La désintermédiation gagne du terrain du fait de l'émergence des marchés financiers.

Ce nouvel environnement s'accompagne d'une montée des risques : risques de contrepartie, de marché (taux d'intérêt et de change) ...etc.

Pour faire face à ces risques, les banques africaines ont, plus que jamais, besoin de cadres hautement qualifiés.

C'est pour répondre à ce besoin que le projet MBA en Banque et Finance du Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion (CESAG) de Dakar a vu le jour en septembre 2001. Avec le soutien de partenaires académiques et financiers de renommée internationale (BCEAO, Banque de France, African Capacity Building Fondation, Union Européenne, New York University,...etc.), ce projet a pour objectif de permettre à des jeunes africains d'avoir accès à une formation bancaire et financière aux standards internationaux, et adaptée aux réalités locales. J'ai eu le privilège et l'honneur de faire partie de la 6<sup>è</sup> promotion de ce programme (2006 - 2007)

Au cours de ma formation au CESAG, mes réflexions ont suscité en moi un vif intérêt pour la problématique du financement de PME, clé du développement en Afrique. C'est la raison pour laquelle mon thème de stage porte sur le financement de PME par le Capital-investissement à travers le cas de Cauris Management S.A.



## SIGLES ET ABBREVIATIONS

- **PME** : Petites et Moyennes Entreprises
- **BOAD** : Banque Ouest Africaine de Développement
- **Fonds GARI S.A** : Fonds de Garantie des Investissements privés en Afrique
- **UEMOA** : Union Economique et Monétaire Ouest Africaine
- **CEDEAO** : Communauté Economique des Etats de l'Afrique de l'Ouest
- **BCEAO** : Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest
- **AFD** : Agence Française de Développement
- **FED** : Réserve Fédérale
- **ARD** : American Research and Development
- **SBIC** : Small Business Investment Companies
- **FMO** : Société de Financement du Développement au Pays Bas
- **EMP** : Maghreb Private Equity
- **CREPMF** : Conseil Régional de l'Epargne Public et des Marchés Financiers
- **CIMA** : Conférence Inter africaine des Marchés d'Assurances
- **CDC** : Commonwealth Development Corporation
- **PNUD** : Programme des Nations Unies pour le développement
- **BAD** : Banque Africaine de Développement
- **USD** : Dollar Américain
- **CEPEPE** : Centre de promotion et d'encadrement des petites et moyennes entreprises
- **BOA** : Banque of Africa
- **AFD** : Agence Française de Développement

## RESUME

L'accès au financement a un impact significatif sur la vie des entreprises. Ce financement est nécessaire dès la création et conditionne le développement et l'innovation au sein de cette dernière. Se financer, est devenu une question stratégique pour la plupart des entreprises modernes. Il détermine leur survie, leur stabilité financière et l'extension de leurs activités.

Cependant nous constatons que l'accès au financement n'est pas chose facile pour les PME en général et pour celles en Afrique en particulier. En effet, en l'absence d'une centrale de bilans, et d'une communication de l'information financière relative aux entreprises, il devient difficile aux banquiers dans leurs aversions aux risques de discriminer les demandes de prêts.

D'autre part, les PME (Petites et Moyennes Entreprises) se caractérisent d'abord par leur petite taille qui les rend fortement sensibles aux fluctuations et facilement soumis à des faillites. C'est ainsi que ces dernières ont toujours eu des problèmes pour accéder aux financements permettant de réaliser leurs projets de développement à travers l'innovation. Le financement de la création d'entreprise même dans un secteur à potentiel est un problème et ne rallie pas forcément l'enthousiasme des banques. Dans ce contexte tendu l'Afrique, à l'instar d'autres continents avant elle, connaît un grave problème de soutien aux entreprises. Ceci constitue un réel handicap pour la croissance économique qui à coup sûr ne pourra se faire sans les activités de production génératrices de revenus pour la population et de valeur ajoutée, force motrice du PIB. En somme, les PME présentent un profil de risque élevé pour les banques qui sont donc réticentes à leur apporter des financements nécessaires au développement de leurs activités.

Les Etats-Unis d'Amérique, il y a des décennies ont connu le même problème et ont pensé à des outils financiers qui vont permettre d'apporter un soutien au secteur privé tels que

- Le capital-investissement
- Les fonds de garanties
- Les marchés financiers

C'est dans un contexte de resserrement de crédit et de déficit de financement des PME dans l'Union que le fonds Caunis Investissement a été créé pour pallier aux problèmes d'insuffisance de fonds propres qui bloquent souvent les banquiers traditionnels. D'autres part le fonds de Garantie des Investissements privés en Afrique, Fonds GARI S.A a été crée pour booster et redynamiser le secteur privé. Il s'agit d'un fonds de garanties qui a été crée en vue du partage du risque que la banque prend en octroyant du crédit au PME. Enfin le marché financier de l'UEMOA sera crée pour permettre la collecte de l'épargne privée et public afin de le mettre à la disposition d'entreprises nécessitant d'énormes ressources à travers des emprunts obligataires et des émissions d'actions ...etc.

Notre attention s'est portée sur le Capital-investissement qui est un relatif récent métier de la finance. En effet le capital-investisseur est un véritable partenaire de l'entreprise qui partage l'ensemble de ses risques. Cet investisseur apporte du financement en fonds propres et quasi fonds propres à l'entreprise et s'implique activement, dans les choix stratégiques financiers et commerciaux de la société afin d'en assurer la réussite. Ainsi, le suivi et les conseils post – investissement sont les principales sources de valeur ajoutée de ce mode de financement.

Le capital-investisseur juge le projet par rapport à la qualité de l'équipe dirigeante, son degré de motivation, sur le potentiel du secteur, la rentabilité du projet et le niveau des cash flows libres prévisionnels.

La participation des capital - investisseurs s'étend généralement sur une période allant de 3 ans à 7 ans. Bien que n'intervenant pas dans la gestion quotidienne de l'entreprise les capital - investisseurs sont consultés sur toute décision engageant durablement l'entreprise sur le plan financier. Généralement le capital -investissement aide l'entreprise par des conseils en gestion et conduit à une évolution du statut de l'entreprise en société anonyme si ce n'était pas déjà le cas. Les capital - investisseurs siègent donc aussi au conseil d'administration, au comité stratégique qu'ils contribuent à installer, aident à la mise en place des procédures de contrôle et peuvent solliciter un audit externe en cas de besoin. Ces mesures fournissent des informations sur la gestion de l'entreprise permettant de fait de réduire de manière considérable l'asymétrie d'information qui caractérise généralement la relation entre les PME et les institutions de financements classiques. Le capital investisseur à la fin de sa période de participation se désengage en revendant sa part du capital au promoteur lui-même, à une tierce partie ou en bourse avec l'objectif de réalisation de plus value conséquente.

Dans notre mémoire, nous essayons de démontrer que le capital-investissement est une solution aux problèmes de financement en Afrique. Il est une solution complète dans la mesure où elle répond aux besoins de financements mais aussi conduit l'entreprise dans son évolution, et l'aide à devenir pérenne en s'érigeant en une grande entreprise. Cette activité qui a des effets bénéfiques sur l'entreprise et son développement permet d'assainir la situation des entreprises et renforce le paysage économique par la présence de PME robustes.

Les facteurs qui ont contribué à l'essor de cet outil aux Etats-Unis sont visibles dans notre sous région : Il existe un énorme besoin d'investissements dans le secteur des nouvelles technologies de l'information, de la production, de la biotechnologie, de la fabrication de produits pharmaceutique, des banques et assurances et des télécommunications etc.

Notre document a été produit sur la base des recherches bibliographiques, une modélisation et des études de cas.

Le premier nous a permis de définir l'histoire du capital investissement aux Etats-Unis et en Afrique en passant par l'Europe.

La modélisation à travers une revue de littérature a déterminé le financement **optimal** pour une jeune firme innovante entre : le financement interne, le prêt bancaire, et le capital risque. Les prédictions du modèle ont montré que le mode optimal pour une firme est l'apport en fonds propres par une société de capital risque si le projet présente un risque élevé, si le montant nécessaire à sa mise en œuvre est élevé ou encore s'il présente une forte rentabilité attendue. Le prêt bancaire par contre est optimal lorsque le risque d'échec est faible, si le montant du financement est relativement peu important ou si la firme a de solides sûretés réelles. Enfin dans les conditions où le risque d'échec est trop grand avec une rentabilité insuffisante ou que l'apport initial de l'entrepreneur est trop faible alors l'entreprise n'aura accès à aucun financement externe. Cette modélisation fait ressortir ce que le capital risque apporte de particulier aux firmes innovantes.

L'étude de cas a porté sur deux prises de participations réalisées par Cauris Management S.A. La première entreprise nommée X est une petite unité d'imprimerie. Il s'agit d'une SARL ayant 20 employés avec un chiffre d'affaires de 185 millions de Fcfa en 1993. En vue de faire face aux



investissements nécessaire à son projet, Cauris Investissement S.A fait un apport en capital de 100 000 000 Fcfa ainsi que de son expertise en gestion. Cinq années après la prise en participation Cauris Investissement S.A revend ses parts au promoteur en laissant une entreprise employant plus de 150 personnes et réalisant un chiffre d'affaires de 1.982 170 000 Fcfa.

L'entreprise Y est une entreprise de téléphonie mobile qui avant l'arrivée de Cauris Management S.A était caractérisée par un résultat net négatif, des charges financières énormes et un chiffre d'affaires à un niveau très faible. Cauris Management S.A a suggéré des restructurations financières profondes qui ont aidé l'entreprise à réduire ces charges financières et à le rendre plus crédible, au niveau des institutions de financement tels que le marché financier de l'UEMOA pour la levée de fonds. Trois années après l'intervention de Cauris Management S.A, la société Y devient leader sur son marché avec 57% de part. Le chiffre d'affaires est passé de 10 228 993 000 Fcfa en 2003 à 30 078 908 000 Fcfa en 2006 soit une évolution de 94%.

Nous sommes parvenus à la conclusion que le capital-investissement est un métier qui va apporter beaucoup à l'Afrique et à notre sous région en particulier. D'ores et déjà de nombreux fonds se bousculent en Afrique pour des prises en participation. Nous pensons que le succès déjà observé et à venir requiert un changement structurel profond. D'une part l'Etat devra créer un cadre juridique favorable à l'épanouissement de l'industrie du capital-investissement en accordant notamment la transparence fiscale<sup>1</sup> à ces acteurs. D'autre part les dirigeants des PME doivent aller à la recherche de ce mode de financement, accepter d'ouvrir le capital à d'autres et apprendre à jouer la transparence par une communication financière conforme aux standards.

---

<sup>1</sup> La transparence fiscale permet à au fonds de capital-investissement d'éviter une cascade d'impôts qui constitue en dernier ressort une double voire une triple imposition pour l'investisseur dans le fonds. En ce sens, seuls les investisseurs du fonds sont imposés et non le fonds lui-même qui ne constitue d'un véhicule d'investissement ayant mutualisé des ressources

## SUMMARY

Access to funding has a significant impact on firms' life. This funding is necessary since its launch and is key to growth and innovation. Financing has become a strategic challenge for most modern ventures.

However, we can notice that access to funding is no easy task for SME (Small and Medium-sized Enterprises), particularly in Africa. Actually, it is quite difficult for banks to assess credit requests where access to information on companies' financial health or and transparent communication about financial statements is next to impossible.

On the other hand, SME are very exposed to bankruptcy because of their size. This is one of the reasons why most of them always have problems to get financing from banks. Project financing even in a promising sector does not always attract. The global credit crunch certainly worsens the situation and SME are having more problems than ever for getting access to financing. This issue threat to economical growth, which cannot be achieved without SME, which are known to as value generators.

In sum SME have a very high risk profile for banks which are therefore very hesitant to give their financial support to the development of projects.

A decade ago, The United States of America have experienced and have thought about financials tools that will support the private sector such as:

- Private Equity
- Guarantee funds
- Financial Markets

The West African Development Bank also developed tools to help ease the credit crunch. CAURIS MANAGEMENT S.A (Private Equity) and GARI S.A (Guarantee Fund for private Investment) have been created to boost the private sector growth. Finally, the UEMOA stock exchange has been also created to collect private and public savings and to finance companies trough bonds and stock emissions.

We focused our attention on private equity which is a new field with its singularities.

In fact, the private equity investors are real partners for the companies who share the initial risk. The former bring equity capital to the latter and take part in their management. Thus, the monitoring and post investment advices are the main added value of this mode of financing. The private equity team assesses the project through the quality of the management team, its degree of motivation level, as well as the potential of the sector and the financials statements ...etc.

The partnership usually lasts 3 to 8years. They investors monitor the projects and are consulted for every strategic decision. . The private equity company must have a representative at the board of directors, helps in the implementation of control processes and orders an audit whenever it finds it useful. These measures give a clear overview on the day to day management of the company which helps to reduce the problem of the asymmetrical information which characterizes small companies. Generally, after 8 years or when they feel the company is doing well enough, the equity investors divest or sell their share on a stock exchange or to the owner of the company.

This document aims to demonstrate that private equity is a solution to financing issues in Africa. It is a complete solution because not only it provides financial resources but it also brings advices and strategic guidance contributing to the success companies. The activity of equity capital investors has a

great and positive impact on the company which often grows into bigger enterprises or even corporations.

The factor that contributed to the development of this tool in the United States of America are visible in western Africa with the need of important investment in sector with potential like technology, biotechnology, telecommunications, etc.

Our document was produced on the basis of library search, a modeling and case studies. The first enabled us to define the history of the private equity in United States, in Africa and in Europe as well. The Modeling, through a review of literature determined the optimal financing form for a young innovating firm between the internal financing, the bank loan, and the private equity financing. The predictions of the model showed that the optimal mode for a firm is the equity financing by a private equity company if the project presents a high risk, if the amount necessary to its implementation is high or if it has a strong awaited profitability. The bank loan on the other hand is optimal when the risk of failure is weak, if the amount of the financing is relatively not very important or if the firm has solids valuable securities. Finally, in the conditions where the risk of failure is too big with an insufficient forecasted profitability or when the initial contribution of the promoter is too weak, then the company will not have access to any external financing. This modeling, points out the great advantage and particularity of the private equity financing.

Our case study is related to two acquisitions carried out by Cauris Management S.A.

The first company named X is a small printing firm. Formerly, it was a limited liability company with a staff of 20 employees and a turnover of 185 million XOF in 1993. In order to take up its investment project, Cauris Investissement S.A brings an equity funding of 100.000.000 XOF as well as strategic management ideas. Five years after the acquisition of stake, Cauris Investissement S.A divested from the printing venture. The company was having at the divesting date a staff of 150 employees and a turnover of 1.982.170.000 XOF.

The company Y is a mobile telephony company, which before the arrival of Cauris Management S.A was characterized by a negative equity, very huge expenses and a turnover on a very low level. Cauris Management S.A suggested major financial reorganizations, which helped the company to raise the slope. The company became more credible and was able to raise fund through bonds on the WAMU financial stock exchange. Three years after the intervention of Cauris Management S.A, the company Y becomes leader on its market with 57% of share. The turnover passed from 10.228.993 000 XOF in 2003 to 30.078.908 000 XOF in 2006 showing an evolution of 94%.

We concluded that Private Equity is a profession that can brings a lot to Africa, especially to the western Africa companies. Yet, many funds are rushing to have representative offices in Africa. We are confident that the success of this tool requires some strategic changes. On one hand, the government has to create a legal framework that helps private equity sector through tax benefits. On the other hand, the leaders of SME must look more for this type of funding and feel free to open their equity capital to external investors and learn to communicate financial information according to international standards.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

---

**INTRODUCTION GENERALE**

---



## INTRODUCTION GENERALE

Le développement d'une entreprise passe par des activités d'innovation et de diversification nécessitant des ressources financières. Ainsi l'accès au financement constitue un facteur déterminant dans le développement d'activités économiques créatrices de valeur ajoutée et génératrices d'emplois et donc de revenus.

Or l'octroi de crédit par les banques suppose une confiance en la capacité de l'emprunteur à faire face au service de la dette. Les exigences du système bancaire classique rendent l'accès aux crédits difficile, voire impossible aux opérateurs du secteur des PME qui occupent quoi qu'on veuille une bonne partie du paysage économique africain.

Par ailleurs dans la perspective du respect des normes de l'accord de Bâle II, l'accès aux crédits bancaires restera compliqué aussi bien pour les demandeurs de crédits ne pouvant fournir que peu ou pas de sûretés, que ceux disposant de fonds propres insuffisants et représentant un risque élevé pour la banque. Dans un souci d'être en accord avec la réglementation bancaire, les institutions de crédit n'arrivent pas apporter suffisamment leur soutien aux petites et moyennes entreprises dans leurs projets d'expansions. Les projets de création d'entreprise présente des risques élevés, et très souvent les promoteurs sont démunis de garanties réelles sans laquelle les banquiers ne peuvent s'engager.

En outre, le manque de transparence comptable et financière dont font preuve les entreprises constituent une entrave aux financements bancaires des PME

Par ailleurs, la conjoncture économique défavorable combinée à des anticipations erronées du marché hypothécaire (insolvabilité des emprunteurs) a entraîné des problèmes au cours de l'année 2007. En effet la crise des « subprimes » caractérisée par l'incapacité des ménages à rembourser les dettes a entraîné un durcissement des conditions de crédits. Le marché des « subprimes », constitués de prêts hypothécaires (immobiliers) à taux variables accordés à une clientèle aux ressources limitées qui s'est largement développé aux Etats Unis à partir de 2001 a connu une profonde crise durant l'été 2007 due à une hausse des taux. Cette hausse soudaine des mensualités de remboursement a entraîné des non remboursements des débiteurs. L'insolvabilité des débiteurs et la chute des prix de l'immobilier ont provoqué la faillite des établissements de prêts hypothécaires. Les grandes banques, généralement investisseurs dans ces établissements financiers spécialisés, pâtissent également de ces faillites. C'est ainsi que, dans un article intitulé « crise des subprimes »<sup>2</sup>, les sociétés financières américaines telles que le cabinet Challenger, Gray and Christmas auraient annoncé près de 32 044 suppressions d'emplois pendant le mois d'Août 2007. Selon la FED, les pertes pour les banques pourraient s'élever à hauteur de 100 à 150 milliards USD pour un marché de 8 400 milliards d'encours de crédit. Le marché de créances titrisées utilisé par les banques pour garantir leur liquidité chute également suite à cette crise de confiance.

Il y a d'importantes craintes que la crise financière n'affecte l'économie réelle par le biais notamment de la baisse du moral des ménages et des chefs d'entreprises . La répercussion des difficultés rencontrées par les banques est le resserrement des conditions de crédits (hausse des taux d'intérêt, sélection plus

---

<sup>2</sup> [http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise\\_des\\_subprimes](http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_des_subprimes)

forte des emprunteurs). Ceci a une conséquence négative sur la consommation des ménages en crédit comme sur l'investissement des entreprises, et donc sur la croissance du PIB.

Le resserrement du crédit (« crédit crunch ») qui est donc une limitation ou une raréfaction du crédit offert aux entreprises et aux particuliers s'observe donc de nos jours un peu partout dans le monde et n'est pas uniquement le lot des pays africains. Elle s'accompagne d'une forte hausse du coût d'endettement et du besoin d'une forte garantie pour obtenir un prêt.

En Afrique subsaharienne l'accès au crédit des petites entreprises est un réel problème. Il est vrai que l'effet de la crise des « subprimes » aux USA n'a pas encore atteint notre région à cause du non développement des marchés financiers. Cependant les crédits sont rares et sont à des taux d'intérêts prohibitifs. Et pourtant les entreprises de l'Afrique de l'Ouest pour assurer leur croissance ont besoin de financements de leurs projets d'investissement et de développement. Les entreprises dans des secteurs à fort potentiel de croissance doivent être encouragées afin de redynamiser les activités de production de valeur ajoutée. Hors, nos banques dans leurs phobies de créances douteuses, dans le souci du respect des accords de balles II, et d'être en phase avec les recommandations de notre politique monétaire limitative de crédit avec des taux d'intérêts élevés par crainte d'inflation, n'arrivent pas à faire face à tous ces besoins.

## 1. Problématique

Dans cette situation, l'industrie du capital – investissement pourrait elle-être une alternative adéquate aux sources de financements traditionnelles des PME en Afrique ?

L'environnement économique subsaharien présente aussi de grandes instabilités financières où le crédit se fait rare aux agents économiques ne présentant pas assez de garanties, en raison du risque de non solvabilité. Le métier de banquier s'exerce de la manière « conservateur » de nos jours en Afrique et les PME à potentiel présentant des risques sont plutôt rares dans le portefeuille crédit des banques.

Cet outil de financement est elle capable de palier l'insuffisance de garantie et la faiblesse des fonds propres grâce à la prise de participation tout en maîtrisant l'asymétrie d'information et l'aléa moral gage de sa survie ?

Ils s'avèrent urgent pour l'Afrique en phase d'amorçage de sa croissance de détecter les sources créatrices de valeurs ajoutées que représentent les entreprises et de trouver une solution pour satisfaire leur besoin vital en financement. L'asymétrie d'information menaçante, l'aléa moral contribuant aux créances douteuses gêlent les actions des banques en faveur des PME. Se garantir un portefeuille de crédits à un niveau sain est en fait le plus gros souci du banquier. Dans ce contexte la question qui se pose alors est la suivante :

Quelles sont les solutions aux problèmes de financement des petites et moyennes entreprises non cotées, créatrices de valeurs ajoutées en Afrique ?

Pour y arriver nous essayerons de répondre aux questions suivantes :

Quels sont les principaux outils financiers utilisés pour soutenir le secteur privé ?

Qu'est ce que le capital – investissement et quelles sont les opportunités qu'il offre aux PME ?

Quels sont les impacts des activités des capital - investisseurs sur les PME en Afrique subsaharienne ?

Nous étudierons quelques exemples de prise en participation réalisées par la société de gestion de fonds de capital-investissement : Cauris Management S.A

Voilà autant de questions auxquelles nous essayerons de répondre dans les lignes qui suivent pour faire ressortir la spécificité du métier du capital-investissement.

## 2. Les objectifs de la recherche

### ▪ Objectif Général

L'objectif de cette étude est donc de dévoiler l'outil souvent discret que représente le capital-investissement et ensuite de prouver qu'elle peut représenter une source alternative complète de financements des petites et moyennes entreprises en Afrique.

### ▪ Objectifs secondaires

Faire ressortir la grande richesse que représentent les capital - investisseurs pour les PME dans le sens où, ils fournissent du financement mais aussi des conseils en gestion

Montrer que les techniques utilisées par le capital-investissement peuvent être un outil de prévention du risque de contrepartie.

## 3. Intérêt de l'étude

Faire ressortir la noblesse du métier du capital-investissement et la lourde responsabilité qui repose sur les acteurs de ce secteur dans la mesure où ils représentent une source d'espoir pour le développement de l'initiative privée et de l'entrepreneuriat et moteur de la croissance.

## 4. Méthodologie de la recherche : Recherche bibliographique, analyse de cas et modélisation

Pour réaliser notre étude, nous allons d'abord procéder à une explication du contexte générale aboutissant à la création du métier de capital-investissement, ensuite une revue de littérature présentant le cadre théorique du métier sera réalisée débouchant sur la présentation de la société de gestion de fonds de Capital Investissement : Cauris Management S.A.

Ensuite sera-t-il réalisé une modélisation recherchant le mode de financement optimal pour une firme innovante entre le financement interne, le prêt bancaire et le financement par capital investissement.

Enfin, nous allons faire une étude documentaire des dossiers de prise de participation afin d'évaluer l'impact de l'arrivée du capital-investissement pour les PME africaines grâce à deux exemples : Il s'agit d'une part du cas de la prise de participation d'une petite entreprise d'imprimerie conduisant à une évaluation de la situation avant et après la prise en participation de Cauris Investissement S.A. D'autre part suivra le cas d'une prise de participation dans une entreprise dans le secteur de la télécommunication pour toujours une analyse de la situation avant et après la prise en participation du fonds Cauris Investissement S.A. Nous terminerons, par une discussion et des recommandations.

## 5. Plan de l'étude

Le document est présenté en deux parties :

- La première partie est constituée de trois chapitres.

Le chapitre 1 présente le contexte général de création du capital investissement

Le chapitre 2 traite des causes des problèmes d'accès aux financements des PME et l'offre qu'apporte le capital investissement

Le chapitre 3 est consacré à la présentation de CAURIS MANAGEMENT S.A

- La deuxième partie est composée de deux chapitres :

Le chapitre 4 présente une modélisation sur le choix optimal pour une jeune entreprise entre le financement interne, le prêt bancaire et le capital risque.

Le dernier chapitre de notre document est une étude de cas de deux prises de participation et une analyse du processus.

- Nous achèverons par une conclusion générale après quelques recommandations pour une meilleure performance des sociétés de capital-investissement en Afrique Subsaharienne.



CESAG - BIBLIOTHEQUE

---

**PREMIERE PARTIE**

**La problématique du financement des PME et  
L'industrie du capital-investissement**

---

## CHAPITRE I Le capital-investissement - Cadre théorique

Notre premier chapitre définit le capital-investissement et fait une présentation du métier tel que pratiqué en occident. Une deuxième partie du chapitre fait le point sur la situation du capital-investissement en Afrique.

### ***1.1 - Le capital-investissement – Généralités***

Cette première section définit le capital-investissement, réalise une comparaison avec le mode de financement classique qu'est la banque et récapitule les différents modes de financements à la disposition d'une entreprise en fonction de son stade d'évolution.

#### 1.1.1 - Définition

Le **capital-investissement**<sup>3</sup> est une activité financière consistant pour un investisseur à entrer au capital de sociétés qui ont besoin de fonds propres. Le terme de capital-investissement concerne généralement l'investissement dans des sociétés non cotées en Bourse (d'où son nom de capital non coté ou de private equity en anglais en opposition au terme public). En français cela correspond aux notions de capital fermé en opposition au capital ouvert.

Les sociétés qui constituent un portefeuille de participations en réalisant des opérations de capital-investissement sont appelées des sociétés de portefeuille ou des fonds d'investissement.

Le capital-investissement se décline sous plusieurs formes :

- le capital-risque pour financer le démarrage de nouvelles entreprises ;
- le capital-développement pour financer le développement de l'entreprise ;
- le capital-transmission ou LBO destiné à accompagner la transmission ou la cession de l'entreprise ;
- le capital-retournement pour aider au redressement d'une entreprise en difficulté ;

Il s'agit d'investissements en fonds propres dans des entreprises non cotées afin de financer leur développement. Ces investissements sont réalisés par des sociétés spécialisées dont l'objectif est de réaliser des plus values.

#### 1.1.2 Généralités

##### a) L'organisation du financement en capital risque

Le capital investissement peut être défini en première approximation, comme un procédé de financement en fonds propres et quasi fonds propres dans des entreprises où des projets à fort

---

<sup>3</sup> [http://fr.wikipedia.org/wiki/Capital\\_investissement](http://fr.wikipedia.org/wiki/Capital_investissement)

<http://definition.actufinance.fr/capital-investissement-196/>

potentiel. L'activité associe trois types d'opérateurs : Les organismes de capital-risque, les investisseurs qui leurs confient leurs capitaux, et les entreprises financées ou bénéficiaires

**Tableau1: Schéma de l'organisation du capital-investissement.**



Les organismes de capital-investissement prennent des participations dans les entreprises, en principe des sociétés non établies et dont le devenir est incertain, à un moment où les risques ne leur donnent pas accès aux financements traditionnels. Ces risques importants sont compensés par des perspectives de rentabilités élevées. Pour les opérateurs de capital-investissement cette rentabilité est différée et réalisée au moment de leur sortie du capital des sociétés qu'ils financent, c'est-à-dire lors de la revente de leurs participations. La « sortie » s'effectue par introduction des sociétés sur le marché boursier, ou par revente à d'autres partenaires industriels ou financiers.

L'essentiel de la rentabilité est donc réalisée sous forme de gains en capital si les sociétés financées ont réussi le pari de leur développement. En pratique, une fraction seulement des investissements réalisés par les organismes de capital-investissement représente une réussite. Les cas où la valorisation des sociétés reste faible sont nombreux et les échecs, où la revente est impossible sans moins-values, voire une perte totale du capital investi, ne sont pas rares là où la profession a atteint sa maturité. La prise de risque des opérateurs est réelle, et ceux-ci doivent constituer des portefeuilles d'affaires et réaliser avec une fraction seulement de ces portefeuilles, les gains qui couvrent les pertes réalisées par ailleurs.

Les sociétés de capital-investissement engagent les capitaux de leurs « investisseurs ». Ces bailleurs de fonds sont les personnes physiques ou des investisseurs institutionnels qui apportent leurs capitaux en espérant en contrepartie des risques pris, une rentabilité différée élevée.

Il existe deux principaux types d'organismes de capital-investissement :

- Les organismes « indépendants », exemple Cauris Management S.A : Ils doivent collecter leurs capitaux gérés auprès d'investisseurs potentiels sur la base de leur notoriété, de leurs compétences, et de leur historique de réussite.
- D'autres organismes de capital-investissement sont des filiales de groupes financiers ou industriels qui leur apportent leurs capitaux)

Les investisseurs confient leurs capitaux aux sociétés de gestion de fonds de capital-investissement pour plusieurs années, de façon à ce qu'ils puissent être investis sur toute la durée qui s'écoule entre la prise de participation initiale et la revente. En général ces capitaux sont confiés aux fonds pour une durée fixe, en moyenne dix ans, en une ou plusieurs tranches, à l'issue de laquelle le fonds est « liquidé » par revente ou introduction en bourse des entreprises.

Il existe aussi des sociétés de capital-investissement qui disposent des capitaux de leurs actionnaires de façon permanente, ces derniers étant rémunérés sous forme de dividendes. Ces organismes

engagent les capitaux, en plusieurs étapes, sur la durée de vie requise par une affaire pour atteindre sa maturité.

Les prises de participation, puis la revente, exigent des délais. Les capitaux sont engagés progressivement, parce qu'il faut du temps pour identifier les projets à forts potentiels, et parce que chaque projet requiert plusieurs appels de fonds qui sont étalés dans le temps (Les « tours » de financement ou round financing). En cas de succès, la revente est progressive. Si deux à trois autres années sont nécessaires pour engager les capitaux, et deux à trois autres années pour la cession des participations, l'investissement ne dure que cinq ans en moyenne, sur les dix années pendant lesquelles les capitaux sont libérés par les investisseurs (Durée de vie d'un fond). Les capitaux investis au début ne sont donc effectivement engagés que sur une partie de la durée de vie du fonds. Le cycle d'investissement est la durée écoulée entre le moment de la mise initiale et celui où la sortie par revente devient réalisable.

Cette durée dépend du stade de développement de l'entreprise que l'opérateur de capital-investissement a financé. Elle est relativement faible s'il agit d'entreprises établies, et nettement plus longue pour des démarrages d'entreprises. Mais elle atteint généralement plusieurs années : un cycle total, entre le démarrage d'un projet et son accession à la maturité sous la forme d'une entreprise établie et profitable, est de l'ordre de cinq à dix ans en France par exemple. Mais le délai entre l'investissement initial et la revente sur le marché financier, si elle est possible, est souvent de cinq ans seulement aux Etats-Unis.

En contrepartie de cette « patience », les investisseurs et les sociétés de gestion de fonds de capital-investissement espèrent une rentabilité élevée de leur mise de fond. A la sortie des investissements, les plus-values réalisées en cas de succès assurent une rémunération partagée entre bailleurs de fonds et professionnels de capital-investissement.

#### b) Le capital-investissement, un mode de financement en comparaison avec les modes de financement classiques

La finance classique n'est pas le capital-investissement : ni le mode d'intervention, ni le niveau de risque pris, ni le suivi des affaires financées, ni le profil des intervenants ne sont identiques.

Dans la mesure où des établissements financiers pratiquent déjà les opérations de haut de bilan, c'est-à-dire des financements en capitaux permanents, la distinction n'est pas nécessairement évidente.

Cependant, Il existe de façon claire une distinction entre le capital-investissement et le financement classique. En effet, lorsque la situation économique est tendue ou que les besoins en matière d'investissement sont importants, les entreprises ne disposent pas de sources de financements illimités pour faire face à leur croissance ou à renforcer leurs fonds propres même quand elles sont bien gérées et dégagent des bénéfices élevés. Leur financement constitue des fois des problèmes susceptibles de les bloquer dans leur développement. Les bénéfices réalisés par une entreprise déterminent pour l'essentiel sa capacité à lever des capitaux propres et des fonds de tiers. Cependant seul une infime partie des entreprises peuvent s'adresser aux marchés des capitaux pour y émettre des actions et des emprunts obligataires. Le crédit bancaire reste donc pour un grand nombre d'entre elles la principale source de financement externe. Mais eu égard aux dispositifs de protection contre les risques de contrepartie encourus par les banques les entreprises sont pour la plupart insuffisamment dotées en fonds propres ce qui entrave leur possibilité de lever de la ressource. Cet environnement économique exigeant et la recherche non aisée de capitaux font ressortir le fait que les sources de financement classiques limitent les PME.



Ainsi les formes traditionnelles de financements des entreprises sont donc de plus en plus complétées par des solutions alternatives telles que le financement par le capital investissement et le financement mezzanine qui est une dette subordonnée postérieure aux autres dettes de tiers. Il s'agit d'une forme hybride de financements d'entreprise à forte croissance très répandue dans le monde occidental. Selon une étude du crédit suisse publiée sur leur site [www.credit-suisse.com](http://www.credit-suisse.com), le financement mezzanine est indiqué lorsque les instruments traditionnels : internes comme externes (Cash flow, fonds propres, crédit) ne suffisent pas à financer l'investissement requis ou quand une entreprise recherche des fonds propres sans vouloir subir une dilution ni une perte de ses droits de propriétés

**Tableau2<sup>4</sup> : Phase de développement des entreprises et sources de financements externes.**

Phases de développement	Seed	Start-up	Développement	Expansion	Maturité	Croissance	Changement d'associés
Fonds de Tiers			Financement par le crédit et l'emprunt				
Fonds mezzanine				Financement mezzanine		Financement de croissance et d'expansion	Financement MBO, MBI
Fonds propres	Private equity (notamment seed capital et venture capital) Famille business angels		Financement sur le marché des capitaux (actions)				

Seed capital (ou capital d'amorçage) et venture capital sont des capitaux de private equity servant aux phases seed et start-up. Par seed on entend la phase qui précède la création proprement dite (ou pré création) d'une entreprise, qui voit le développement d'une idée en un concept commercialisable. Le financement seed sert généralement à développer un produit et à réaliser une étude de marché. Une start-up est une entreprise en phase de création qui commence à élaborer ses structures et à commercialiser une gamme de prestations. Les phases seed et start-up sont regroupées sous le terme générique de early stage phase. Un MBO (management buyout) ou un MBI (management buy in) consiste à vendre tout ou partie d'une entreprise à son management (MBO) ou à un nouveau management (MBI). Des changements d'associés (p. ex. successeurs) ou des ventes de parties d'un groupe (spin-off ou essaimage) sont des MBO /MBI typiques.

<sup>4</sup> <http://emagazine.credit-suisse.com>

**Tableau3 : Mode de financement d'entreprise.**

Type de financements		Financement externe	
Autofinancement		Financement externe	
Fonds résultant de l'activité de l'entreprise	Fonds provenant de la libération de capital	Fonds propres	Fonds de tiers
Bénéfices non distribués	Cession d'actifs (désinvestissement)	Augmentation de l'apport des associés	Banques (crédits)
Dissolution de provisions		Apports de nouveaux associés	Leasing de biens d'équipements
Amortissements		Private Equity	Fournisseurs (crédits de fournisseurs)
		Public Equity (Entrée en bourse, augmentation du capital actions)	Clients (acomptes)
			Emprunts

Le tableau ci dessus présente la large gamme de sources de financements disponibles aux entreprises dont le capital-investissement (Private Equity) sources de financement externes affectés au fonds propres ; Quels en sont ces particularités ? Quelles sont les différences d'avec le financement classique ?

Il existe plusieurs distinctions immédiates entre l'offre de financement traditionnelle et l'offre de capital-investissement à savoir :

- Les opérateurs en capital-investissement vont intervenir en amont de la finance traditionnelle, car les entreprises ou les projets financés ne satisfont pas aux critères d'obtention des financements habituels ;
- Les participations réalisées présentent un niveau de risque plus élevé que les opérations classiques. Ce risque est compensé par des perspectives de rentabilité différée importante ;
- Les opérateurs de capital-investissement sont des opérateurs « actifs » plutôt que passifs, qui « ajoutent de la valeur » aux entreprises financées en les assistant dans différents domaines.

La distinction essentielle du capital investissement par rapport aux sources de financement classique est la valeur ajoutée par les opérateurs aux affaires financées. Cette assistance est très indispensable à certaines étapes du développement des entreprises et constitue un moyen pour les capital-investisseurs d'exercer un contrôle sur le risque pris au départ. Ceci constitue l'un des éléments essentiels qui rendent la relation entre l'entreprise et ses investisseurs financiers inhabituels.

## ***1.2 - Le modèle de capital-investissement aux Etats Unis***

Cette 2<sup>ème</sup> section explique les conditions de lancement du capital-investissement ainsi que sa situation actuelle aux Etats-Unis.

Le premier fonds de venture - capital ou de capital – risque a été créé aux Etats-Unis en 1946. Puis l'expansion du venture capital (Capital Risque) a été relativement lente jusqu'à la période 1977 – 1983 où la profession a connu une croissance accélérée et spectaculaire, pour poursuivre ensuite une croissance plus modérée et plus heurtée avec des inflexions conjoncturelles.

### ***1.2.1 - Le démarrage***

Le capital-investissement a débuté aux Etats-Unis en 1946 après la guerre, avec, la fondation « American Research and Development » (ARD) par le Général Doriot, qui est un français d'origine.

Aujourd'hui l'ARD, après avoir « essaimé » dans de nombreux autres fonds de venture capital, symbolise encore la tradition du capital risque américain. En 1958, les Small Business Investment Compagnies (« SBIC ») créés avec l'aide du gouvernement américain ont donné une impulsion au développement de la profession. Il s'agit de sociétés d'investissements en fonds propres à capitaux privés bénéficiant d'emprunts fédéraux à taux bonifiés. Ces sociétés ont pu se développer avec l'aide publique et financer des affaires en développement.

Les SBIC ont contribué à diffuser les pratiques du capital-investissement, à former une première génération de professionnels, et à développer de nombreux fonds de venture capital, dont certains figurent aujourd'hui parmi les plus grands ; Le programme des SBIC est exemplaire et constitue une référence dans l'ensemble des actions menées par les pouvoirs publics, qui est détaillée à ce titre dans la présentation ultérieure de la logique des interventions publiques.

Georges Doriot le Français Inventeur du Capital Risque Américain : Pour plus de détails : <http://www.paris-saclay.fr/2007/12/georges-doriot.html>



Le volume d'activité de la profession est resté stable et faible jusqu'à la fin des années 1970. Historiquement, le véritable décollage du venture capital remonte aux années 1977 – 1978, avec les investissements dans l'électronique et les bio – technologies. Le passage des nouvelles technologies au stade de l'industrialisation ouvre alors un nombre considérable d'opportunités d'investissement à fort potentiel. Ce décollage s'est notamment concrétisé avec les premières vagues de « success stories » dans la haute technologie, aux noms prestigieux dans la haute technologie, comme INTEL, APPLE, Digital électronique, BIOGEN et GENENTECH dans la biotechnologie, ou encore FEDERAL EXPRESS dans les communications.

### 1.2.2 - L'expansion des années 1980<sup>5</sup>

Simultanément, à l'offre de fonds disponibles et la recherche d'une rentabilité à long terme s'est redéployée sous l'effet d'un ensemble de facteurs. Ce développement des ressources est parfois attribué aux changements de la politique fiscale du gouvernement qui a abaissé, en 1978, puis en 1982, le taux d'imposition des gains en capital à 28% et à 20% respectivement. Le différentiel entre imposition des revenus et des gains en capital aurait créé un appel de fonds nouveaux à la recherche des avantages fiscaux attachés à cette forme de rentabilité. Aujourd'hui, la nouvelle loi fiscale américaine supprime le différentiel de taux d'imposition favorable aux gains en capital, avec un taux unique de 28% sur les gains à court terme et à long terme, identique au taux d'imposition des revenus de la tranche médiane. Elle pourrait provoquer un recul sensible de l'offre de fonds. Mais une large part de l'offre, notamment celle des pensions funds (caisses de retraite) est insensible à ce retour en arrière car elle est exempte d'impôt.

---

<sup>5</sup> BESSIS Joël « le capital risque et financement des entreprises »



D'autres facteurs ont aussi contribué à l'expansion des ressources disponibles pour la branche du capital-investissement. Les deux principaux, selon un rapport au congrès, sont :

- la persistance d'un marché boursier haussier, notamment le comportement très favorable du compartiment des émissions de titres par les entreprises introduites pour la première fois sur le marché (« Initial Public Offerings » ou IPO)
- des règles prudentielles « prudent man rule » moins strictes permettant aux caisses de retraite le placement d'une fraction de leurs avoirs dans de petites affaires risquées.

La croissance très rapide du Venture capital dans les années 1980 tient aussi à une conjonction d'autres circonstances :

- La combinaison d'une offre de capital avec des projets innovateurs et à fort potentiel ;
- une grande notoriété médiatique des success stories ;
- un cadre fiscal incitatif;
- Innovation, financement, effets médiatiques se sont conjugués pour favoriser l'explosion de la profession jusqu'à un premier sommet conjoncturel de 1983 ;

Ces évolutions sont observables à partir de trois indicateurs usuels d'activité :

- Les capitaux collectés annuellement auprès des investisseurs ou ressources pour la profession.
- Les capitaux investis auprès des entreprises, représentent les investissements nets des désinvestissements de la période. Les investissements mesurent aussi la demande des entreprises que les opérateurs ont décidé de satisfaire. Ils sont toujours mesurés au coût d'acquisition qui est en général sensiblement inférieur à la valeur de marché ultérieure.
- L'encours total cumulé de ressources, ou pool de ressources, à la disposition des opérateurs.

La croissance des flux de capitaux annuels est spectaculaire à partir de 1977, puis la période de 1983 à 1987 correspond à un cycle conjoncturel, avec le sommet de 1983, la récession en 1985, puis la reprise amorcée en 1986 et confirmée en 1987 ;

Jusqu'en 1987 la progression de l'encours total de ressources a été ininterrompue. Le parallélisme des progressions de l'offre de capitaux et des capitaux engagés montre que l'offre et la demande interagissent mutuellement : La croissance de l'offre stimule celle de la demande, et la multiplication des projets rentables stimule les appels de fonds vers la branche du capital-investissement.

L'année 1987 est un second pic conjoncturel remarquable après celui de 1983. Les flux de ressources collectées annuellement auprès des investisseurs ont atteint, selon Venture Economics, le niveau record de 4,9 milliards de dollars en progression de 34% sur les 2,9 milliards de 1986 et au dessus du précédent record de 3 milliards de 1983 ; Ce flux fait culminer le pool total des ressources à 29 milliards de dollars alors qu'il était voisin de 2,5 milliards en 1977, soit une multiplication par un facteur douze en l'espace d'une dizaine d'années. Les investissements engagés dans les entreprises atteignent aussi un record de 3,9 milliards de dollars.

### 1.2.3 - Situation actuelle du capital-investissement aux états unis

Selon un rapport trimestriel de Ernst & Young et Venture One's sur le capital-investissement, il est montré qu'aux Etats-Unis le total des investissements a atteint près de 14,5 milliard de dollars



Américain, uniquement pour les six premiers mois de 2007. C'est le niveau le plus élevé observé depuis 2001.

Les entreprises américaines ont su attirer durant le 2ème trimestre 2007 les investissements des sociétés en capital-investissement. Ces financements ont déjà atteint 7,5 Milliards de dollars Américain en hausse de 8% par rapport à l'année dernière selon Ernst & Young LLP et DOW Jones Venture One. Le total des investissements pour la même période a déjà augmenté de 8% et a atteint 717milliard de dollars, le plus fort volume depuis 2001. (Source<sup>6</sup>)

#### 1.2.4 - Secteurs favoris des investissements des sociétés de capital investissement aux Etats-Unis

Les entreprises de production de matériels informatiques, de logiciels et d'offres de services liés à l'informatique pendant longtemps sont restées les premiers réceptionnaires des fonds des sociétés de capital-investissement aux Etats-Unis. Les sociétés de télécommunications et les entreprises pharmaceutiques et de productions d'équipements médicaux aussi bénéficient d'une large part des fonds des sociétés de capital-investissement.

Ainsi, une analyse de l'industrie 1987 à 1996 démontre que l'industrie du matériel informatique a reçu entre 15 et 32% des fonds. Au début les entreprises de fabrication d'équipements informatiques recevraient plus de fonds, au détriment des entreprises de production de logiciels informatiques. Cette tendance a changé en 1990 et dès 1995 l'industrie de production de logiciels recevait plus d'un quart des fonds des sociétés de capital-investissement.

### **1.3 - Situation du capital-investissement en Afrique**

Cette troisième section de notre chapitre est consacrée à une revue sur la situation du capital-investissement en Afrique.

#### 1.3.1 - Le capital Risque un métier en devenir en Afrique

L'Afrique est plus souvent associée aux flux de capitaux liés à l'aide internationale qu'à ceux en provenance des fonds d'investissements privés internationaux. Pourrait – on imaginer les fonds mutuels anglo-saxons, les véhicules financiers de private equity ou encore les sulfureux hedge funds, se ruier vers le continent noir ? C'est pourtant ce qui est en train de se passer.

Toute l'Afrique est en passe de devenir la nouvelle frontière d'investissement des marchés émergents. Il ne s'agit plus seulement d'un engouement limité aux seuls grands marchés de la région, qu'ils soient sud – africains ou nigériens. Le Kenya, le Ghana ou encore le Botswana sont en passe de devenir les destinations favorites des marchés financiers. Depuis Londres, ou encore New York mais aussi Johannesburg ou Lagos, on assiste à une recrudescence des investissements financiers dans toute l'Afrique, la partie subsaharienne incluse.

---

6 (www.altassets.net)

Métier financier obscur et méconnu dans le monde, l'on aurait pensé que la situation du capital investissement serait pire en Afrique. Un bon capital-investisseur lorsqu'il investit l'argent qu'il gère dans le capital de sociétés privées, recherche un certain nombre de qualités : Gestion efficace, Transparence, ambition, présence d'un marché à fort potentiel, existence d'un acheteur éventuel au bout de quelques années. L'Afrique avec son lot de guerres, de mauvaises gestions et de corruption n'offrirait à priori aucune des qualités requises.

Et pourtant plus de dix ans après la naissance du capital investissement en Afrique nous pouvons dire que le secteur a le vent en poupe. Ce regain d'énergie est dû notamment à la société Néerlandaise de financement du développement, plus connu sous le sigle FMO. Cette dernière a investi jusqu'au 31 Décembre 2005, environ 627 millions d'euros de financement en Afrique dont 444 millions sous forme de prêt en capital investissement. Ben Zwinkels<sup>7</sup>, Senior Investment Manager chez FMO est responsable d'une quinzaine de fonds dévolus au financement des PME en Afrique. Il assure également la promotion du capital Risque en étroite collaboration avec plusieurs banques africaines, comme la Banque Of Africa (BOA) ou encore Afriland First Bank au Cameroun. Grâce à l'appui financier et technique du FMO, Afriland a ainsi créé Cenainvest une filiale spécialisée dans le capital risque.

Le bilan d'une décennie de présence est positif, et a une tout autre dimension surtout avec la méga cession de Celtel<sup>8</sup> à l'opérateur koweïtien MTC pour 3,4 milliards de dollars. Baptisée « Plus grosse opération en Afrique subsaharienne » hors pétrole. Elle a permis à ses actionnaires, dont les fonds de capital investissement d'Actis, EMP Africa, FMO, IFC et Zéphyr de réaliser des gains considérables, jusqu'à 25 fois la mise. Le fonds Actis, deuxième actionnaire du groupe avant la cession, a ainsi reçu 5,5 fois son investissement de base en mai 2005.

Une année après c'est-à-dire en 2006, les équipes aux commandes de ces fonds d'investissements en Afrique ont eu des sujets de se réjouir. Le patron d'EMP Africa<sup>9</sup> confirme que le fonds AIG Africa Infrastructure Fund<sup>10</sup> créé en 2000 a déjà engrangé plus de quatre fois l'argent investi dans ses deux plus grosses opérations et devrait dégager plus de 25% de rentabilité annuelle dans au moins six autres cas. Signalons qu'après la vente remarquable de Celtel, l'autre opération a été la cession des parts d'EMP Africa d'Orascom Algérie à un investisseur institutionnel d'ABU DHABI. Ce fonds a passé deux belles années. Ce fonds a passé deux belles années 2005 et 2006 qui lui ont valu son autonomie par rapport à EMP Global la maison mère américaine. Cette dernière n'est plus qu'un partenaire minoritaire au capital, les gestionnaires ayant pris le contrôle. En cadeau, EMP Africa s'est même offert les deux fonds africains de la société de gestion britannique Framlington, West Africa Growth Fund et Central Africa Growth qui totalisait environ 50 Millions d'euros d'actifs sous gestion.

EMP Africa a encore lancé un autre fonds avec une mise initiale de 387 millions de dollars qui pourrait être appelé à croître plus tard. Ceci reflète tout le dynamisme du capital-investissement sur notre continent.

---

<sup>7</sup> Sources : Jeune Afrique, Spécial Finance Hors Serie N° 13/ Les 200 premières banques africaines. Classement exclusif 2006 ; page 86

<sup>8</sup> Groupe de téléphonie mobile

<sup>9</sup> Actuelle ECP : Emerging Capitals Partners

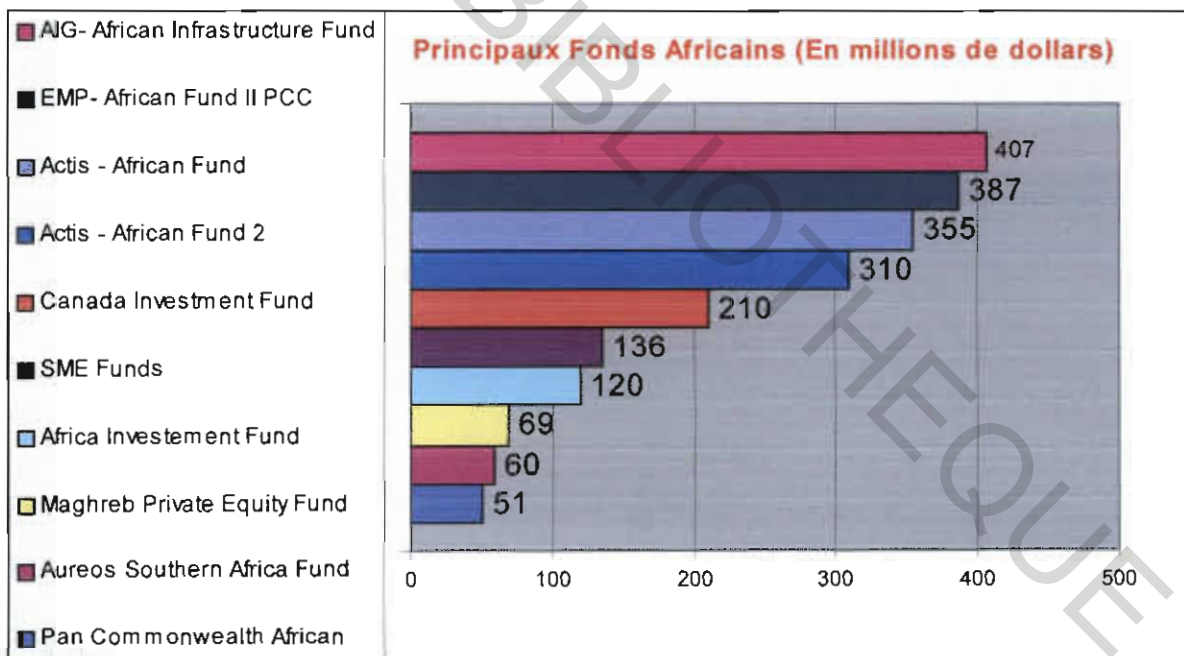
<sup>10</sup> Fonds d'investissement suisse

Outre cette preuve, notons qu'en Octobre 2005 le fonds canadien pour l'Afrique a été lancé à Accra dans la capitale Ghanéenne. Ce fonds d'un actif initial de 162 millions de dollars Américain dont 50% sont détenus par le gouvernement canadien a aussi rencontré un grand succès, plus que ce qui n'était espéré. Géré par Cordiant et Actis, le deuxième grand intervenant de ce métier financier après EMP, ce fonds aujourd'hui atteint 210 Millions de dollars Américain.

En somme il s'agit d'une activité en plein essor. L'argent coule à flot sur le continent. En deux années, plus d'un milliard de dollars ont été levé auprès d'investisseurs étrangers publics et privés pour l'investissement en Afrique. Il a été constaté aussi l'arrivée de nouveaux intervenants sur le marché comme le britannique Blakeney Management ainsi que d'autres investisseurs du golfe persique. Il est clair donc que l'Afrique n'est plus sur une liste noire.

La discrète société de gestion Blakeney Management <sup>11</sup>s'est illustrée sur plusieurs gros coups : Outre sa prise de participation au capital de Celtel suivie de la sortie que l'on connaît, elle a été aussi le principal souscripteur de l'augmentation de capital réalisé par Ecobank. Encore plus impressionnant, Celtel est parvenu à intéresser un groupe Américain « Celtel Capital » gérant plus de mille Milliards de dollars ! Son investissement dans Celtel en Décembre 2003, constituait son premier pas en Afrique (Hors Afrique du Sud). Ceci montre que toute l'Afrique intéresse aujourd'hui. Ainsi petites entreprises ou boutiques profitent aujourd'hui de ce phénomène d'embellie.

### 1.3.2 - Les principaux fonds africains et leurs activités sur le continent africain



Sources : Jeune Afrique, spécial finance ; Hors série N°13 – page 92

Emerging Capital Partners (ECP) est la première société de gestion de fonds de capital investissement a levé plus de 1.2 milliards de dollars Américain. ECP gère six fonds différents à savoir : AIG African

<sup>11</sup> <http://www.blakeneymanagement.com>



Infrastructure Fund, Central Africa Growth Sicar, West Africa Growth Sicar, ECP Africa Fund II PCC, Moroccan Infrastructure Fund, ECP MENA Growth Fund LLC.

Le plus important fonds est AIG – African Infrastructure Funds. Le fonds AIG African Infrastructure Fund LLC a été créé en mars 2000 pour réaliser des investissements en infrastructures et dans des secteurs clés (Télécommunications, eau, énergie, transport, agro-industrie...etc.). D'un montant total de 407 millions de dollars américains, ce fonds est sponsorisé par AIG (American International Group) et la SFI (Société Financière International). D'illustres personnalités africaines sont rassemblées dans le conseil d'administration de ce fonds en membre d'honneur à savoir : Nelson R Mandela comme président du Conseil d'administration, Cyril Ramaphosa etc.

EMP African Fund II a été levé en Décembre 2005 pour succéder à African Fund I. African Fund II a d'ores et déjà réalisé de nombreuses prises de participation. En exemple nous pouvons citer : Anvil Mining (Democratic Republic of Congo), Ecobank Transnational Incorporated (pan-African), Spenco International (East Africa), Continental Reinsurance (pan-African), Notore Chemical Industries (Nigeria), Artumas Group (Tanzania and Mozambique) and Bank of Africa (pan-African)..

Le fonds britannique Actis et le Canada Investment Fund (Cordiant) réalisent plusieurs opérations à travers toute l'Afrique. Ces deux fonds ont pour objectif de stimuler la croissance économique en fournissant du capital à des entreprises du secteur privé productives et rentables.

Le leader du capital investissement Tunisien, Tuninvest, avec une vocation d'abord nationale puis ensuite régionale, a lancé en 2006 le Maghreb Private Equity Fund II avec 55 millions d'euros représentant le plus important fonds géré par la société. En outre, Tuninvest est désormais aux commandes de Africinvest un fonds d'investissement panafricain initialisé par le FMO et doté de 35 millions d'euros.

Finalement chaque région est gérée par un spécialiste. Tuninvest s'occupe des investissements d'Africinvest en Tunisie, MarocInvest du Maroc, Cauris Management S.A de l'Afrique de l'Ouest, Fidelity Capital au Ghana, de la Sierra Leone et du Liberia, IBTC du Nigeria et Cenainvest<sup>12</sup> basé à Douala de l'Afrique Centrale.

Le fonds Africinvest a fait ses preuves en matière de réussite du capital développement grâce au succès enregistrés dans Celtel.

Cependant, selon Albert Bengala<sup>13</sup>, Directeur Général de Cenainvest société de capital risque basée à Douala et en charge des investissements d'Africinvest en Afrique Centrale, l'exercice du métier est plus difficile en Afrique avec des coûts de fonctionnements plus élevés qu'en occident. Il signale que sur leur premier fonds lancé en 1999, ils ont eu un TRI qui a varié entre 8% à 29%. Selon lui, sur une vingtaine de projets financés il y a eu six très bons projets, huit moyens et six très difficiles. Une estimation globale situe le TRI de leur premier fonds autour de 10%. Notons que c'est cette société de gestion qui a réalisé une prise de participation dans la compagnie aérienne née des cendres de Cameroon Airlines. Enfin pour lui, le capital investissement en Afrique n'a pas encore atteint sa vitesse de croisière et

---

<sup>12</sup> Joint venture formée par le Fmo et la filiale de banque camerounaise Afriland

<sup>13</sup> Jeune Afrique hors série N°13



suscite encore des méfiances de certains investisseurs. C'est le cas de la SFI (Filiale de la Banque Mondiale) qui lui n'investit pas encore dans les fonds panafricains.

Le fonds Actis<sup>14</sup> tout comme AIG African Infrastructure Fund, lève des fonds tant auprès d'investisseurs privés en recherche d'une forte rentabilité qu'auprès d'institutions de développement qui restent quant à elles les principaux sponsors des petits fonds gérés par Cenainvest, Tuninvest et Cauris Management S.A.

A L'African Venture Capital Association, Organisation représentative de la profession, les changements en cours sont clairement perçus. Ils ont aujourd'hui 80 membres, sachant que l'industrie du capital investissement en Afrique regroupe 150 à 200 intervenants. En 2004, « nos adhérents ont levé 500 Millions de dollars Américain et nous estimons que les chiffres pour 2005 que nous sommes en train de calculer, devraient être supérieurs ».

Après deux années à la tête de l'association Barbara James, sa directrice générale est confiante et explique qu'un certain nombre d'éléments expliquent le regain d'intérêt à savoir : « l'environnement politique est plus stable, il y a d'avantage de transparence, les économies africaines croissent plus vite que les économies occidentales, les capital investisseurs cherchent à se diversifier hors d'Amérique latine et du Moyen Orient et l'Afrique présente d'immenses opportunités ».

D'ailleurs, certains acteurs parmi les plus importants du monde regardent vers l'Afrique. « Lesquels » ? Un mystère la nouvelle n'est pas publique. Pourtant les couloirs des maisons de capital-investissement bruissent d'une rumeur persistante. **Carlyle**, le géant américain du capital-investissement tant décrié pour ses liens avec l'administration américaine chercherait à investir sur le continent. Pour la profession, ceci serait sans doute le signe d'une nouvelle ère.

Aussi peu avant l'été 2007, Renaissance capital a annoncé le lancement d'un fonds d'investissement panafricain de plus d'un milliard de dollars Américain.

Quelques semaines plus tard, c'était au tour du fonds de capital investissement sud - africain Pamodzi Investment Holdings de surenchérir avec le lancement d'un fonds panafricain de plus de 1,3 milliards de dollars Américain, appuyé par des institutions financières nord - américaines. Quant au fonds londonien Blakeney Management, il se propose d'investir dans des pays comme l'Angola, le Mozambique ou encore l'Éthiopie misant sur ces pays qui ont réussi à sortir de longues années de conflits. Au total, ce sont près de 3 milliards de dollars Américain de fonds de capital-investissement qui ont été levés au cours de l'année 2007.

Selon Thomas Gibian, le Directeur d'EMP Africa, la société de gestion du fond AIG Africa Infrastructure Fund créée en 2000, lors de son interview accordé à Jeune Afrique : « L'Afrique dispose d'avantages comparatifs ». En fait, l'on se pose la question à savoir pourquoi EMP Africa après de brillantes cessions comme celle de Celtel et des parts d'Orascom Algérie multiplie ces investissements en Afrique. Qu'est ce qui explique cet engouement des fonds pour l'Afrique ? Il répond que l'Afrique est un vaste continent de plus de 750 Millions d'habitants et la plupart de ses pays connaissent une croissance rapide et la croissance du PIB du continent a atteint 4,5% l'année dernière, et pourrait atteindre 6% cette année dépassant la croissance des marchés développés, alors que l'inflation reste modérée et que la plupart des monnaies restent stables. Nous croyons que l'Afrique est le marché le moins

---

<sup>14</sup> Un fonds d'investissement britannique

spéculatif pour investir en private equity dans les pays émergents. Dans les secteurs comme les ressources naturelles, l'énergie et l'agro-business, l'Afrique dispose d'un avantage comparatif et ces activités voyant leur demande augmenter, nous croyons qu'il y a toutes les raisons d'être optimiste. Nous pensons également que les télécommunications, les institutions financières et certaines activités de logistique et de distribution ont un potentiel significatif, car elles attirent des entrepreneurs africains. Le track Record de nos fonds en Afrique apporte des preuves supplémentaires qu'il est possible de tirer avantage du déséquilibre existant entre la disponibilité en capital et le besoin de capital pour monter des investissements qui peuvent atteindre des taux de rentabilité très élevés.

L'un des problèmes soulevés par les financiers est l'absence d'un cadre réglementaire en Afrique : Pour régler ce problème le meilleur outil c'est la « due diligence <sup>15</sup> ». Elle permet de passer du temps avec les entreprises dans laquelle nous investissons avant d'entrer au capital. Ainsi la probabilité d'aller chez le juge est limitée. Les financiers rassurent quand même qu'ils n'ont pas plus de problème en Afrique qu'ailleurs et sûrement moins dans des pays comme la Russie, la Chine et en Amérique latine.

L'Afrique a-t-elle des opportunités d'investissements pour ces fonds ? À cette question, les dirigeants des fonds se disent qu'ils ne recherchent pas 100 meilleures opportunités en Afrique. Aussi étant donné le manque d'intérêt global pour l'Afrique, est-il plutôt question de choisir les 15 meilleures possibilités parmi 1 000 offertes.

Par rapport aux cessions nous pouvons constater qu'il est rare d'observer des sorties sur les bourses africaines. La non liquidité du marché est un problème réel. Les bourses de Johannesburg, Lagos, Casablanca, Nairobi, Tunis et le Caire essayent de fournir aux investisseurs en private equity des sorties fiables.

Cependant, le capital investissement n'a pas toujours été prospère en Afrique. Il y'a eu des échecs comme celui très retentissant de Modern Africa Funds Managers, une société de gestion à la tête d'un des plus importants et des plus anciens fonds d'investissements. Le principal problème qui a été à l'origine de la faillite du fonds selon ses gestionnaires a été la société Cora en Côte d'Ivoire un opérateur Télécoms financés par Modern Africa mais qui n'a jamais vu le jour ; Modern Africa avait été opposés à un investisseur réclamant la propriété de Cora. Dans un métier où l'erreur n'est guère permise, le conflit a laissé des traces et Modern Africa a aujourd'hui disparu, ses investissements ont été repris par la Baring. Le fonds avait pourtant été l'un des premiers à attirer de grands investisseurs privés internationaux comme Citigroup, ADM, société générale ou AIG ; Ce dernier avait été ensuite le premier sponsor du AIG African Infrastructure Fund géré aujourd'hui par la société EMP ;

Voici présentée la situation du capital-investissement sur le continent africain. Dans les lignes suivantes nous irons plus en détail pour présenter une société de gestion de fonds de capital-investissement :

---

15 La due diligence est l'ensemble des mesures de recherche et de contrôle des informations permettant aux investisseurs de fonder leur jugement sur les actifs, l'activité, la situation financière et les perspectives de la société dans laquelle ils envisagent de prendre une participation. Il existe plusieurs types de due diligences (stratégiques, environnementales, informatiques, comptables et financières, ...)  
<http://fr.wikipedia.org/wiki/Due-diligence>

Cauris Management S.A. Ensuite nous essayerons de comprendre ses activités. Nous précisons au passage que c'est la société qui a servi de cadre d'accueil pour notre stage.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

## CHAPITRE II : La problématique du financement des PME et la réponse du capital investissement

Dans ce chapitre nous avons essayé de faire voir les différentes raisons qui bloquent l'accès au financement des PME. Ensuite nous avons présenté les différents outils susceptibles de permettre d'endiguer le problème de financement en faisant ressortir la particularité du capital-investissement et le contexte de sa création dans la zone UEMOA.

### **II.1 - Les obstacles au financement des PME**

Dans cette section nous exposons les différents obstacles qui bloquent l'accès au financement des PME.

#### II.1.1 - Les obstacles généraux

Lorsqu'elle accorde un crédit, la banque pose un acte de confiance. Elle croit en la capacité de remboursement de l'emprunteur. Cependant le risque qu'il ne rembourse pas existe. L'analyse du risque de crédit est le point crucial de toute demande de crédit par un client.

L'évaluation de ce risque est le défi pour toute banque. Les banques, tout en accomplissant leurs devoirs de collecteurs d'épargne et d'offeurs de crédits doivent respecter des normes :

- Elles doivent respecter les accords de Bâle II ;<sup>16</sup>
- Les fonds doivent être investis de manière profitable aux actionnaires et aux déposants ;
- Les besoins légitimes de crédits des agents doivent être satisfaits ;

Les objectifs de couverture des besoins, en matière de crédits aux agents économiques dont font partie les PME, reste un pari à gagner.

En fait lors du processus d'octroi de crédit et afin d'appréhender le risque, les normes de Bale II imposent la disponibilité d'information financière complète et précise concernant tous les détails de la situation de crédit de l'emprunteur. Cette information financière n'est pas toujours disponible dans le cas des PME. Par exemple, si le terme du prêt est à plus d'un an, il faut que les dirigeants procèdent à des prévisions financières à un horizon équivalent à l'échéance du prêt pour pouvoir être sûrs que le prêt puisse être remboursé par les flux de trésoreries futures.

En outre, les hypothèses sur lesquelles reposent les prévisions doivent être clairement présentées. Toutes les conditions doivent être définies de manière à identifier tout ce qui peut être en contradiction avec la politique de prêt de la banque.

Par conséquent, la nature innovante et incertaine des projets, conjugués à l'asymétrie d'information, à l'absence de garanties réelles, à l'incertitude quant aux cashflows rendent l'obtention de financement bancaire très difficile pour les PME de manière générale et pour celles qui sont innovantes en particulier.

---

<sup>16</sup> Dispositif révisé de convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres dit Bâle 2 élaboré par le comité de Bâle rendu public en juin 2004



La forte aversion des banques de notre zone pour le risque conduit généralement aux rejets des demandes de financement de projets, même ceux qui sont à potentiel. Le problème d'accès au financement est une réalité pour les PME. La peur des créances douteuses vécue par les banquiers est le premier obstacle pour les PME. Des études scientifiques ont été menées pour définir les causes de cette situation.

### II.1.2 - Les créances douteuses et l'économie de l'information

L'économie de l'information est une nouvelle théorie économique évoquée par les prix Nobel d'économie. Joseph Stiglitz, Michael Spencer et George Akerlof, prix de la banque de Suède en science économique en mémoire d'Alfred Nobel qui examine comment l'information structure les échanges économiques. En quoi l'information de chacun dans sa situation particulière influence-t-elle l'acteur et bouleverse-t-elle l'organisation et le fonctionnement de l'économie. De ces questions, ils font ressortir plusieurs notions.

#### a) Le problème de l'information asymétrique

L'asymétrie d'information est un problème réel. Elle stipule qu'acheteurs et vendeurs ont souvent des connaissances bien différentes des produits qu'ils échangent.

***The Market for "Lemons" : Quality Uncertainty and the Market Mechanism*** est un célèbre article de George Akerlof écrit en 1970 décrivant le marché de l'occasion des voitures. Le marché de l'occasion comporte des voitures en bon état et d'autres qui ont des défauts cachés. Ce sont les fameux 'lemons' (citron) terme désignant les véhicules défectueux - hypothèse d'asymétrie de l'information. Le prix de marché de voitures d'occasion diminue et même celui des véhicules en bon état. Le vendeur connaît la qualité mieux que l'acheteur. Ainsi la qualité du produit qui est échangé est mieux connue par un des partenaires. Il y a l'information asymétrique lorsqu'une partie à la négociation possède des informations qui sont étrangères à la partie adverse. D'autres auteurs ont appliqués cette réflexion à d'autres marchés. Spencer (1973) a appliqué cette réflexion au marché du travail où il a su démontrer que le candidat à un poste, connaît exactement mieux ses potentialités et compétences que son employeur. Une étude similaire a été menée sur le marché de l'assurance où il a démontré que c'est l'assuré seul qui sait exactement ses risques de maladie.

Dans la même optique sur le marché du crédit les banques sont moins informées que les emprunteurs par rapport à l'investissement nécessitant le crédit. L'emprunteur est plus informé que le banquier sur les risques et la probabilité de non remboursement de son prêt. Cette asymétrie de l'information conduit les banquiers à craindre que les crédits octroyés deviennent douteux dans la mesure où il y aura impossibilité de récupérer aussi bien le principal que l'intérêt de la ressource prêtée.

En somme, les emprunteurs qui demandent un crédit ont habituellement une information supérieure sur les rendements et risques potentiels associés au projet d'investissement qu'ils envisagent que les prêteurs financent. L'information asymétrique conduit à deux problèmes basiques dans le système financier (et ailleurs) : la sélection adverse et l'aléa moral.

#### b) La sélection adverse

**La sélection adverse** intervient avant que la transaction financière n'ait lieu. Les personnes présentant potentiellement un mauvais risque de crédits sont ceux qui recherchent des crédits le plus activement. Par exemple, ceux qui souhaitent prendre de gros risques sont probablement plus à même de prendre un emprunt, même à des taux d'intérêt élevés, car ils se soucient moins de rembourser l'emprunt. Donc,

le prêteur doit faire attention au fait que généralement les parties qui sont les plus vraisemblablement à même de produire un résultat non souhaitable ou négatif sont en fait celles qui sont les plus susceptibles d'être sélectionnées comme emprunteurs. (...) Les prêteurs vont essayer de combattre le problème de l'asymétrie informationnelle en séparant les bons, des mauvais risques de crédit. Mais ce processus est inévitablement imparfait, et la crainte de la sélection adverse va conduire les prêteurs à réduire la quantité de prêts qu'ils accorderaient autrement.

c) Le phénomène de l'aléa moral ou du hasard moral

L'**aléa moral** est la possibilité qu'un assuré<sup>17</sup> par exemple augmente sa prise de risque par rapport à la situation où il supporterait lui-même entièrement les conséquences de ces actes. Ce phénomène intervient après le déblocage du financement. Il se produit parce qu'un emprunteur a une incitation à investir dans des projets à hauts risques dans lesquels ce dernier gagne beaucoup s'il réussit, mais dans lesquels le prêteur supporte la plus grosse part de la perte si le projet échoue. Un emprunteur a aussi une incitation à allouer les fonds de façon incorrecte, pour son usage personnel, pour tirer au flanc et ne pas travailler dur, et pour entreprendre des investissements dans des projets non rentables qui ne servent qu'à augmenter le pouvoir personnel ou la stature. Donc, un prêteur est soumis à cet aléa lorsque l'emprunteur s'engage dans des activités impertinentes du point de vue du prêteur, soit dans des activités qui réduisent la probabilité de remboursement. (...) Le conflit d'intérêt potentiel entre l'emprunteur et le prêteur issu de l'aléa moral conduit les prêteurs à prêter moins qu'ils ne le pourraient, d'où des niveaux de financement et donc d'investissement sous optimaux.

En somme, l'**information asymétrique**, la **sélection adverse** et l'**aléa moral**, sont des menaces qui sont réelles lorsqu'une banque offre des crédits. Elles sont à la source des créances douteuses. Les économistes et les banquiers essaient de lutter et de trouver des moyens en vue de réduire le nombre de crédits non remboursés.

Dans ce contexte des modèles de ratios servant à prévoir le risque de faillite ou le taux d'insolvabilité a été mise en place. Edward Altman (1968) fut l'un des premiers à mettre en place un modèle de prévision d'insolvabilité. Il s'agit de la première fonction score grâce à l'utilisation d'une analyse discriminante multi variée :

La fonction  $Z = 0.012X1 + 0.014X2 + 0.033X3 + 0.006X4 + 0.999X5$  où

X1 = Fonds de roulement / Actif total

X2 = Réserves / Passif total

X3 = Résultat avant intérêt et impôt / Actif total

X4 = Capitalisation boursière / ensemble des dettes

X5 = Chiffres d'affaires / Actif total

Ce modèle de prévision de risque de faillites des entreprises a été valable à 80% que pendant 2ans et ne sera vérifié qu'à 40% au delà.

Une autre étude sur un échantillon de 111 entreprises menées par Alaman, Haldeman, Narayanam ont conduit à la mise en place du modèle Zeta. Les travaux d'Altman seront repris plus tard par Conan et Hodler et par la Banque de France. Ces modèles ont été plus pratiqués et vérifiés.

---

<sup>17</sup> Personne bénéficiant d'une police d'assurance

D'autres méthodes ont été mise en place en vue de prévoir l'insolvabilité d'une entreprise telle que : la régression logistique (Boisselier et Dufour) (9). C'est une technique statistique qui a pour objectif à partir d'un fichier d'observation, de produire un modèle permettant de prédire les valeurs prises par une variable catégorielle, le plus souvent binaire à partir d'une série de variables explicatives continues et ou binaires. La régression logistique est une méthode répandue dans plusieurs domaines. On pourrait citer sans prétendre aucunement à l'exclusivité : la médecine et les assurances et dans le domaine bancaire elle permet de détecter les groupes à risques lors de la souscription de crédit. Le succès de la régression logistique repose notamment sur les nombreux outils qui permettent d'interpréter de manières approfondies les résultats obtenus.

Beauville et Zollinger (10) ont défini le modèle du diagnostic financier en 1995 en vue de faire un pronostic de défaillance des petites entreprises par un réseau de neurones. Ce modèle préconise qu'une analyse profonde des états financiers précédents, 3ans voir 5ans en arrière permet de prévoir la faillite.

D'autres auteurs comme Grunert (11) ont critiqué ce modèle affirmant que d'autres informations non financières combinées aux états financiers permettent de définir de façon plus précise une défaillance présente ou future de l'entreprise beaucoup plus que l'utilisation d'un des deux.

Au delà de ces critiques, les systèmes de prévision des défaillances ont continué de s'améliorer depuis que le comité de bale II encourage les banques à mettre en place des systèmes IRB .Ces systèmes sont basés sur les estimations de risques des banques elle-même. Ce risque comprend la mesure de la probabilité de non remboursement de crédit (probability of default) PD, loss given default (LGD) et l'exposition aux créances douteuses ; exposure at default (EAD)

Il est cependant important de souligner qu'actuellement ces systèmes intègrent aussi bien les informations quantitatives que qualitatives et même s'ils ne peuvent éliminer complètement les créances douteuses elles demeurent des systèmes clef permettant de prendre la décision d'octroi de crédit.

Tous ces modèles cités plus haut sont appliqués aux banques pour résoudre le problème des créances douteuses. Malheureusement les banques continuent par rencontrer le problème de créances douteuses et ceci de façon croissante. L'information asymétrique existera toujours. L'application de taux d'intérêt croissant apparaît comme une solution inefficace, puisque vu que les modèles de prévision d'insolvabilité et les systèmes IRB ne permettent que de définir la probabilité de faillite mais ne peuvent affirmer de façon certaine qu'il y aura faillite.

Ainsi les différentes études qui ont été menées en vue de maîtriser et d'éliminer les créances douteuses restent-elles lettre morte. Comment alors réduire les taux de crédits non remboursés ou comment encourager les banques face à ces problèmes réels dans le cadre du financement des PME.

## ***II.2 - Les solutions aux problèmes de financements et contexte de création du Capital-investissement dans la zone UEMOA***

Après avoir fait les lumières sur les différents obstacles aux financements des petites entreprises, nous allons consacrer cette deuxième section à la présentation des différents outils mis en place pour endiguer le problème.

Face aux difficultés d'accès aux financements des PME dues à la méfiance des banques, des dispositifs de soutien aux secteurs privés ont vu le jour. Il s'agit :



- Des fonds de garantie ;
- Du marché financier ;
- Du capital-investissement ;

### II.2.1 - Fonds de Garantie : Exemple Le Fonds de Garanties des Investissements Privés en Afrique de l'Ouest

Nous avons eu l'occasion après notre stage à Cauris Management d'effectuer un autre stage au sein du fonds de garantie, GARI S.A. Le Fonds GARI a pour ambition de faciliter l'accès des entreprises privées, installées dans la zone CEDEAO aux financements à moyen et long terme par le partage, avec les établissements de crédits, des risques liés à leurs opérations. Ce fonds donne plusieurs avantages aux établissements de crédits :

- Protéger l'établissement contre des éléments imprévisibles
- Améliorer son ratio de solvabilité
- Apporter de la trésorerie immédiate en cas de défaut de paiement de l'emprunteur

Le fonds a pour rôle l'octroi de la garantie des crédits à moyen et à long terme et des opérations de levées de ressources. Selon la politique en place, la lettre de demande de garantie doit être envoyée obligatoirement par la banque qui envisage de financer le projet.

Ce dispositif est un instrument de partage de risque. Il encourage les banques à aller sur des projets pour lesquels ils n'iront pas pour un risque à prendre à 100%.

Cependant le risque d'information asymétrique conduisant à la sélection adverse plane toujours et dès fois certaines banques préfèrent camper sur leur position limitative de crédit plutôt que de partager le risque avec le fonds de garantie.

### II.2.2 - Le marché financier : Exemple le marché financier de l'UEMOA

La bourse régionale des valeurs mobilières est à 2 niveaux :

Le marché primaire ou le marché du neuf où les entreprises peuvent se recapitaliser, réaliser des opérations de levée de ressources à travers des emprunts obligataires.

Il y a également le marché secondaire où se négocie et se vend des valeurs mobilières. Ainsi donc le marché financier est une plateforme de mobilisation d'épargne très nécessaire aux entreprises. Le Conseil Régional de l'Épargne et des Marchés Financiers (CREPMF), organe régulateur émet des normes et veille à leur respect en vue de garantir les activités du marché.

Ainsi pour qu'une entreprise puisse être cotée en Bourse, il lui faut au moins 500 millions de FCFA de capitalisation boursière à émettre sur le marché. Par ailleurs pour pouvoir émettre un emprunt obligataire il faut au moins les états financiers certifiés des deux exercices financiers passés.

Ceci est une belle opportunité pour les grandes entreprises soucieuses de mobiliser d'énormes ressources pour leur projet de développement.

Cependant qu'en est-il des Petites entreprises qui sont à leur début, qui n'ont pas assez de fonds propres pour attirer les banques mais qui sont dans des secteurs à Potentiel ?



### II.2.3 - Le Capital-investissement : Exemple de Cauris Management S.A

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, en tant qu'institutions, intervenir dans des PME, qui ont souvent besoin de montant peu élevé mais ont besoin de suivi pour atteindre leurs objectifs. C'est dans ce contexte qu'a été initié le Fonds Cauris Investissement qui est un fonds de Capital investissement actif sur la zone UEMOA.

Ce dernier intervient en Fonds propres (Capital ou quasi capital) dans les PME/ PMI en création ou en développement, ayant un fort potentiel de croissance et de rentabilité. Le financement consiste en un véritable partenariat où l'équipe de Cauris Management SA participe aux conseils d'administration et est consulté pour toute décision engageant l'entreprise sur le plan financier et stratégique. Ainsi le risque d'asymétrie d'information est- il éliminé. Le capital-investissement n'est- il pas un dispositif riche et un trésor dans le contexte d'opacité totale de l'information financière en Afrique ?

### **II.3 - Financement par le capital-investissement et mécanisme de contrôle**

D'une manière générale, on constate que les jeunes firmes innovantes sont caractérisées par les faits récurrents suivants<sup>18</sup> :

Une asymétrie d'information importante lors de la phase de négociation : Les investisseurs externes, au moment de l'investissement initial, ont en général une moins bonne connaissance de la firme qu'ils financent ainsi que de la technologie utilisée, par rapport aux fondateurs ou aux dirigeants. Cette asymétrie d'information explique la réticence des investisseurs et pose alors le problème de financement des entreprises. En effet ces PME ont des contraintes tels que :

- Une capacité d'autofinancement insuffisante et un faible pouvoir de négociation auprès des investisseurs ;
- Un portefeuille restreint d'activités qui les rendent vulnérables à une modification de la conjoncture ou à l'apparition d'une nouvelle technologie dans le secteur ;
- Une faible surface financière et l'absence de cotation sur un marché financier (déficit d'information d'ordre financier sur la société) ;
- Une absence de sûretés réelles pouvant jouer le rôle de contrepartie aux prêts bancaires, ces entreprises ne possèdent bien souvent que des actifs incorporels (savoir-faire, brevets)

Ces différentes contraintes rendent effectivement le financement classique très difficile à obtenir et nécessitent de mettre en place des mécanismes de sélection et de contrôle. C'est dans ce contexte de nécessité d'autres mécanismes de sélection et de contrôle que jaillit le rôle privilégié que jouent les sociétés de capital - risque dans le financement de l'innovation des petites entreprises.

---

18 Mondher Chérif, la revue du financier n° 54 Page 163-178

### II.3.1 - Théorie de l'Agence<sup>19</sup>

Le capital-investissement est un outil qui consiste en des investissements dans des sociétés non cotées qui sont caractérisées par un niveau de risque important. Les risques tiennent à deux séries de problèmes cruciaux : L'asymétrie d'information et les conflits d'intérêt.

La théorie de l'Agence (Jensen et Meckling, 1976) considère la firme comme un « nœud de contrats » entre différents groupes supposés rationnels et cherchant à maximiser leurs propres utilités (maximisation de la richesse personnelle versus maximisation de la valeur de la firme)

La théorie est basée sur l'existence de conflits d'intérêts entre prêteurs et emprunteurs et s'inspire sur les travaux relatifs à l'asymétrie d'information (Ang 1991, Kaplan Et Strömberg, 2001)

L'investissement minoritaire dans une société non cotée est un contrat entre un investisseur de capital-investissement (principal) et le manager ou le dirigeant de l'entreprise (Agent). Le capital investisseur en signant ce contrat pose un acte à deux caractéristiques :

- Une première qui concerne l'achat pour un prix donné d'une partie minoritaire du capital de la société.
- Une deuxième résidant dans l'espérance qu'à le capital investisseur que l'actionnaire majoritaire conduira bien l'entreprise et que les capitaux investis généreront des flux futurs positifs garantissant une rentabilité intéressante. La plupart des fonds de capital-investissement sont donc très regardant sur le taux de rentabilité des projets car c'est ce qui permet de récompenser les investisseurs qui ont mis les ressources à disposition des sociétés de gestion de fonds de capital-investissement.

En général dans le cadre du financement de projets innovants donc par nature risqués, les problèmes commencent par naître dès lors que le dirigeant de l'entreprise agit uniquement en fonction de ces intérêts. Le conflit d'intérêt va entraîner des dépenses qui auront pour conséquence, la baisse de la valeur de la firme.

La réduction des risques d'apparition de conflit induit par un comportement non transparent du dirigeant entraînent des coûts d'agence (Chérif, 1998 b). Ces coûts sont classés en 3 catégories :

- Le coût de surveillance (Monitoring costs) c'est-à-dire des dépenses consenties pour mettre en place des dispositifs de contrôle.

---

<sup>19</sup> La théorie de l'agence est la branche de l'économie qui s'occupe des conséquences du problème principal-agent en particulier à l'intérieur d'une même unité économique, administration ou entreprise. En tant que telle, elle constitue un domaine à cheval entre l'économie industrielle et la théorie des organisations.

- Ensuite des coûts de dédouanements (Bonding costs) sont des actions coûteuses consenties par les dirigeants afin de se dégager du contrôle et de la vigilance des investisseurs internes.
- Enfin les coûts résiduels (Residual costs) qui constituent une diminution de la valeur de l'entreprise qui est supporté par les dirigeants.

Pour certains auteurs (Fama et Jensen, 1983 a et b ; Hart et Moore 1998, Hart 1995 et 2000) la cause centrale de cette situation est le caractère incomplet des contrats, c'est-à-dire l'impossibilité de prévoir et de régler par avance toutes les situations de conflits d'intérêts.

### II.3.2 - Mesure de protection des capital - investisseurs

Le partenariat entre une entreprise et un capital investisseur lance une phase d'apprentissage en matière de communication financière pour le dirigeant. Le capital investisseur tente de gérer le problème de conflit d'intérêt en mettant en place des procédures de contrôle.

Le partenariat est basé sur une logique de confiance, de conseil et de collaboration. Il est clair que le financement des PME en développement ou celles qui veulent réaliser des projets d'innovation qu'elles ne peuvent financer à même les ressources qu'elles tirent directement de leurs activités, est un investissement risqué.

Les professionnels du métier du capital-investissement gèrent les risques et atténuent les effets liés à l'asymétrie d'information. Selon Kaplan et Strömberg 2001, les capital - investisseurs mettent en place des mesures permettant de contrôler aux mieux les dirigeants de telle sorte que leurs agissements soient conformes à leurs intérêts et accroissent ainsi la valeur de la firme financée.

### II.3.3 La méthode de sélection des dossiers lors de la phase de pré investissement

La phase de pré investissement est très délicate. Le capital investisseur va s'intéresser au plan d'affaires envoyé par le promoteur, à la qualité de l'équipe managériale et son degré de motivation, au niveau du risque, au couple produit /rentabilité et au taux de rentabilité interne du projet. Les dossiers sont analysés de façon minutieuse avant toute décision d'investissement.

L'analyse financière de la société est réalisée par rapport aux états financiers contenus dans la note d'information pour appréhender la situation financière de l'entreprise. Aussi une analyse du secteur est réalisée pour évaluer le potentiel du secteur et valider la possibilité pour le business de générer des cash-flows futurs acceptables.

Le niveau de formation du dirigeant n'est pas anodin. Une fois que le projet a retenu l'attention favorable du fonds, une due diligence est organisée pour vérifier l'ambiance dans l'entreprise, le style de management utilisé. Des audits peuvent être sollicités pour connaître la situation financière de l'entreprise (Screening).

#### a) L'élaboration des contrats financiers : Le pacte d'actionnaire comme instruments de réduction des conflits d'intérêts

En dépit du caractère minoritaire de la participation des capital - investisseurs ces derniers souhaitent jouer un rôle très actif dans la gestion de l'entreprise en création qu'ils financent et exigent des dirigeants la mise en place d'un ensemble de droits complémentaires et des avantages à leur profit.



Les partenaires concluent toujours un pacte d'actionnaire et possèdent généralement des actions de priorité. Le pacte d'actionnaire est une convention distincte des statuts de la société, réglant les relations entre les seuls actionnaires signataires, c'est-à-dire les investisseurs et les managers.

Son rôle est double et permet de conserver les droits des minoritaires et de prévoir les stratégies de sortie. Il stipule les obligations du manager envers l'investisseur et facilite le suivi et le contrôle dans la mesure où il précise les différents documents à envoyer régulièrement par la société.

Le pacte contient également les décisions qui nécessitent l'accord de l'investisseur. Le pacte d'actionnaire est un document juridique qui doit être respecté par les deux parties et précise le tribunal de compétence en cas de conflits.

#### b) La stratégie de financement par étape

Le fractionnement des apports est une stratégie de couverture du capital investisseur. Selon les travaux de Freeman 1999 et Gompers 1995 l'investisseur a le choix entre verser en une seule fois la totalité de la prise de participation ou soit financer le projet en plusieurs étapes. C'est la seconde stratégie qui est communément retenue.

La deuxième solution permet à l'investisseur à chaque déblocage de se poser la question à savoir s'il doit continuer le financement ou renoncer. Le leitmotiv du capital investisseur : Vaut mieux prendre sa perte toute suite !

D'une part ce procédé permet de réduire le risque de l'investissement. De l'autre en mettant à la disposition de l'actionnaire manager des ressources limitées, il l'oblige à faire le maximum pour assurer la réussite du projet. Cette stratégie est intéressante dans la mesure où si le projet est en voie de réussite l'entreprise prend de la valeur, de même que la prise de participation déjà effectué (Sahlam, 1990).

#### **La syndication des investissements**

L'une des préoccupations majeures des investisseurs est de sécuriser au maximum leur investissement pour pouvoir réaliser la plus-value attendue. Les capital - investisseurs pratiquent dès lors une stratégie de division des risques. Ils cherchent généralement à partager le risque sur les start up ainsi que l'information avec d'autres fonds de capital investisseurs dans le but d'améliorer la qualité de sélection (Sahlam, 1990, Norton et Tenenbaum ,1993)

Les professionnels préfèrent avoir à leurs côtés deux ou trois sociétés de capital risque dans toutes les phases de financement. En général la syndication est une stratégie utilisée pour limiter les risques car les investisseurs se disent que : lorsque la première personne se trompe, ce n'est pas évident que la deuxième aussi se trompe.

#### c) L'intégration du conseil d'administration

Pour mieux contrôler les agissements des managers les capital - investisseurs exigent d'avoir au moins un siège au conseil d'administration de l'entreprise financée et d'être régulièrement informé.

Dans leurs travaux, Fama 1980 et Fama Jensen 1983, attribuent au conseil d'administration la mission de contrôler les principaux dirigeants de la firme. L'efficacité du conseil repose sur la vigilance de ses membres et de la présence d'experts indépendants.



Les administrateurs externes ont un rôle essentiel car il contrôle mieux les dirigeants. Ces administrateurs externes à la société contrôlent avec minutie la performance de l'entreprise et préservent les intérêts des investisseurs externes. Ainsi les administrateurs externes considérés comme plus compétents sont mieux placés pour remplir cette mission de contrôle grâce à leur indépendance vis-à-vis de l'équipe dirigeante.

d) Motiver l'actionnaire manager

Une autre technique souvent employée par les spécialistes du capital-investissement consiste à mettre en place des incitations au bénéfice du manager, c'est-à-dire des procédures permettant à celui-ci d'accroître sa part de capital s'il atteint ou dépasse les objectifs prévus par le business plan du départ. Les stocks options sont des récompenses qui mobilisent le manager et augmente son engagement vis-à-vis de l'entreprise.

e) Les montages financiers

Il arrive que le propriétaire de l'entreprise soit réticent à une ouverture immédiate de son capital. Dans cette situation la société de capital-investissement acquiert des obligations convertibles émises à l'occasion par l'entreprise. Il s'agit d'un financement en quasi fonds propres. Ces obligations peuvent être remboursées telles quelles à échéance où peuvent être converties en actions. Dans ce dernier contexte l'investisseur réalise une sortie plus tard avec une plus value en capital.

Cette option d'obligations convertibles peut aussi résulter d'un choix. Il peut s'agir du cas où le propriétaire de l'entreprise est réticent à l'ouverture de son capital à un étranger. Alors le meilleur moyen utilisé par les sociétés de capital-investissement est le financement en quasi fonds propres qui va progressivement se transformer en investissement en capital.

D'autre part on rencontre des interventions diverses, généralement sous forme de prêts, parfois participatifs avec application de taux d'intérêt, formule inspirée de la technique des prêts subordonnés aux Etats-Unis. La rémunération permet de couvrir les frais de gestion et en outre permet à l'investisseur d'avoir une priorité sur le bénéfice sur la société dans un métier où les gains sont incertains.

Ces différents montages mettent des fonds à la disposition du manager et l'incite à poursuivre sa politique d'investissement et de dégager des résultats. Les montages financiers permettent de réduire le risque lié à la prise de participation

En revanche distribuer des actions à dividende prioritaire aux dirigeants de façon à bénéficier d'une rémunération assurée, peut apparaître contraire à l'esprit du capital risque qui réalise sa plus value à partir d'un pourcentage de la marge brute d'autofinancement ainsi réduite.

En somme, le capital-investissement est un outil financier qui traite le problème de financement des PME dans sa globalité. Il connaît exactement les raisons qui inhibent les sources de financement classiques et propose doucement des solutions en vue de les contrecarrer. Les entreprises sont financées et bénéficient d'un suivi à la lettre pour éviter l'asymétrie d'information, grande peur des investisseurs externes. La société de capital-investissement grâce à ces conseils conduits petit à petit l'insignifiante start up, au statut de PME pérenne.

Un fort développement du capital-investissement en Afrique avec la multiplication des fonds ne peut-il pas être une solution alternative aux problèmes de financement des PME ?

Nous avons effectué notre stage à Cauris Management SA une société de gestion de fonds de capital-investissement actif prioritairement dans l'UEMOA. Dans les lignes suivantes nous essayerons de faire la lumière sur ce fonds et de faire ressortir dans la deuxième partie de ce document l'impact qu'a eu l'activité de Cauris sur les entreprises grâce au cas d'étude de 2 sociétés.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

## CHAPITRE III Présentation de CAURIS MANAGEMENT SA et des fonds sous gestion

Le chapitre 3 de notre document présente la société de gestion de fonds de capital-investissement Cauris Management S.A, ainsi que les différents fonds sous gestion.

### **III.1 - Présentation de Cauris Management S.A : Généralités et particularités**

La société Cauris Management S.A est une institution financière à vocation sous-régionale couvrant prioritairement les Etats membres de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA).

Dans ce chapitre, après avoir présenté Cauris Management S.A ainsi que les entités qui gravitent à ce jour autour, nous essayerons de décrire ses activités et l'organisation interne

#### III.1.1 - Présentation de Cauris Management S.A

La société Cauris Management S.A comprend la société de gestion Cauris Management S.A. et les fonds sous gestion à savoir Cauris Investissement S.A., Cauris Croissance S.A. et le compartiment Afrique de l'Ouest Francophone du Fonds Africinvest. Cauris Management S.A. est donc la société qui assure la gestion courante de ces fonds. Elle utilise les ressources mises à sa disposition par les fonds pour procéder de manière sélective au financement des sociétés privées dans l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA). Elle a son siège au Togo au 68, avenue de la libération, dans l'immeuble de la Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD).

Nous essayerons dans cette Section de présenter les quatre (04) entités qui forment la société CAURIS.

##### a) Création et objet

La société Cauris Management S.A. est une société de gestion de fonds de capital investissement créée en 1997. Elle est constituée sous la forme d'une société anonyme avec son propre Conseil d'Administration. Cauris Management S.A investit les fonds sous gestion dans des entreprises à fort potentiel de croissance et de rentabilité en Afrique de l'Ouest Francophone. Ces investissements se font en fonds propres et /ou quasi -fonds propres. Elle s'intéresse donc aux entreprises en création, en croissance ou en restructuration. Le plus souvent ces entreprises réussissent d'autant mieux qu'elles sont accompagnées et qu'il est mis à leur disposition l'expertise de l'équipe, le réseau de partenaires et la bonne connaissance de l'environnement économique et financier de la zone couverte.

Cauris Management S.A a pour ambition non seulement de résoudre un problème immédiat de financement ou d'aménagement du capital, mais contracte par la prise de participation une alliance durable et mutuelle avec l'entreprise, ses dirigeants et ses propriétaires. La société de gestion de fonds de capital-investissement se veut être le lien privilégié entre de prestigieux investisseurs internationaux et sous - régionaux et les promoteurs d'entreprises en zone UEMOA.

##### b) Capital et actionariat

D'un montant de trente trois millions (33 000 000) de FCFA, le capital de Cauris Management S.A. est détenu à hauteur de 60% par Cauris International contrôlée à 85% par l'équipe de gestion et d'autres partenaires. Les 40% restants sont répartis entre la Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD), la société de Promotion et de Participation pour la Coopération Economique (PROPARCO), et Tuninvest Finance Groupe (TFG).

c) Les ressources humaines de Cauris Management S.A.

Cauris Management S.A. est constitué par une équipe très performante de professionnels issus d'écoles de commerce et grandes Universités. Nous avons été impressionnés par cet effectif réduit qui travaille dure en harmonie pour atteindre les ambitieux objectifs fixés. La rigueur, et la prompte réactivité caractérisent cette équipe de professionnels.

Ainsi n'existe-t-il aucun département à Cauris Management SA. L'équipe est composée de 6 personnes et d'un assistant comptable à savoir :

- Le Président Directeur Général ;
- Le Directeur Associé ;
- Les 2 Chargés d'Affaires ;
- Le Chargé de la Comptabilité ;
- L'Assistante de Direction ;

d) La répartition des tâches administratives

Les Chargés d'Affaires (les deux Chargés d'Affaires ainsi que le PDG et Directeur Associé) avec lesquels nous avons travaillé essentiellement ont pour principales missions de remonter les dossiers de demandes de financement. Ils procèdent ensuite à l'étude et à l'analyse financière du projet afin de rédiger une note de première analyse qui reflète le point de vue du chargé d'affaires sur la rentabilité ou la viabilité du projet et sur la recommandation du projet à un éventuel financement du fonds ou à un rejet.

Quant au Chargé de la Comptabilité, il s'occupe des documents qui débouchent sur le financement et participe très souvent aux missions d'évaluation des entreprises à financer. Il s'occupe également des missions et le paiement des salaires au personnel.

L'Assistante de Direction joue un rôle assez important au sein de Cauris Management S.A. En effet, tous les documents qui doivent sortir ou entrer dans la société transitent par elle.

e) Les organes Statutaires

Cauris Management S.A est administré par deux organes principaux, à savoir :

- l'Assemblée Générale des Actionnaires
- le Conseil d'Administration

**L'Assemblée Générale Ordinaire**

Les actionnaires sont convoqués chaque année en Assemblée Générale Ordinaire sur convocation du Conseil d'Administration. L'Assemblée peut être convoquée extraordinairement lorsque la demande est adressée au conseil par un ou plusieurs actionnaires représentant le quart au moins du capital social.

L'Assemblée Générale Ordinaire annuelle vote ou sanctionne le rapport d'activité du Conseil d'Administration. Les délibérations de l'Assemblée Générale Ordinaire annuelle et celles de l'Assemblée Générale réunie extraordinairement sont prises à la majorité des voix exprimées.

L'Assemblée Générale Ordinaire annuelle a notamment les pouvoirs suivants :



- discuter, approuver, redresser les comptes ;
- décider de l'amortissement total ou partiel du capital social ;
- nommer, remplacer, révoquer ou réélire les administrateurs ;
- autoriser tous les emprunts par voie d'émission de bons ou d'obligations hypothécaires ou autres ;

### **Le Conseil d'Administration**

Présidé depuis le démarrage de ses activités par le Président Directeur Général, le Conseil d'Administration de Cauris Management S.A. compte cinq (5) membres. Il se réunit au moins deux fois par an et aussi souvent que l'intérêt de la société l'exige, en tout lieu qu'il décidera, sur convocation de son Président ou à la demande du tiers au moins de ses membres. Il a pour rôle de définir la politique générale, et les stratégies et d'arrêter les comptes de Cauris Management S.A.

### **III.2 - Fonds sous gestion et partenaires**

Cauris Management S.A gère des fonds différents. Cette section est consacrée à la présentation des différents fonds et des différents investisseurs.

#### III.2.1 - Présentation du fonds : Cauris Investissement S.A.

##### a) Taille et objectifs du fonds

Cauris Investissement S.A est un fonds de capital - investissement crée en 1995 et doté d'un capital de 5 milliards de FCFA qui couvre les huit (8) Etats membres de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) : le Bénin, le Burkina Faso, la Côte-d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo. Aujourd'hui le fonds est totalement investi et a amorti la totalité de sa phase de désinvestissement. Il est intervenu en capital et quasi capital dans des entreprises en développement ou en création avec une plage d'intervention plancher, limitée à 500 Millions. Nous devons préciser que la prise de participation du fonds ne peut dépasser 35% des droits de vote de l'entreprise cible.

##### b) Les actionnaires de Cauris Investissement SA

- Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD)
- Promotion et Participation pour la coopération économique (PROPARCO) - filiale AFD
- Le Royaume de Belgique
- Banque Européenne d'Investissement.
- Groupe Bank of Africa (BOA/AFH).
- Fonds Africain de Garantie et de Coopération Economique.
- Caisse Nationale de Sécurité Sociale - Niger
- Compagnie Bancaire de l'Afrique de l'Ouest
- SONIBANK
- GTA C2A VIE
- Banque Atlantique Côte d'Ivoire (BACI).
- Banque de Développement du Mali (BDM).

c) Politique de diversification

Le fonds n'investit pas plus de 10 % de son capital dans une seule entreprise et sa participation totale dans des entreprises appartenant à un même groupe ne doit pas excéder 15 % de son capital

d) Durée des interventions

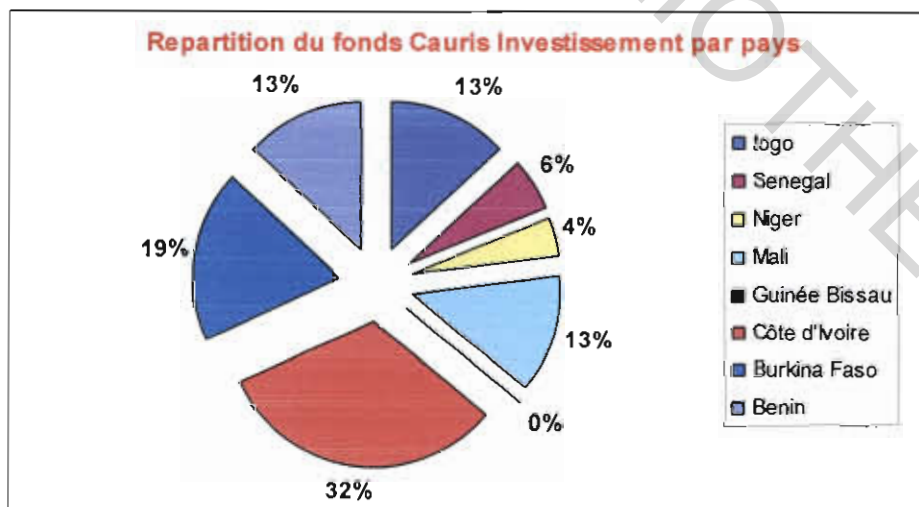
La durée moyenne d'intervention dans une entreprise varie entre 4 et 8 ans aux termes desquels les parts de Cauris Investissement S.A sont rachetées, soit par les anciens actionnaires, soit par introduction en bourse, soit par cession à des tiers en plein accord avec les actionnaires majoritaires.

e) Situation globale des décaissements au 31 Décembre 2007

A partir de 2002, le fonds Cauris Investissement S.A a entamé la phase de désinvestissement de ses titres en portefeuille. Ainsi, à la fin de l'année 2007, les revenus tirés des titres vendus étaient égaux au capital social ce qui a permis de rembourser la totalité de la mise initial des actionnaires. Les décaissements effectués depuis le démarrage des activités de Cauris Investissement S.A pour financer les investissements approuvés, s'élèvent au 31 Décembre 2007 à un montant global de 5 880,56 millions de FCFA et portent sur 30 titres. Deux titres sur les 30 du portefeuille, d'un montant total de 250 millions de FCFA, ont été rappelés en raison des difficultés et lenteur de démarrage des activités et 28 titres d'un montant de 5 630,56 millions de F CFA ont fait l'objet d'un parcours en portefeuille de Cauris Investissement S.A

f) Répartition du fonds Cauris Investissement par pays au 31 Décembre 2007

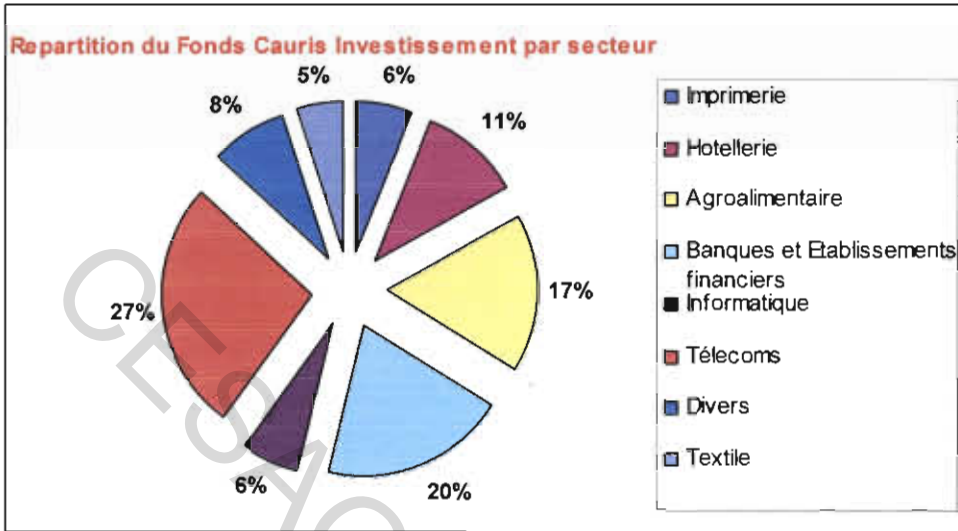
La répartition géographique des 5 880,56 millions de FCFA d'investissements réalisés au 31 Décembre 2007 se présente comme suit :



La répartition des investissements réalisés par pays au 31 Décembre 2007, montre que la Côte d'Ivoire est le premier marché du fonds Cauris Investissement S.A suivie du Burkina Faso, du Mali, du Bénin et du Togo avec chacun 13%. Au Sénégal et au Niger les investissements sont à un niveau modeste.

g) Répartition sectorielle des investissements réalisés au 31 Décembre 2007

La répartition sectorielle des investissements réalisés par Cauris Investissements S.A au 31 Décembre 2007 est ci-dessous présentée :



Il ressort de cette répartition que les secteurs télécommunications, bancaire et financier, agroalimentaire et hôtellerie sont les principaux bénéficiaires des investissements de Cauris Investissements S.A pour respectivement 27%, 20%, 17% et 11%.

### III.2.2 - Présentation du fonds : Cauris Croissance S.A.

Constitué en 2005, à l'initiative de la société de gestion Cauris Management S.A, Cauris Croissance est un fonds de capital- investissement généraliste.

Cauris Croissance est un fonds dont le premier closing a été effectué à 5 094 940 000 FCFA. Le fonds a une vocation sous-régionale dont l'activité couvre prioritairement les huit (8) Etats membres de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine U.E.M.O.A. (Bénin, Burkina-Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo). Un second closing réalisé en juillet 2008 a permis de porter la taille du fonds à 10 200 000 000 FCFA.

#### a) Objectifs du fonds

Il intervient en capital et/ou quasi-capital et de manière significative mais généralement minoritaire dans des entreprises de taille moyenne à fort potentiel de croissance et de rentabilité. Des interventions dans des entreprises en création et à fort potentiel de croissance ne sont pas exclues. Dans ce cas, il s'agira essentiellement d'accompagner des investisseurs institutionnels ou des actionnaires ayant déjà fait leur preuve sur de précédents projets. Le niveau d'intervention plafond du fonds est de 750 millions de FCFA.

#### b) Les investisseurs

Nous retrouvons presque les mêmes investisseurs à la levée du fonds Cauris Croissance. Cependant nous pouvons noter de nouveaux investisseurs tels que :

- Le FMO ;
- Banque Togolaise de développement (BTD) ;
- Colina Vie (Côte d'ivoire)...etc.

### c) Secteurs d'activités éligibles, durée des interventions et caractéristiques

Tous les secteurs sont éligibles aux interventions du fonds à l'exception des entreprises œuvrant dans l'industrie de l'armement et des entreprises dont l'activité a un effet néfaste sur l'environnement.

Cependant, le fonds n'investit pas plus de 10% de son capital dans une seule entreprise. Toutefois dans le cas de la présence de partenaires de renom, le fonds peut investir jusqu'à 15% de son capital mais ne doit jamais excéder ce pourcentage dans un seul groupe. Le fonds n'est pas autorisé à investir plus de 33% de son capital dans des entreprises d'un même pays.

La période d'intervention dans une entreprise varie de 4 à 6 ans aux termes desquels les participations du fonds sont soit rachetées par les actionnaires initiaux, soit cédées à des tiers à l'occasion d'une cession industrielle, d'une introduction en bourse ou tout autre mécanisme prévu préalablement avec les actionnaires initiaux.

### III.2.3 Présentation du fond : Africinvest Fund

#### a) Taille et objectifs du fonds

AFRICINVEST est un fonds panafricain de capital-investissement de 34 Millions d'Euros, soit environ 22 milliards de Fcfa qui est opérationnel depuis Septembre 2004. Cauris Management SA assure la gestion du fonds dans sa zone ; elle recherche et effectue des prises de participations du fonds AFRICINVEST dans les pays de l'Afrique de l'Ouest.

#### b) Actionnaires du Fonds Africinvest

Les principaux promoteurs du fonds Africinvest sont le (FMO) des Pays-Bas ainsi que les sociétés de gestion locales que sont Tuninvest Finance Group (TFG) de Tunisie, Cauris Management, Fidelity Capital Partners (Ghana) et Cenainvest (Cameroun).

Les investisseurs du fonds sont : FMO, la société belge d'investissement destinée au pays en développement (BIO), la Banque Européenne d'Investissement (BEI), le Fonds Finlandais pour la Coopération Industrielle, (FINNFUND), le Groupe de la Banque Of Africa (BOA), PROPARCO (France), Oiko Credit (Pays-Bas) et Investment Banking and Trust Company Limited, IBTC (Nigeria).

Cauris Management S.A est le représentant du fonds Africinvest pour l'Afrique de l'Ouest.

#### c) Secteurs d'activités

Tous les secteurs d'activité sont éligibles aux interventions du fonds Africinvest à l'exception des entreprises œuvrant dans l'industrie de l'armement, du tabac et de la spéculation immobilière. Le fonds n'investit pas non plus dans les entreprises dont les activités ont un impact négatif sur l'environnement.

#### d) Politique de diversification

Le fonds n'investit pas plus de 10% de son capital dans une seule entreprise ou des d'entreprises appartenant à un même groupe. Egalement, le fonds n'investit pas plus de 30% de son capital dans un seul et même pays.

#### e) Durée des interventions et stratégies de désinvestissement



La période d'intervention dans une entreprise varie de 2 à 7 ans aux termes desquels les participations du fonds sont soit rachetées par les actionnaires initiaux, soit cédées à des tiers à l'occasion d'une cession industrielle, d'une introduction en bourse ou tout autre mécanisme prévu préalablement avec les actionnaires initiaux.

### **III.3 Activités et investissements de Cauris Management S.A**

Cette section présente les différentes activités de la société de gestion de fonds de capital-investissement.

L'une des premières entreprises à exercer le métier de capital-investissement dans la sous région Ouest Africaine, Cauris Management S.A. a pour objet :

- La prise de participation sous une forme quelconque dans toute société ou entreprise industrielle ou commerciale du secteur privé, contribuant au développement de l'UEMOA prioritairement.
- La gestion de portefeuilles de titres de participation ;
- Toute opération annexe de placement et de gestion ;
- Toute opération commerciale, financière, mobilière ou immobilière, et de prestation de services pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social ou tout autre objet similaire ou connexe.

Pour être au clair il convient de comprendre les trois notions suivantes pour en saisir le contenu à chaque fois qu'elles interviendront dans les lignes à venir ;

- Cauris Investissement S.A est la dénomination du premier fonds de capital-investissement levé. La société a pris le nom du fonds. Mais avec la levée d'autres fonds à gérer par l'équipe de gestion, il a été créé Cauris Management S.A ;
- Cauris Management S.A est la société holding constituée par l'équipe de gestion des fonds Cauris Investissement S.A, Cauris Croissance S.A ;
- Cauris Croissance est le tout dernier fonds levé en 2005 pour compléter le fonds Cauris Investissement S.A entré en phase de désinvestissement ;
- Africinvest est un fonds panafricain qui est représenté en Afrique de l'Ouest par Cauris Management S.A.

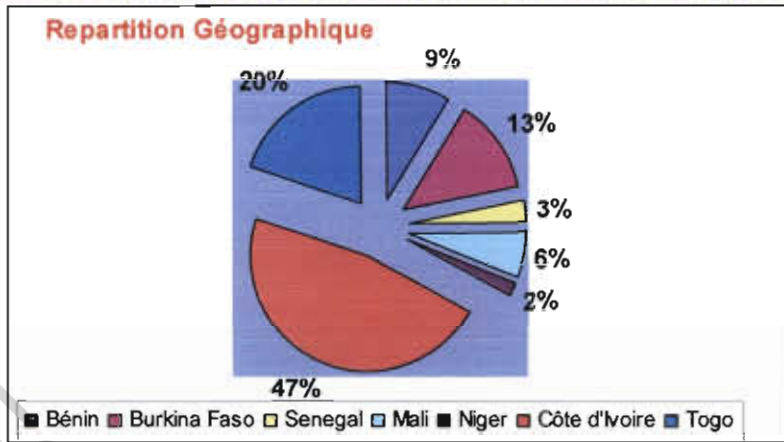
#### **III.3.1 Les activités de Cauris Management S.A**

Comme nous l'avons précisé plus haut, Cauris Management S.A a pour activité principale, le financement en fonds propres et/ou quasi-fonds propres d'entreprises à fort potentiel contribuant au développement des pays membres de l'UEMOA.

##### **a) Participation de l'ensemble des fonds gérés par CAURIS MANAGEMENT au 1<sup>er</sup> Janvier 2008**

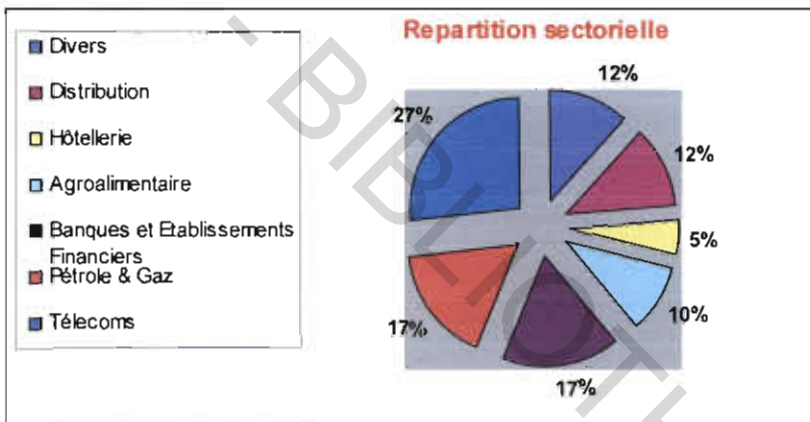
Les interventions de Cauris Management S.A touchent, à l'exception des entreprises de divertissement pour adultes et des sociétés de fabrication d'armes, tous les secteurs d'activités.

Figure 4 : Répartition Géographique des investissements de Cauris Management S.A



47% des investissements gérés par Cauris Management S.A ont été réalisés en Côte d'Ivoire. La seconde destination des fonds est le Togo qui reçoit environ 20% du total du capital investi. Suivent le Burkina Faso 13%, le Bénin 9%, le Mali 6%, le Sénégal 3% et enfin le Niger 2%.

Figure 5 : Répartition Sectorielle.



Le secteur de la communication reçoit près de 35% des investissements. Les hydrocarbures aussi intéressent la société de capital-investissement Cauris Management S.A qui y investit près de 25% de ses fonds. Le secteur financier reçoit 16% et le secteur agroalimentaire 9%. Enfin, les secteurs de l'hôtellerie et celui de l'imprimerie se partagent environ 9%.

#### b) Les formes d'intervention

Cauris Management S.A à travers les fonds sous gestion, intervient en fonds propres (capital ou quasi-capital) dans les entreprises sous forme de :

- Actions simples ou privilégiées ;
- Obligations convertibles en actions ou à bons de souscriptions des actions ;
- Prêts participatifs, comptes courants d'actionnaires.

#### Les actions

Nous distinguons deux types d'actions à savoir :

- Les actions ordinaires qui sont les outils de base des interventions des sociétés de prises de participations ;
- Les actions privilégiées : pour ce type de titres, les actionnaires bénéficient d'un privilège au niveau des dividendes tout en gardant leurs droits de vote.

### **Les Comptes Courants d'Actionnaires (CCA)**

Les CCA représentent les créances actionnaires vis-à-vis de l'entreprise. Avec les CCA, les actionnaires contribuent à l'augmentation des fonds propres en accordant des avances en complément de leur part au capital social.

### **Les Obligations**

Nous distinguons principalement trois formes d'obligations dans le capital-investissement qui sont :

- Les obligations simples : ce sont des titres de prêts cessibles avec un fonds de roulement convenu émis par les sociétés par actions ayant plus de deux (2) années d'existence et par les sociétés qui ont entièrement libéré leur capital social ;
- Les obligations convertibles en actions : ce sont des obligations susceptibles d'être converties en actions ;
- Les obligations avec bon de souscription d'actions : ce sont des obligations qui donnent le droit d'acheter des actions.

### **Les prêts participatifs**

Ce sont des fonds propres qui permettent de renforcer la structure financière de l'entreprise qui en bénéficie et de financer les dépenses liées à un programme d'investissement. Ils sont effectués sous forme de don ; les intérêts sont liés au résultat de l'entreprise. Ces fonds propres constituent des créances de dernier rang qui ne sont remboursables qu'après les créances privilégiées et chirographaires.

## **III .3.2 Les différents investissements de Cauris Management S.A**

### **a) Investissement du fonds Cauris investissement S.A**

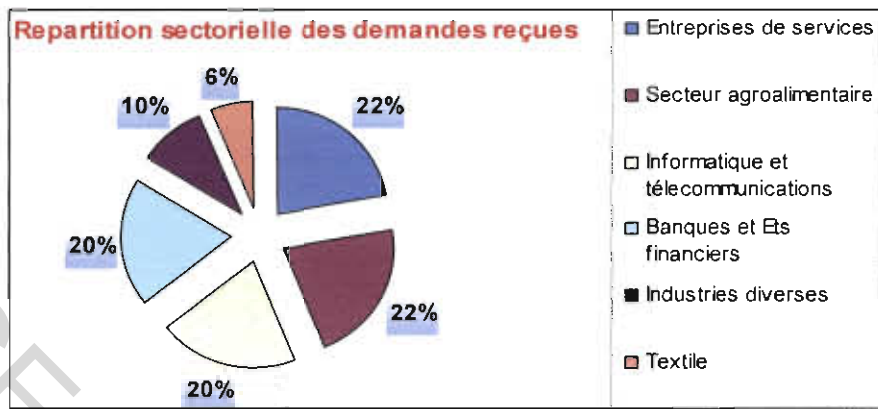
#### **Situation du fonds Cauris Investissement SA**

Cauris Investissement S.A. est dans sa phase de désinvestissement depuis 2004 et ne peut plus être investi hormis dans des titres déjà en portefeuille et / ou pour réaliser les investissements approuvés non encore décaissés.

#### **Répartition des dossiers par stade d'instruction**

Sur la totalité des 630 demandes reçues depuis la levée du fonds Cauris Investissement S.A. en 2004, 582 ont été rejetées, soit 92,4 %, tandis que 59 approbations portant sur 48 dossiers, soit 7,6 %, ont fait l'objet d'une décision positive de financement pour un montant global de 8 919,56 millions de FCFA. Sur ce montant global d'autorisations, 5 880,56 millions de FCFA ont été effectivement décaissés (dont 250 millions de FCFA rappelés), et 3 289 millions de FCFA annulés.

## Répartition sectorielle des dossiers

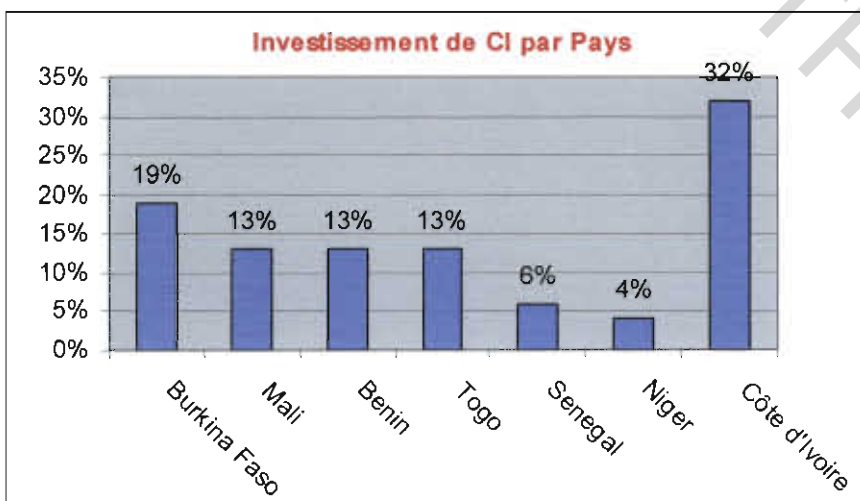


La répartition sectorielle des dossiers reçus jusqu'au 31 décembre 2004 fait ressortir que les demandes émanant des entreprises de services sont en première position (22,4 %), suivies de celles du secteur agroalimentaire (21,6 %), des secteurs de l'informatique et télécommunication (20,3 %), des banques et établissements financiers (19,5 %), des industries diverses (10,2 %), et du textile (6%).

## Situation globale des investissements au 31 décembre 2006

Au 31 décembre 2006, les décaissements effectués depuis le démarrage des activités de Cauris Investissement S.A pour financer les investissements approuvés, s'élèvent à un montant global de 5 880,56 millions de FCFA et portent sur 30 titres. Deux titres sur les 30 du portefeuille, d'un montant total de 250 millions de FCFA, ont été rappelés en raison des difficultés et de la lenteur de démarrage des activités et 28 titres d'un montant de 5 630,56 millions de FCFA ont fait l'objet d'un parcours en portefeuille de Cauris Investissement S.A.

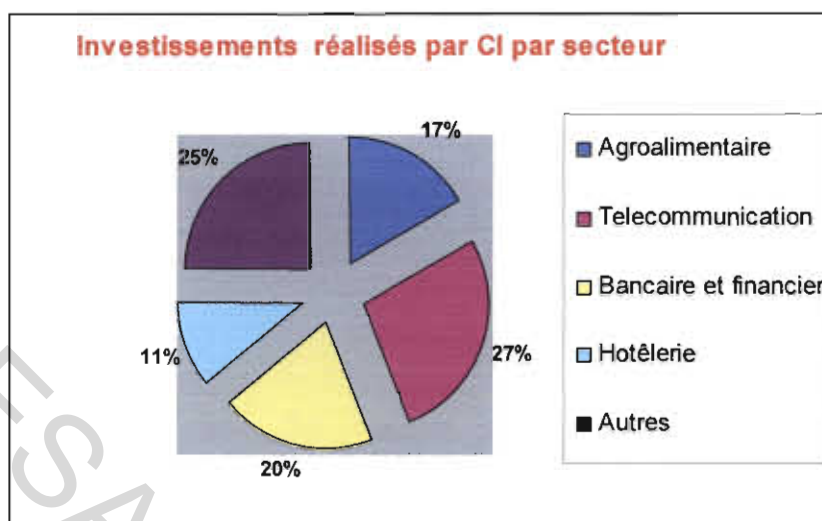
## Situation globale des décaissements par pays au 31 décembre 2006



La répartition des 5 880,56 millions de FCFA d'investissements réalisés par pays au 31 décembre 2006, montre que la Côte-d'Ivoire est le premier marché du fonds Cauris Investissement S.A avec 32% des investissements suivie du Burkina-Faso avec 19 %, du Mali, du Bénin et du Togo avec chacun 13%. Les investissements réalisés au Sénégal et au Niger se situent à un niveau relativement modeste tandis qu'aucun investissement n'a été réalisé en Guinée-Bissau.



## Répartition sectorielle des investissements réalisés au 31 décembre 2006



Il apparaît que les secteurs télécommunications, bancaire et financier, agroalimentaire et hôtelier sont les principaux bénéficiaires des investissements du fonds Cauris Investissement S.A pour respectivement 27 %, 20 %, 17 % et 11 %.

### b) Les Investissements du fonds Cauris Croissance S.A

#### Remontée des dossiers

La remontée des dossiers a connu, depuis le début des activités de Cauris Croissance S.A., des évolutions exponentielles, sachant qu'il a été mis en place une prospection pro active, consistant à démarcher directement des entreprises préalablement ciblées et sélectionnées.

#### Répartition des dossiers par stade d'instruction

Sur la totalité des 60 demandes reçues depuis la création de Cauris Croissance S.A., 50 ont été rejetées, soit 83 %, tandis que 10 approbations, soit 17 %, ont fait l'objet d'une décision positive de financement pour un montant global de 4 562 millions de FCFA. Sur ce montant global d'autorisations, 2 870 millions de FCFA ont été décaissés.

#### Evolution des dossiers reçus par pays

En terme de dossiers, la Côte d'Ivoire arrive toujours en tête avec globalement 28 % des demandes de partenariat, suivie du Sénégal, du Bénin et du Togo, avec respectivement 23 %, 16 % et 16 %, du Burkina et du Mali (12 % et 0,1 %).

#### Répartition sectorielle des dossiers

La répartition sectorielle des dossiers reçus jusqu'au 31 décembre 2006 fait ressortir que les demandes émanant des entreprises d'industries et de services divers sont en première position (49 %), suivies de celles du secteur agro-alimentaire (16 %), des secteurs de télécommunication et informatique (14 %), des banques et établissements financiers (12 %), et des pharmacies (9 %)

### c) Les Investissements pour le compte du fonds AFRICINVEST

Le fonds Africinvest, est un fonds panafricain en pleine période d'investissement. Cauris Management S.A est responsable des investissements de ce fonds panafricain pour l'Afrique. Le fonds AFRICINVEST a réalisé des prises en participation dans diverses entreprises des pays de l'UEMOA. Ainsi, des investissements ont été faits dans le domaine, des télécoms, de la grande distribution et des hydrocarbures. En fin 2007 au total plus de 4 Milliards de FCFA ont été investi dans 3 entreprises.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

---

**DEUXIEME PARTIE**

**Cas pratiques de prise de participation de CAURIS  
MANAGEMENT S.A et implications**

---

## CHAPITRE IV Le financement des jeunes firmes innovantes : Financement interne, prêt bancaire, ou capital risque ?

L'objectif de ce chapitre est de déterminer le mode de financement adapté aux jeunes entreprises innovantes. Plus précisément il propose un cadre théorique simple permettant d'expliquer les modalités de financement des jeunes entreprises en fonction de leurs caractéristiques telles que le risque du projet et sa rentabilité, la taille du financement externe demandé ou encore l'importance des garanties offertes. Le chapitre découle essentiellement des travaux effectués par SAVIGNAC F. pour sa thèse de doctorat en sciences économiques à PARIS I – PANTHEON – SORBONNE sur le thème suivant : **Le financement des entreprises innovantes.**

Jusqu' alors nous avons vu que les entreprises avaient d'énormes difficultés pour avoir accès aux financements surtout si elles sont en création ou pour financer des projets innovants. En dehors de ces contraintes financières, ces entreprises ont également des contraintes de confidentialité éventuellement nécessaires pour la réussite de leurs projets innovants. Cette contrainte de confidentialité vient compliquer la satisfaction du besoin financier et c'est dans ce contexte que selon l'enquête sur le financement de l'innovation Technologique (Sessi - 2000), les entreprises établies qui ont décidé de mener des projets innovants les financent avant tout en interne.

En revanche, les entreprises en création dont le financement interne est uniquement constitué des apports du fondateur et de ses proches, ont besoin de trouver des financements externes pour leurs investissements innovants. Or si ces jeunes entreprises innovantes encore appelées start up sont considérées comme à fort potentiel de croissance, elles sont caractérisées par un risque élevé. Ces spécificités constituent un défi important pour les entrepreneurs dans leurs recherches de financements nécessaires au développement de leurs entreprises.

Contrairement aux entreprises établies qui peuvent avoir des activités diversifiées qui leur permettent de mutualiser les risques de leurs investissements (innovants ou non), les jeunes entreprises innovantes n'ont bien souvent qu'un seul projet d'investissement dont elle espère que le caractère innovant va leur permettre de connaître une forte croissance. Ainsi le financement du projet et sa réussite conditionnent la survie de l'entreprise en création. De plus, le statut d'entreprise en création, associé au caractère innovant de leur projet, renforce les traditionnels problèmes d'asymétries d'information avec les apporteurs de financements externes (Hall, 2002). En particulier, les bailleurs de fonds ne possèdent que peu ou pas de bilans passés qui les informent sur la performance de l'entreprise. En outre, le caractère innovant du projet nécessite une expertise technique pour l'évaluation du risque d'investissement. Enfin, l'importance relative des actifs immatériels (Planètes et al, 2002) ne permet pas toujours aux banques de disposer de garanties nécessaires à l'attribution d'un prêt (Jacquin, 2003). Les entreprises jeunes, les PME comme on en rencontre généralement en Afrique ne disposent donc finalement pas de facteurs de motivation pour les banques.

Les jeunes entreprises innovantes peuvent alors obtenir des financements sous forme de fonds propres auprès d'investisseurs spécialisés, les sociétés de capital risque. Cependant ces investisseurs qui possèdent une expertise technique et scientifique permettant de sélectionner des projets puis de surveiller leur développement, ciblent des entreprises aux caractéristiques spécifiques. Il s'agit le plus souvent de firmes développant des innovations radicales dans le secteur de la technologie et qui présentent des performances attendues très importantes. Ces investissements doivent en effet permettre aux sociétés de capital risque d'anticiper des plus values importantes au moment de leur sortie du capital de l'entreprise.



Par ailleurs les jeunes entreprises innovantes recourent plus ou moins facilement au financement par prêts bancaires ou par apport de fonds propres du capital risque selon leur stade de développement. Il est clair donc pour tous que la phase de création précédant la mise du produit sur le marché peut très difficilement être financée par prêts bancaires. Or en Afrique la production est le moteur créateur de valeur ajoutée, source de produit intérieur brut.

Financer le secteur privé doit passer par le soutien à la production. S'il est donc clair que si le produit n'est pas encore sur le marché il serait difficile d'avoir accès aux prêts bancaires alors cela veut dire que le financement classique va prendre la clé des champs et qu'il faut penser à développer d'autres outils de financement qui ne redoutent pas les entreprises en création tel que le capital-investissement

En fait, en phase de création les entreprises ne sont pas capables de fournir des garanties suffisantes à la banque et elles ne dégagent pas encore de chiffre d'affaires. Ainsi les jeunes pousses ne peuvent trouver du financement auprès d'investisseurs externes qu'essentiellement par le biais de sociétés de capital risque. Par ailleurs dans certains pays, certains pouvoirs publics ont mis en place des programmes d'aides publiques. Ces aides prennent la forme de subventions directes (par exemple, par le biais de concours à la création d'entreprise innovantes tel que celui d'Oséo Anvar), prêts à taux zéro remboursables en cas de succès. ...Etc.

Dans les étapes ultérieures de développement (Commercialisation du produit et expansion de la firme), l'intervention d'un capital risqué peut encore se révéler cruciale. Outre le financement mis en place, les conseils en gestion prodigués par le capital investisseur par rapport aux décisions stratégiques, le recrutement de l'équipe dirigeante...etc contribuent énormément au développement de la société.

D'autre part, la réalisation des ventes et la réduction de l'incertitude quant à la réussite du projet facilitent l'obtention de prêts bancaires.

Ainsi les caractéristiques propres à chaque entreprise (le risque associé au projet innovant, l'importance des moyens à mettre en œuvre, la solidité des garanties qui peuvent être fournies, ...) conditionnent à la fois les besoins de la firme en matière de financement externe et l'offre qui lui est accessible.

#### ***IV.1 - Les principaux enseignements de la littérature sur le financement des jeunes entreprises innovantes***

Cette section à suivre est une revue de littérature sur le sujet du financement des petites entreprises. Elle récapitule les différentes positions des différents auteurs sur le sujet des outils de financement externe à la disposition d'une entreprise.

L'existence d'asymétrie d'information entre l'entrepreneur et ses apporteurs de capitaux crée une prime de financement qui accroît le coût des financements externes. Les firmes préfèrent alors, dans la mesure du possible, recourir au financement interne pour financer leur investissement. Dans ce cadre de la relation d'agence entre la firme et les investisseurs extérieurs, la littérature théorique sur le financement des start-up porte essentiellement sur la forme du contrat optimal de financement entre la firme et la société de capital-risque et étudie les mécanismes incitatifs à mettre en oeuvre pour résoudre les problèmes d'aléa moral. Ces derniers peuvent résulter d'un manque d'effort fournis par l'entrepreneur, ou par l'entrepreneur et le capital-risqueur (Keuschnigg et Nielsen, 2003 ; Hellmann, 2006). Il peut aussi s'agir de problèmes d'aléa moral ex-post comme l'habillage de bilan (Cornelli et Yosha, 2002).

Ces travaux théoriques étudient notamment la question du partage des droits financiers et de l'attribution des droits de contrôle. Le partage des titres financiers doit garantir à la société de capital-

risque et au dirigeant de la firme une rémunération suffisante afin de favoriser l'implication nécessaire de chacun pour la réussite du projet. L'attribution de droits de contrôle permet à la société de capital-risque d'intervenir dans la gestion de l'entreprise et ainsi de favoriser le remplacement du fondateur de l'entreprise si ses performances sont jugées insuffisantes (Lerner, 1995 ; Hellmann, 1998).

D'autres articles mettent en évidence l'intérêt de l'usage des dettes convertibles (Dewatripont et al. 2005) et du financement séquentiel (Bergemann et Hege, 1998).

Le financement par étapes permet à la société de capital-risque de menacer l'entreprise de ne pas poursuivre le financement à l'étape suivante si les résultats intermédiaires sont insuffisants. Cette menace d'abandon est une contrainte incitative qui a pour objectif d'amener l'entrepreneur à adopter un comportement maximisant les objectifs définis. Cependant, cette contrainte favorise un comportement de court terme de la part du dirigeant (réussir les objectifs intermédiaires) ou bien peut l'amener à maquiller son bilan afin d'éviter l'arrêt du financement. L'usage des dettes convertibles en actions permet de limiter ce type de comportement de la part de la firme : si les résultats apparaissent comme bons, la société de capital-risque exerce son option de conversion et devient détentrice d'une fraction du capital de la firme (Cornelli et Yosha, 2002).

D'un point de vue empirique, Kaplan et Stromberg (2002) ont détaillé les instruments financiers et les instruments de contrôle dans les contrats effectivement passés aux Etats-Unis entre les sociétés de capital-risque et les entreprises qu'elles financent. Les auteurs soulignent que le financement par capital-risque a le plus souvent lieu par le biais d'obligations convertibles. Toutefois, en Europe, les instruments financiers semblent plus classiques dans la mesure où la majorité des financements des start-up par capital-risque se fait sous la forme d'émission d'actions (Bottazzi, Da Rin et Hellmann, 2004).

Un autre pan récent de la littérature théorique sur le financement des start-up s'est intéressé à la question de l'alternative entre différents modes de financements. Ainsi, Bernhardt et Krasa (2004) ont étudié l'impact de la concurrence entre apporteurs de capitaux sur l'acquisition de l'information par ces derniers et sur les contrats de financement. Leur modèle est caractérisé par la présence de quatre équilibres, représentant un financement externe i) par les banques, ii) par les sociétés de capital-risque, iii) par les business angels iv) ou encore l'absence de financement externe. Pour sa part, Landier (2004) explique le mode de financement qui prévaut dans un secteur par le coût de la faillite pour l'entrepreneur s'il doit rechercher un emploi. Le modèle repose sur deux hypothèses fondamentales qui peuvent amener les deux agents à renégocier le contrat avant qu'il n'arrive à son terme. Si au cours du déroulement du projet des fonds supplémentaires sont nécessaires, l'investisseur peut menacer l'entrepreneur de ne pas les lui accorder. De son côté, l'entrepreneur peut menacer l'investisseur de se retirer du projet avant qu'il n'arrive à son terme (et donc qu'il ne produise le rendement attendu). Landier montre que si le coût de la faillite est faible, une expertise particulière de l'apporteur de capitaux ainsi qu'un financement séquentiel sont indispensables pour inciter l'entrepreneur à produire un effort suffisant, alors que si le coût de la faillite pour l'entrepreneur est élevé, ces contraintes ne sont pas nécessaires.

Enfin, Ueda (2004) suppose que le montant du financement externe peut être accordé par une banque ou par une société de capital-risque. En s'adressant, à la banque, la firme fait face à un problème d'anti-sélection alors que l'expertise du capital-risque lui permet d'identifier parfaitement le risque de l'entreprise. Cependant, du fait de son expertise, la société de capital-risque peut menacer l'entreprise de lui "voler" son projet et de l'entreprendre à sa place. Cette hypothèse d'expropriation se base sur les résultats obtenus par Hellmann et Puri (2002) sur des données de start-up de la Silicon Valley. Ces derniers ont mis en évidence que les entreprises financées par capital-risque ont plus tendance à voir



remplacer le fondateur de l'entreprise par un PDG "extérieur" (et plus vite), que les entreprises non-financées par capital-risque, ceci que le créateur ait conservé un rôle au sein de l'entreprise (la mise en place d'un nouveau PDG visant alors à accompagner le développement de la firme) ou qu'il n'y exerce plus aucune activité (la société de capital-risque a alors pris le contrôle de la start-up). Dans son modèle, Ueda suppose que la société de capital-risque comme la banque s'approprient le profit de la firme pour se rémunérer et attribuent à l'entreprise une rémunération forfaitaire. Le choix optimal du mode de financement de la firme est alors déterminé par comparaison des montants que la banque et la société de capital-risque acceptent chacune de transférer à l'entreprise en fonction des caractéristiques de cette dernière. Ainsi, Ueda explique le financement d'une entreprise par ses caractéristiques et par le degré de protection des droits de propriété intellectuelle. Sur le plan empirique, l'analyse du financement de la start-up se heurte à la difficulté d'accès à des données individuelles jugées stratégiques aussi bien par les entreprises que par les sociétés de capital-risque qui les financent. A notre connaissance, il n'existe de telles études que dans le cas de jeunes entreprises innovantes allemandes.

Schäfer et al. (2004) utilisent des données individuelles collectées auprès d'un organisme refinançant les banques et investisseurs privés qui financent eux-mêmes des entreprises innovantes sous forme de prêts ou d'actions. Les estimations obtenues montrent un effet positif de la taille de l'investissement et un impact négatif du chiffre d'affaires sur la probabilité d'obtenir un financement grâce à l'émission d'actions nouvelles. Ces résultats sont cohérents avec l'idée selon laquelle les sociétés de capital-risque financent les entreprises jeunes et les projets de taille importante. Audretsch et Lehmann (2003) ont estimé la probabilité pour une firme d'être financée par les sociétés de capital-risque sur les entreprises introduites sur le marché allemand des valeurs de croissance (le Neuer Markt) en fonction de la taille de l'entreprise, de la composition de son actionnariat, de son âge et de l'importance de sa dette bancaire. Contrairement aux résultats de Schäfer et al. (2004), ils trouvent que la taille n'a pas d'effet significatif sur la probabilité de se financer par capital-risque.

#### ***IV.2 - Une modélisation du choix du financement des jeunes innovantes***

La deuxième section du chapitre 4 est une modélisation qui présente les deux outils : d'une part le financement classique, les banques et d'autre part le capital risque. Cette modélisation a pour objectif de déterminer le choix optimal entre la banque et le capital risque pour une jeune entreprise innovante. Précisons que cette modélisation a été tirée des travaux en vue de la thèse de doctorat en sciences économiques présentée par Frederic SAVIGNAC cité en bibliographie. Les résultats de cette modélisation viendront expliquer et démontrer le choix optimal entre la banque et une société de capital risque.

Nous Proposons une modélisation du choix du type de financement externe parmi deux contrats donnés (prêt bancaire ou apport de fonds propres), selon les caractéristiques de l'entreprise et de son projet innovant. La question n'est donc pas ici de définir la forme du contrat optimal entre la firme et ses apporteurs de capitaux, mais d'établir le type de financement externe optimal pour une jeune entreprise innovante parmi les deux contrats proposés. On considère que le financement externe de l'entreprise peut être apporté par une société de capital-risque ou par une banque. Nous envisageons l'existence d'un problème d'anti-sélection entre l'entreprise et la banque alors que la société de capital-risque, du fait de son expertise, est supposée avoir une connaissance parfaite de la firme.

A la différence de Ueda (2004), nous supposons une forme de contrat différente entre la firme et la banque d'une part et la firme et la société de capital-risque d'autre part. La banque propose un prêt et la société de capital-risque apporte un financement en échange d'une prise de participation au capital de l'entreprise. Par ailleurs, l'hypothèse de l'existence d'une menace d'expropriation nous semble peu

adaptée au cadre européen par exemple. Le secteur du capital-risque est plus récent, moins développé et moins expérimenté en Europe qu'aux Etats-Unis (Bottazzi et Da Rin, 2003 ; Hege et al., 2003). L'hypothèse d'expropriation paraît également peu cohérente avec ce que l'on observe pour les entreprises du Nouveau Marché : pour la quasi totalité des entreprises introduites entre 1999 et 2003 sur le Nouveau Marché<sup>20</sup>, le fondateur était toujours présent au moment de leur introduction et ceci qu'elles soient financées par capital-risque ou non. L'accent est donc mis dans notre analyse sur les problèmes associés à la présence d'anti-sélection qui sont à l'origine des difficultés d'accès des start-up aux financements externes, plus que sur les modalités de ce financement visant à limiter les problèmes d'aléa moral<sup>21</sup>.

La modélisation adoptée ici fait donc la distinction entre deux modes de financement. L'un est apporté par un intermédiaire informé (la société de capital-risque), l'autre par un intermédiaire non informé (la banque). En se finançant auprès de l'intermédiaire informé, l'entrepreneur bénéficie de l'expertise de ce dernier : le risque de son projet innovant est alors parfaitement mesuré et pris en compte. En contrepartie, recourir à l'intermédiaire informé induit une perte de contrôle du fondateur sur son entreprise puisque cet apporteur de capitaux acquiert une part du capital de la firme. Il peut alors être intéressant pour l'entrepreneur de se financer auprès de l'intermédiaire non informé. En effet, malgré l'erreur que fait celui-ci sur la probabilité de réussite du projet innovant, il peut permettre à l'entrepreneur d'espérer un gain plus important en restant seul actionnaire de son entreprise.

#### IV 2.1 Les hypothèses du modèle

Nous considérons une jeune entreprise innovante (notée E), entièrement détenue par son fondateur. Celui-ci dispose d'un financement initial W composé des fonds apportés par l'entrepreneur lui-même ou fournis par son entourage. Ce financement initial W inclut également les aides publiques visant à favoriser l'innovation telles que des subventions à la création d'entreprises innovantes<sup>22</sup>. Cependant, la somme totale nécessaire à la mise en oeuvre du projet s'élève à W + F. L'entreprise doit ainsi compléter cet apport initial W en ayant recours au financement externe pour le montant F. Elle peut se financer soit auprès d'une banque (notée B) sous la forme d'un prêt bancaire soit auprès d'une société de capital-risque (notée VC) sous la forme d'un apport en fonds propres.

La firme E est caractérisée par son type j (j = h, l) qui conditionne la probabilité de réussite  $p_j$  de son projet. Nous supposons que  $p_l \leq p_h$ . De plus, l'entreprise E est de type j = h avec la probabilité  $\gamma$  et de type j = l avec la probabilité  $1 - \gamma$ . Le projet réussit avec la probabilité  $p_j$  ; sa valeur est alors donnée par :

---

<sup>20</sup> Le Nouveau Marché, spécialisé dans les valeurs de croissance, a été ouvert en 1996, sur la base du modèle américain du Nasdaq. Initialement, ce marché reposait sur des conditions d'admission très souples : aucune condition sur le chiffre d'affaires réalisé, sur la rentabilité de l'entreprise ou sur l'historique des comptes n'était exigée, ce qui permet d'avoir des informations sur de jeunes firmes innovantes. Sa réglementation a été modifiée en août 2003, notamment par l'introduction de la nécessité de disposer d'un historique comptable de trois ans. Le Nouveau Marché a disparu lors de la création d'Eurolist en janvier 2005.

<sup>21</sup> Une des caractéristiques du financement apporté par les sociétés de capital-risque est son caractère séquentiel qui constitue une contrainte incitative pour l'entrepreneur. Cet aspect est particulièrement important lorsque l'on cherche à rendre compte des problèmes d'aléa moral (voir par exemple l'étude de Landier (2004) citée plus haut)

<sup>22</sup> Une des caractéristiques du financement apporté par les sociétés de capital-risque est son caractère séquentiel qui constitue une contrainte incitative pour l'entrepreneur. Cet aspect est particulièrement important lorsque l'on cherche à rendre compte des problèmes d'aléa moral (voir par exemple l'étude de Landier (2004) citée plus haut)



### RE (F +W), (3.1)

Où  $RE - 1$  est le taux de rendement du projet<sup>23</sup>. En cas d'échec du projet, la valeur du projet est nulle et la firme disparaît puisqu'elle ne possède qu'un seul projet. Nous supposons ici que le type de financement n'affecte pas la rentabilité économique du projet. En effet, même si la littérature théorique souligne l'idée selon laquelle les entreprises financées par les sociétés de capital-risque connaîtraient une réussite plus grande que celles qui ne le sont pas (Keuschnigg et Nielsen, 2003 ; Casamatta, 2003), les conclusions des études empiriques diffèrent selon qu'elles s'appuient sur des données américaines ou européennes. A partir d'un échantillon composé de start-up américaines, Kortum et Lerner (2000) ont établi que les firmes financées par les sociétés de capital-risque produisent des brevets à la fois plus nombreux et plus rentables que les entreprises non financées par capital-risque. Cependant, à partir de données européennes, Bottazzi et Da Rin (2002) et (2003) n'ont pas trouvé d'effet significatif du fait d'être financé par capital-risque sur (i) le montant des fonds levés par les firmes au moment de leur introduction en bourse sur les marchés européens spécialisés dans les valeurs de croissance, (ii) leur chiffre d'affaires ou encore (iii) le taux de croissance de l'emploi au sein de ces entreprises.

On suppose les trois agents neutres au risque. On appelle  $r$  le taux de rendement d'un actif sans risque et on note  $R = 1+r$ . La contrainte de participation de la firme conduit à supposer que l'espérance de la valeur du projet innovant est au moins égale à celle du placement de  $F + W$  au taux sans risque, soit :

### $P_j RE (F +W) \geq R (F +W)$ . (3.2)

Les deux types de financement se différencient à la fois par la forme du contrat et par les problèmes d'information qui leur sont associés. Nous supposons que l'entreprise connaît son type. La banque est confrontée à un problème d'asymétrie d'information qui peut la conduire à se tromper sur le type de l'entreprise alors que la société de capital-risque possède une expertise lui permettant de l'identifier parfaitement. Plus précisément, les caractéristiques de l'entreprise (ses comptes si elle en possède déjà, son secteur, etc.) mais aussi de celles de son fondateur (âge, formation, etc.) sont perçues par la banque comme un signal lui permettant d'améliorer sa connaissance de la probabilité de réussite du projet. Cependant, étant donnée l'absence d'expertise technique et scientifique de la banque sur les spécificités liées au caractère innovant du projet, ce signal ne permet pas à la banque d'identifier sans erreur le type de l'entreprise.

Nous appelons  $\tilde{s}$  ce signal et  $\tilde{p}$  la probabilité de réussite qu'affecte la banque à la firme lorsqu'elle observe  $\tilde{s}$ . Nous supposons que  $\tilde{s}$  peut prendre deux valeurs :  $\hat{s}$  ou  $\check{s}$ . Lorsque la banque perçoit  $\hat{s}$ , elle identifie l'entreprise comme étant plutôt de type  $h$  et lorsqu'elle perçoit  $\check{s}$ , elle l'identifie comme étant plutôt de type  $l$ <sup>24</sup>.

— En l'absence de signal,  $B$  associerait à  $E$  la probabilité moyenne de réussite :

$$\hat{p} = \gamma p_h + (1 - \gamma) p_l.$$

---

<sup>23</sup> Nous supposons ici que le taux de rendement du projet est connu de tous ( $E, V, C$  et  $B$ ). Dans la pratique, se pose le problème de l'évaluation de  $RE$ , qui est essentiellement déterminée par la valeur du capital immatériel de la jeune entreprise innovante (voir Dubocage [2003] pour plus de détails concernant la valorisation financière des start-up)

<sup>24</sup> Une extension possible serait d'endogénéiser ce signal. Ici, l'introduction du signal et de la probabilité  $\tilde{p}$  permet de considérer que la banque n'est pas totalement incapable d'améliorer sa connaissance a priori de la probabilité de défaillance de la firme, bien qu'un problème d'asymétrie de l'information entre la banque et la firme persiste

— Lorsque B perçoit  $\tilde{s} = \hat{s}$ , elle associe à E la probabilité de réussite  $\tilde{p} = p$  telle que :

$$\hat{p} \leq p \leq p_h.$$

— Lorsque B perçoit  $\tilde{s} = \check{s}$  elle associe à E la probabilité de réussite  $\tilde{p} = p$  telle que :

$$p_l \leq p \leq \hat{p}.$$

Le modèle se déroule en trois temps.

En  $t = 0$ , la firme s'adresse à la banque qui lui attribue une probabilité de réussite  $\tilde{p}$  en fonction du signal  $\tilde{s}$  qu'elle a perçu. Le taux d'intérêt du prêt bancaire s'établit alors en fonction des caractéristiques de la firme et de la probabilité  $\tilde{p}$  fixée par la banque.

En  $t = 1$ , la firme détermine son profit espéré avec le financement bancaire.

Dans le même temps, puisqu'il n'y a pas d'asymétrie d'information avec la société de capital-risque, la firme connaît le montant de la participation minimale qui assure à la société de capital-risque un gain espéré non négatif ainsi que la part maximale qu'elle accepte de lui céder pour avoir elle-même un profit espéré suffisant. La firme décide donc de son mode de financement en  $t = 1$ .

En  $t = 2$ , quel que soit le mode de financement adopté, le projet est mis en œuvre à cette date et le résultat du projet, qu'il s'agisse d'un échec ou d'une réussite, est observé par les participants.

Nous détaillons successivement les contrats proposés par la banque et la société de capital-risque dans les deux paragraphes suivants. Puis, nous déterminons le mode de financement optimal de la firme.

#### a) Les conditions de financement avec la banque

Le contrat bancaire s'établit en fonction de la probabilité de réussite attribuée par la banque en  $t = 0$ .

Nous supposons que la banque propose un contrat  $(RB(\tilde{s}), C)$  où  $RB(\tilde{s}) - 1$  est le taux d'intérêt du prêt consenti par la banque (dépendant du signal perçu,  $\tilde{s}$ ) et où  $C$  est le collatéral prélevé par la banque en cas de faillite de la firme. Ce collatéral est composé d'actifs tangibles de l'entreprise et nous supposons qu'il représente une fraction  $\delta$  de la totalité du projet innovant :

$$C = \delta (W + F) \text{ avec } 0 \leq \delta \leq 1. \quad (3.3)$$

Le projet innovant étant constitué d'une part importante d'actifs immatériels, les garanties que peut fournir l'entrepreneur à la banque sont d'un montant inférieur au financement demandé  $F$  :

$$C \leq F. \quad (3.4)$$

En pratique, les intermédiaires bancaires peuvent être soumis à des contraintes réglementaires (par exemple, un taux de l'usure qui constituerait une limite supérieure au taux d'intérêt pratiqué) et à des

règles prudentielles visant à prévenir le risque de faillite bancaire, que nous n'introduisons pas dans la modélisation par souci de simplification<sup>25</sup>.

Si le projet de l'entreprise réussit en  $t = 2$ , la firme rembourse le montant du prêt et les intérêts ; s'il échoue, la banque liquide l'entreprise et récupère la valeur du collatéral. Ici, le taux d'intérêt exigé par la banque ne dépend pas du type de l'emprunteur, que la banque n'observe pas, mais du signal qu'elle a perçu.

Pour que la banque accepte de financer le projet, il faut que la valeur espérée de son prêt soit au moins égale au coût de son financement. En considérant que la banque se finance sur le marché monétaire au taux d'intérêt monétaire, assimilé au taux sans risque  $r$ , son profit espéré doit être positif, i.e. on doit avoir l'inégalité suivante :

$$\tilde{p} RB(\tilde{s}) F + (1 - \tilde{p}) \delta (W + F) \geq RF. \quad (3.5)$$

Sous l'hypothèse que le secteur bancaire est concurrentiel, le profit attendu de la banque est nul et le taux d'intérêt bancaire s'établit tel que :

$$RB(\tilde{s}) = \frac{R + (1 - \tilde{p}) \delta (W + F)}{\tilde{p} F} \quad 3.6$$

Le taux de rendement du prêt bancaire égalise le taux de rendement sans risque augmenté d'un terme qui dépend négativement du rapport collatéral sur taille du projet : une entreprise qui offre peu de garanties compte tenu du montant du prêt se verra appliquer un taux d'intérêt élevé. Les financements publics, que l'on a considérés inclus dans  $W$ , renforcent ainsi la fiabilité financière de la firme et permettent d'obtenir des conditions de prêt plus favorables auprès de la banque.

En l'absence de problèmes d'information, la banque fixerait le taux d'intérêt tel que  $RB$  soit égale à :

$$RB = R + \frac{1 - p_j}{p_j} \frac{[R - \delta W + F]}{F}$$

Comme signalé plus haut, quel que soit le signal perçu et du fait des problèmes d'asymétrie d'information, la banque attribue à une firme de type  $l$  une probabilité de réussite supérieure à ce qu'elle est effectivement ( $p_l < \tilde{p}$ ) ; alors qu'elle attribue à une firme de type  $h$  une probabilité de réussite inférieure à la probabilité réelle ( $p_h > \tilde{p}$ ).

---

<sup>25</sup> Ceci pourrait être envisagé sans difficulté, par exemple en imposant un taux d'intérêt bancaire maximal et en fixant une proportion minimale de garanties obligatoires pour l'attribution d'un prêt. Ces hypothèses supplémentaires auraient pour conséquence de contraindre plus fortement le recours au prêt bancaire mais ne modifieraient pas les conclusions de notre modèle

Ainsi, la présence d'antisélection accroît (resp. diminue) le taux d'intérêt bancaire pour les firmes de type h (resp. de type l), comparativement à un cadre sans problème d'antisélection.

Enfin, le taux d'intérêt du prêt bancaire est plus élevé lorsque la banque perçoit le signal défavorable  $\tilde{s} = \hat{s}$  que lorsqu'elle perçoit le signal favorable  $\tilde{s} = \hat{s}$ , quel que soit le type de la firme.

Si le projet réussit, l'entrepreneur reçoit (en  $t = 2$ ) le rendement du projet diminué du remboursement du prêt ; s'il échoue la banque récupère les actifs donnés en garantie et il doit dans tous les cas tenir compte du coût d'opportunité des fonds qu'il a investis lui-même dans le projet,  $RW$ . L'espérance de profit de l'entrepreneur lorsque le projet est financé par prêt bancaire (notée  $E(\Pi_{BE}, j)$ ) s'écrit alors :

$$E(\Pi_{BE}, j) = p_j [(RE(F+W) - RB(\tilde{s})F)] - (1 - p_j)\delta(W+F) - RW. \quad (3.7)$$

En combinant (7) avec (6), il vient,

$$E(\Pi_{BE}, j) = p_j \frac{(RE(F+W) - R F)}{\tilde{p}} + \frac{(p_j - 1)\delta(W+F) - RW}{\tilde{p}}. \quad (3.8)$$

Toutes choses égales par ailleurs, la firme doit posséder une rentabilité suffisante

pour rembourser le prêt que lui propose la banque 
$$RE > \frac{RF - (p_j - \tilde{p})C}{p_j - \tilde{p}(F+W)}$$

et ainsi espéré un profit espéré positif ou non nul.

Le profit attendu de l'entreprise dépend à la fois de son type, par le biais de la probabilité de réussite du projet, et du signal perçu par la banque, via le taux d'intérêt du prêt bancaire. Une augmentation de la probabilité de réussite attribuée par la banque entraîne une diminution du taux d'intérêt du prêt et donc un accroissement du profit attendu par l'entreprise, net du service de la dette.

#### b) Les conditions de financement avec la société de capital-risque

La société de capital-risque est susceptible de fournir le montant  $F$  du financement en échange d'une prise de participation  $\beta$  au capital de l'entreprise, avec  $0 \leq \beta \leq 1$ . La firme peut envisager de se financer auprès de la société de capital-risque si son profit attendu avec ce type de financement est positif et si, de son côté, la société de capital-risque obtient une part suffisante pour couvrir le coût de son expertise et le coût de son propre financement.

Nous supposons que la société de capital-risque identifie parfaitement le type de l'entreprise grâce à son expertise. On appelle  $\theta$  le coût de l'expertise de la société de capital-risque que l'on suppose fixe. Pour investir dans le projet innovant de la firme, la société de capital-risque doit également couvrir le coût de son propre financement. D'après Bottazzi et al. (2004a) et Mayer et al. (2003), les banques jouent un rôle prépondérant dans le financement des sociétés de capital-risque européennes en investissant directement dans des sociétés de capital-risque (qui sont parfois même des filiales des banques traditionnelles) ou en investissant dans des fonds qui investissent eux mêmes dans les sociétés de capital-risque. Les autres sources de financement des sociétés de capital-risque proviennent des investissements de compagnies d'assurances, de fonds de pension ou d'investisseurs individuels privés. Nous considérons alors que la société de capital-risque se finance indirectement sur le marché monétaire et auprès d'autres intermédiaires financiers, ce qui induit un coût de son propre financement égal à :



$R + \tau VC$  avec  $\tau VC \geq 0$ .

Enfin, nous supposons que le boni de liquidation des actionnaires (que sont la société de capital-risque et l'entrepreneur), dans l'entreprise financée est nul.

On appelle  $E(\Omega VC, j)$  le gain attendu de la société de capital-risque lorsqu'elle finance la firme de type  $j$ . En cas de réussite du projet, la société de capital-risque bénéficie de la part  $\beta$  du rendement de la firme et dans tous les cas, elle doit supporter les coûts inhérents à son investissement :

$$E(\Omega VC, j) = p_j \beta RE(F + W) - \theta - (R + \tau VC) F. \quad (3.9)$$

Le profit espéré de l'entrepreneur qui détient la part  $(1 - \beta)$  de la firme lorsque cette dernière est financée par la société de capital-risque est donné par :

$$E(\Pi VCE, j) = p_j (1 - \beta) RE(F + W) - RW. \quad (3.10)$$

### c) Détermination du mode optimal de financement

Les conditions sous lesquelles le financement par le biais de la société de capital-risque est possible sont connues en aussi bien par cette dernière que par l'entrepreneur, étant donnée l'absence d'asymétrie d'information dans leur relation.

D'une part, la société de capital-risque doit demander une prise de participation assez élevée pour obtenir un profit positif. D'autre part, la part revenant au fondateur doit également garantir à celui-ci un gain espéré suffisant.

La part minimale (notée  $\beta_{min}$ ) que demande la société de capital-risque pour accepter de financer l'entreprise est telle que  $E(\Omega VC, j) = 0$ , d'où

$$\beta_{min} = \frac{\theta + (R + \tau VC) F}{p_j RE(F + W)} \quad (3.11)$$

Notons que cette expression souligne une différence essentielle entre prêt et prise de participation : alors que le taux d'intérêt pratiqué par la banque est indépendant des performances de la firme (cf. expression (3.6), le montant de prise de participation qui assure un profit nul à la société de capital-risque décroît avec la rentabilité du projet  $RE$ .

La part maximale (notée  $\beta_{max}$ ) que peut demander la société de capital-risque est celle qui permet à la jeune entreprise innovante d'obtenir un profit espéré positif et au moins égal à celui qu'elle obtiendrait avec la banque.

1. Lorsque  $E(\Pi BE, j) > 0$ ,  $\beta_{max}$  doit garantir  $E(\Pi VCE, j) \geq E(\Pi BE, j)$ .
2. Lorsque  $E(\Pi BE, j) \leq 0$ , même avec  $\beta_{max} = 1$ , la firme accepte de se financer auprès de la société de capital-risque.

En conséquence, la part maximale à laquelle la société de capital-risque peut prétendre est donnée par:

$$\beta_{max} = \min \left( \frac{p_j RF - (p_j - \tilde{p}) \delta(F + W)}{p_j \tilde{p} RE(F + W)}, 1 \right) \quad (3.12)$$

Ainsi, pour que la firme se finance par le biais d'un apport en fonds propres de la société de capital-risque et que toutes deux négocient le montant de la prise de participation, il faut que l'ensemble des conditions suivantes soit vérifié :

$$0 \leq \beta_{\min} \leq \beta_{\max} \leq 1. \quad (3.13)$$

Nous sommes alors en mesure de définir le mode optimal de financement de la firme.

- Lorsque l'ensemble des conditions résumées par l'équation 3.13 est vérifié, le mode optimal de financement est un apport en fonds propres par la société de capital-risque.
- Lorsque les conditions posées par la relation 3.13 ne sont pas vérifiées,
  - ✓ Si la firme présente des caractéristiques telles que la banque fixe un taux d'intérêt du prêt permettant à la firme d'avoir un profit espéré positif, alors le mode de financement optimal de la jeune entreprise innovante est un prêt bancaire.
  - ✓ Si le taux d'intérêt du prêt demandé par la banque est tel que le profit espéré de la firme est négatif, alors l'équilibre est défini par l'absence de financement externe pour la firme. Dans ce cas, elle ne peut entreprendre son projet.

Le tableau ci-dessous résume le déroulement du jeu :

Tableau6 : Déroulement du jeu.

t = 0	Détermination de $\tilde{p}$ par B en fonction du signal $\tilde{s}$					
	(3.13) vérifiée	: (3.13) non vérifiée				
t = 1	Financement par VC	VC impossible				
	choix : VC	<table border="1" style="display: inline-table; vertical-align: middle;"> <tr> <td><math>E(\Pi_{BE,j}) &gt; 0</math></td> <td><math>E(\Pi_{BE,j}) &lt; 0</math></td> </tr> <tr> <td>Choix B</td> <td>Pas de financement ext</td> </tr> </table>	$E(\Pi_{BE,j}) > 0$	$E(\Pi_{BE,j}) < 0$	Choix B	Pas de financement ext
$E(\Pi_{BE,j}) > 0$	$E(\Pi_{BE,j}) < 0$					
Choix B	Pas de financement ext					
t = 2	Mise en oeuvre du projet					
	Résultat attendu : $p_j RE(F+W)$	Résultat attendu : 0				

Les conditions pour lesquelles le choix du mode de financement optimal est un apport en fonds propres de la société de capital-risque peuvent être précisées.

Compte tenu des hypothèses posées,  $\beta_{\min} \geq 0$  est toujours vérifiée.

1. Lorsque le profit espéré par la firme en se finançant par prêt bancaire est positif,

$$\text{Nous avons } \beta_{\max} = \frac{p_j RF - (p_j - \tilde{p})\delta(F+W)}{p_j \tilde{p} RE(F+W)}$$

Dans ce cas, la condition  $\beta_{\max} \leq 1$  est vérifiée. Par ailleurs, le montant de la participation qui permet à la société de capital-risque d'avoir un gain espéré nul est inférieur à la part maximale que la firme peut céder (i.e.  $\beta_{\min} \leq \beta_{\max}$ ) si :

$$(p_j - \tilde{p})RF - (p_j - \tilde{p})\delta(F+W) - \tilde{p}(\theta - \tau V CF) \geq 0. \quad (3.14)$$

Dans ce cas (profit espéré positif avec le financement bancaire), une condition nécessaire pour que la firme se finance par apport de fonds propres de la société de capital-risque est que la banque sous-évalue la probabilité réelle de réussite ( $p_j > \tilde{p}$ ). Cette expression permet également de mettre facilement en évidence l'effet des garanties sur le mode optimal de financement. Le mode de

financement le mieux adapté à une firme de type h (pour laquelle la banque sous-évalue la véritable probabilité de réussite) a d'autant plus de chance d'être un apport en fonds propres de la société de capital-risque que cette firme dispose de garanties peu importantes ( $\delta$  faible). Réciproquement, même en ayant une probabilité de réussite sous-évaluée par la banque, il peut être intéressant pour une firme de se financer par prêt bancaire si elle dispose de garanties suffisantes, toutes choses égales par ailleurs.

2. Lorsque le profit espéré par la firme en se finançant par prêt bancaire est négatif ou nul, nous savons que  $\beta_{\max} = 1$ . Il suffit alors d'avoir  $\beta_{\min} \leq 1$  pour que la condition (3.13) soit vérifiée. Ainsi, une firme ayant un profit espéré négatif avec la banque se finance auprès de la société de capital-risque si la somme du coût de l'expertise et de celui du financement par la société de capital-risque est inférieure au gain espéré du projet. Notons que les conditions pour que la firme puisse se financer auprès de la société de capital-risque sont d'autant plus facilement vérifiées que la probabilité de réussite, le rendement du projet sont élevés et que, le taux d'intérêt sur un placement ou un investissement sans risque et le coût de l'expertise est faible.

Ainsi, lorsque l'équation (3.13) se résume à  $0 \leq \frac{\theta + (R + VC) F}{p_j RE (F + W)} \leq 1$

et qu'elle est vérifiée par les caractéristiques de la firme, cela signifie que cette firme, qui ne peut contracter de prêt bancaire (par exemple parce qu'elle présente un risque trop élevé, qu'elle possède des garanties insuffisantes ou encore parce que la banque sous-estime la probabilité de réussite de son projet) a accès au financement externe par le biais d'un apport en fonds propres de la société de capital-risque.

### **IV.3 Les prédictions du modèle**

Il s'agit dans cette section, d'entrer des données réelles dans la modélisation et de récolter les résultats pour aboutir à une conclusion concrète pour un choix optimal.

Compte tenu de la difficulté d'accès à des données suffisamment nombreuses et complètes, nous ne sommes pas en mesure de mener une analyse économétrique des déterminants des choix de financement des jeunes entreprises innovantes. C'est la raison pour laquelle nous proposons de simuler notre modèle. Celui-ci est étalonné à partir des informations empiriques disponibles sur le financement des jeunes entreprises innovantes en France afin de fixer des valeurs plausibles des paramètres.

#### **IV3.1 Etalonnage**

Le montant de l'investissement nécessaire à la mise en œuvre du projet (pris en compte dans notre modèle par la variable F) est le plus souvent d'une importance stratégique pour la firme et ses investisseurs, ce qui explique la difficulté d'accès à cette information au niveau individuel.

Par ailleurs, les enquêtes menées afin de mieux cerner le comportement des entreprises en matière d'innovation interrogent les entreprises de plus de 20 salariés<sup>26</sup>. Les entreprises nouvellement créées

---

<sup>26</sup> C'est le cas de l'enquête communautaire CIS3 ainsi que de l'enquête sur le financement de l'innovation technologique utilisée dans les deux précédents chapitres

qui disposent de peu d'employés, ne sont ainsi pas dans le champ de ces enquêtes. Pour cerner l'ordre de grandeur du montant du financement externe nécessaire à la mise en oeuvre du projet d'une jeune entreprise innovante, nous nous appuyons alors sur le montant moyen que les sociétés françaises de capital-risque investissent par entreprise. Cette information est notamment collectée par l'indicateur Chausson Finance<sup>27</sup>. D'après cette source, les sociétés françaises de capital-risque ont investi en moyenne 1,45 millions d'euros par entreprise en 2001. Nous posons alors  $F = 1,45$ .

Toutefois, en utilisant cette information, nous risquons de sous-évaluer le montant réel du financement externe nécessaire au financement de jeunes entreprises innovantes, en particulier, si les firmes bénéficient également d'autres financements. Néanmoins, utiliser cette donnée permet de conduire des simulations basées sur des ordres de grandeur assez proche de la réalité. En outre, nous présentons également des simulations avec un montant  $F$  plus élevé (tableau 3.6).

Nous évaluons le montant des garanties que peuvent fournir de jeunes entreprises innovantes (la variable  $C$  de notre modèle) comme la valeur de leurs immobilisations corporelles. Cette information est disponible dans les prospectus d'introduction des firmes au Nouveau Marché. La valeur moyenne des immobilisations corporelles des firmes introduites entre 1999 et 2002 est de 1,3 millions d'euros au moment de la clôture de leur dernier bilan précédant leur introduction en bourse. Nous posons

$$C = 1,3.$$

La mesure du coût de l'expertise de la société de capital-risque ( $\theta$ ) est assimilée au poids des frais de gestion prélevés par les sociétés de capital-risque. D'après CDC (2002) et Dubocage et Lhomme (2002), ce coût fixe représente 3% des montants investis. En appliquant ce pourcentage au montant moyen investi par entreprise, nous fixons  $\theta = 0,043$ .

Une mesure de la rentabilité des investissements effectués par les sociétés de capital-risque en France est donnée par Dubocage et Lhomme (2002). D'après eux, le taux de rendement des investissements réalisés par les sociétés de capital-risque entre 1992 et 2001 s'est élevé à 28,2% en moyenne. Nous posons de ce fait  $RE = 1,282$ .

Nous assimilons le taux d'intérêt sans risque à celui sur les obligations assimilées du Trésor. Sur la période 1992-2001, ce dernier a été de 6,5%. Nous posons alors  $R = 1,065$ .

Il est difficile d'avoir une idée précise du coût du financement des sociétés de capital-risque. Nous décidons de fixer  $\tau V C = 0,050$ . Ceci induit un coût du financement de la société de capital-risque égal à 11,5% et correspond donc à un quasi doublement par rapport au taux sans risque.

Il n'a pas été possible de connaître le financement initial  $W$ . Nous fixons dans un premier temps  $W = 1,3$ . Compte tenu des autres valeurs des paramètres, cette hypothèse conduit à considérer que le collatéral prélevé par la banque représente 47% de la totalité du projet. Nous modifions ensuite cette hypothèse dans les simulations présentées dans le tableau 3.7.

Le tableau ci dessous résume le choix des valeurs des paramètres avec lesquelles la simulation du modèle a été réalisée.

---

<sup>27</sup> [www.chaussonfinance.com](http://www.chaussonfinance.com)



Tableau7 : Valeurs des paramètres.

C	F	$\theta$	R	RE	W	rVC
1,00	1,450	0,043	1,065	1,282	1,300	0,050

### IV3.2 Les prédictions du modèle, en adéquation avec les observations empiriques

Notre modèle permet d'établir que les firmes présentant un risque très élevé n'ont pas accès au financement externe. Lorsque la probabilité de réussite du projet est plus grande, le mode de financement optimal est un apport en fonds propres de la société de capital-risque. Enfin, si le risque est faible, le financement par prêt bancaire est optimal

Dans ce tableau, nous faisons varier la probabilité de réussite  $p_j$  et la probabilité attribuée par la banque  $\bar{p}$ . Nous supposons que les entreprises de type l sont caractérisées par  $p_j < 0,5$  et les entreprises de types h sont telles que  $p_j \geq 0,5$ .

Tableau8 : Effet de  $p_j$ .

	$p_j$	$\bar{p}$	RB	EΠBE	Bmin	Bmax	Mode de financement
E Type l	0,1	0,3	1,458	-1,028	4,705	1	Pas de financement externe
	0,2	0,4	1,317	-0,716	2,352	1	
	0,3	0,5	1,233	-0,388	1,568	1	
	0,4	0,6	1,177	-0,051	1,176	1	
	0,5	0,3	1,458	0,057	0,941	0,968	
E	0,6	0,4	1,317	0,450	0,784	0,787	B
Type h	0,7	0,5	1,233	0,828	0,672	0,664	
	0,8	0,6	1,177	1,196	0,588	0,576	
	0,9	0,7	1,137	1,561	0,522	0,508	
	1	0,8	1,107	1,922	0,470	0,455	

On observe tout d'abord que la firme n'obtient pas de financement externe si sa probabilité de réussite est trop faible. D'une part, la société de capital-risque ne peut pas financer le projet puisque détenir la totalité des parts de l'entreprise ne lui permettrait même pas d'obtenir un profit espéré positif ( $\beta_{min} > 1$ ).

D'autre part, compte tenu du rapport  $\underline{C}$  et de la probabilité de réussite identifiée, la banque fixe un taux

F

d'intérêt extrêmement élevé conduisant la firme à anticiper des pertes.

Ensuite, l'accroissement de la probabilité de réussite rend les intérêts de la société de capital-risque compatibles avec ceux de la firme (l'équation (3.13) est vérifiée). Le financement externe optimal est alors l'apport en fonds propres du capital-risque.

Enfin, lorsque le risque devient plus faible ( $p_j < 0,7$ ), le taux d'intérêt pratiqué par la banque devient supportable. Dans le même temps, la participation qui assurerait à l'entrepreneur un profit espéré avec la société de capital-risque égal à celui qu'il a avec la banque ne permet pas à la société de capital-risque d'espérer un gain positif ( $\beta_{\min} > \beta_{\max}$ ). Le mode de financement optimal est alors le prêt bancaire.

Cet avantage du financement par prêt bancaire comparativement à l'apport en fonds propres de la société de capital-risque lorsque le risque du projet est faible, s'explique par le fait que la banque prélève un remboursement fixe qui ne dépend pas du rendement attendu du projet, alors que la société de capital-risque se rémunère en s'en accaparant la part  $\beta^*$  au détriment de l'entrepreneur.

Les simulations du modèle reproduisent ici l'évolution du mode de financement optimal des firmes au cours du déroulement de leur projet tel que l'enquête sur le financement de l'innovation technologique l'a mis en évidence (Lhomme, 2001).

Dans cette enquête, les firmes interrogées détaillent notamment le mode de financement qui a leur préférence selon le stade de développement de leur projet innovant.

Quel que soit l'état d'avancement du projet, les firmes préfèrent recourir au financement interne. Cependant celui-ci peut s'avérer insuffisant et les entreprises doivent alors faire appel à des financements externes. Lors des phases initiales de recherche exploratoire et de recherche et développement, alors que le risque associé au projet est très grand, les financements publics sont le mode de financement externe préféré des firmes. En effet, compte tenu du niveau de risque du projet, si les entreprises ne peuvent avoir recours à l'autofinancement, le financement de ces phases est le plus souvent impossible en l'absence d'aides publiques. Ensuite, lorsque le projet se met en place, le risque devient acceptable et l'intérêt d'un financement par capitaux propres se dessine. Enfin, lorsque les firmes commercialisent leur produit et que le risque inhérent au projet devient faible, le recours aux prêts bancaires s'avère le plus pertinent.

#### **IV.4 Implication du modèle**

La section suivante présente les résultats de la simulation de notre modèle et précise les différentes conditions pour lesquelles le financement bancaire est une solution optimale et les situations dans lesquelles, le capital risque s'avère être le choix optimal.

L'apport en fonds propres du capital-risque s'avère optimal pour les projets nécessitant un financement externe, d'un montant important. Lorsque le financement externe nécessaire à la mise en place du projet n'est pas trop important, le prêt bancaire est optimal. En revanche, si la taille du projet est très élevée, alors l'entrepreneur recourt à la société de capital-risque. En effet, lorsque le montant nécessaire au financement du projet n'est pas très important, la banque demande un taux d'intérêt acceptable pour la firme. Le profit attendu de l'entrepreneur avec le prêt bancaire est alors tel que l'entrepreneur accorde à la société de capital-risque une part du gain espéré du projet inférieure à celle qui lui permet d'avoir un gain espéré positif ( $\beta_{\max} < \beta_{\min}$ ).

Toutes choses égales par ailleurs, lorsque le montant du financement du projet s'accroît, les garanties ne couvrent plus qu'une faible part du prêt, ce qui se traduit par une augmentation du taux d'intérêt bancaire et une diminution du profit attendu par l'entrepreneur avec ce financement. Dans le même temps, les exigences de l'entrepreneur vis à vis de la société de capital-risque deviennent moins grandes ( $\beta_{\max}$  augmente). De plus, avec l'accroissement de  $F$ , le coût d'opportunité devient plus important pour la société de capital-risque mais le gain espéré du projet l'est également. Ainsi, la participation minimale exigée par la société de capital-risque devient-elle inférieure à la part maximale

qu'accepte de céder l'entrepreneur ( $\beta_{\min} < \beta_{\max}$ ) et l'apport de fonds propres de la société de capital-risque constitue le mode optimal de financement de la firme lorsque le montant du financement externe nécessaire au développement de la firme est important.

#### IV.4.1 Relation apport de garanties et facilité d'obtention d'un prêt bancaire

La firme n'a pas accès au financement externe si les actifs en place sont peu importants. Si l'entrepreneur possède déjà quelques actifs, la société de capital-risque lui fournit des fonds propres : le fait que l'entrepreneur soit capable de fournir une richesse initiale permet d'espérer un rendement du projet plus élevé (et donc de diminuer  $\beta_{\min}$  et  $\beta_{\max}$ ). Il faut cependant que le montant de ces actifs permette de constituer une véritable garantie (ici  $W \geq 1,6$ ) pour que le prêt bancaire devienne le mode de financement optimal.

Le modèle reproduit bien ce que l'on observe empiriquement. Lorsqu'un entrepreneur porteur d'un projet innovant décide de fonder sa firme, les financements initiaux sont apportés par lui-même et son entourage. Ensuite, lorsque la mise en oeuvre du projet a débuté, le fondateur se tourne vers des investisseurs spécialisés susceptibles de fournir un apport en fonds propres, ses garanties étant insuffisantes pour obtenir un prêt bancaire. Enfin, lorsque l'activité se développe, l'entrepreneur peut fournir à la banque un collatéral suffisant pour que cette dernière lui applique un taux d'intérêt supportable. Le mode de financement externe optimal est alors un prêt bancaire.

#### IV.4.2 Rentabilité espérée et mode de financement optimal

Quand le taux de rentabilité du projet innovant est faible ( $RE = 1,08$ ), la firme ne peut pas accéder au financement externe. Lorsque le taux de rentabilité augmente, l'espérance de profit de l'entrepreneur s'accroît tant lorsqu'il a contracté un prêt bancaire que lorsqu'il finance son projet par le biais de la société de capital-risque. En effet la participation minimale exigée par la société de capital-risque décroît d'un côté et de l'autre, le taux d'intérêt bancaire étant un remboursement fixe, le profit espéré de la firme avec financement bancaire augmente (et  $\beta_{\max}$  diminue). La firme a alors accès au financement externe. L'effet de la rentabilité sur le mode optimal de financement dépend alors de l'erreur de la banque sur la probabilité de réussite du projet. Si l'erreur de la banque est favorable à la firme, la part minimale exigée par l'entrepreneur est trop élevée pour permettre à la société de capital-risque d'avoir un profit espéré positif. La firme se finance alors par prêt bancaire. Lorsque la banque sous-estime la probabilité de réussite ( $\tilde{p} < p_j$ ), l'accroissement de la rentabilité ne permet pas à la firme d'obtenir un profit espéré suffisamment élevé avec le prêt bancaire suffisamment élevé : elle se finance auprès de la société de capital-risque. Ainsi, lorsque la firme est de type h, une rentabilité du projet élevée favorise un financement par apport de fonds propres de la société de capital-risque, toutes choses égales par ailleurs.

En résumé, les prédictions du modèle reproduisent les aspects empiriques du financement des jeunes entreprises innovantes. Le mode optimal de financement externe de la firme est un apport en fonds propres de la société de capital-risque si le projet présente un risque élevé, si le montant nécessaire à sa mise en oeuvre est important ou encore s'il présente une forte rentabilité attendue. A contrario, le prêt bancaire est optimal si le risque d'échec est faible, si le montant du financement est relativement peu important, ou encore si la firme peut fournir des garanties solides.

Enfin, si les performances attendues de la firme sont trop faibles (rentabilité attendue insuffisante, risque d'échec trop grand) ou si l'apport initial de l'entrepreneur n'est pas suffisamment important, la firme n'a pas accès au financement externe.

A la vue de cette étude il est clair que le capital-investissement est la solution pour les projets à haut risque, nécessitant un montant de mise en œuvre important. Un projet ayant une prévision de rentabilité très faible n'aura pas accès au financement externe. Cependant lorsque que l'entreprise a des garanties réelles et que le projet n'est pas risqué une solution optimal se trouve être le prêt bancaire

Or dans notre contexte général, il n'est pas courant de trouver une jeune entreprise ayant des garanties réelles susceptibles de rallier la banque. En plus les entreprises en création ont un profil de risque très élevé qui fait monter les taux d'intérêt exigés par la banque rendant ainsi les prêts bancaires sous optimaux. Soutenir le secteur privé en Afrique, revient à favoriser l'initiative privée, à financer les projets qui, généralement à leur début, ont des promoteurs dépourvus de fonds propres. Finalement nous pouvons affirmer que le capital risque est une solution alternative face aux limites du financement des PME par la banque.

Nous essaierons d'apprécier, à travers des cas réels, l'impact de la prise de participation par des fonds sous gestion de Cauris Management S.A dans le capital de deux (2) sociétés. Nous examinerons pour ce faire la situation de l'entreprise avant et après l'opération de financement par ce mode.



## CHAPITRE V Analyse du processus de prise de participations chez Cauris Management S.A et recommandations

Il s'agit dans ce chapitre de faire une étude basée sur le cas de sociétés dans lesquelles Cauris Management S.A a fait des prises de participations pour aboutir à l'impact ou la valeur ajoutée apportée par le capital-investissement sur ces entreprises. La première entreprise est une société à responsabilité limitée et la seconde une société anonyme.

### ***V.1 Cas d'une prise de participation dans une entreprise d'imprimerie appartenant à un promoteur individuel.***

Les lignes à suivre présentent l'étude de la prise de participation réalisée par Cauris Management S.A au sein cette petite entreprise à responsabilité limitée.

#### V.1.1 Présentation de l'entreprise avant intervention du fonds Cauris Investissement S.A

En vue de mieux cerner le métier du capital-investissement, nous allons suivre depuis le début les différentes étapes de prise de participation dans une entreprise par le fonds Cauris Investissement S.A. Pour ce faire, nous allons prendre l'exemple de la prise de participation dans une entreprise d'imprimerie sise dans l'un des pays de l'UEMOA. Il s'agit d'une petite unité d'imprimerie, appartenant à un promoteur individuel qui a envoyé il y a une dizaine d'années un dossier de demande de financement à Cauris Management S.A. Le dossier contenait une lettre de demande et un plan d'affaires présentant la petite société et ses projets nécessitant l'ouverture du capital pour renforcer les fonds propres.

##### a) Historique du promoteur

Le promoteur du projet d'installation d'une imprimerie est un ancien professeur de biologie qui s'est lancé très tôt dans les affaires par la commercialisation d'articles d'imprimerie, de papeterie et des fournitures de bureau. Ce dernier a donc commencé par l'ouverture de deux (2) boutiques de papeterie. Ensuite, il a commencé par importer des fournitures de bureau, réaliser des travaux de photocopies et a finalement ouvert un centre informatique de prestations diverses en bureautique. Ainsi, une dizaine d'années après ses débuts assez modestes, grâce à son sens des affaires, ce promoteur qui avait l'habitude d'importer ses produits décide de mettre sur pied localement une petite unité d'imprimerie polychromique. Ce type d'unité n'existait pas encore dans son pays à l'époque.

##### b) Fiche signalétique de l'entreprise

Il s'agit de l'imprimerie X entreprise constituée sous forme d'une SARL. Le capital social de la société avant l'intervention de Cauris Investissement S.A était de dix millions (10 000 000) de FCFA. La société est admise au régime « B » du Code des investissements actif bénéficiant de certaines exonérations. L'actionnaire majoritaire est le dirigeant détenant 75% de l'actionnariat. La société fut créée le 05 Juin 1986. Elle emploie vingt (20) personnes. Le secteur d'activité de la société est celui de la Papeterie, des Prestations de travaux bureautiques, et des travaux d'imprimerie

**Tableau9: ELEMENTS FINANCIERS EN MILLIONS DE FRANCS CFA.**

MILLIONS DE FCFA	1993	1994	1995
Chiffres d'affaires	185	244	258
Résultat courant	13	18	20
Résultat net	7	11	12
Capitaux propres	31	43	55
Dettes portant intérêt	20	21	22

### c) Présentation du projet

Le projet a pour objet la mise en place par la société X d'une unité d'imprimerie moderne par l'acquisition d'équipements en complément de ceux déjà financés par l'actionnaire majoritaire. Une nouvelle société ayant le statut de société anonyme sera créée regroupant les activités initiales de la SARL et celles d'imprimerie polychromique.

Les motivations du responsable de la société, en initiant le projet, sont :

- D'orienter progressivement sa société vers des activités plus industrielles mais toujours liés au métier de commercialisation de papeterie ;
- De conquérir une part du marché relatif des commandes exécutées par les imprimeurs béninois en Europe ;

### **Les hommes et les structures**

Les actionnaires

La forme juridique de la société passera de « société à responsabilité limitée » à « société anonyme » avec l'entrée de Cauris Investissement S.A. Le capital social passera de 10 millions FCFA à 350 millions FCFA avec la structure d'actionnaires suivante :

**Tableau10 : Actionariat de X**

Actionnaires	Structure avant Cauris		Structure après Cauris	
	Montant (FCFA)	%	Montant (FCFA)	%
<b>M X &amp; associés</b>	10 000 000	100%	250 000 000	71,4
<b>CAURIS INVESTISSEMENT S.A</b>	0	0	100 000 000	28,6
<b>TOTAL CAPITAL SOCIAL</b>	10 000 000	100%	350 000 000	100

En plus de son apport en capital social M X aura à mettre environ 115 millions de FCFA à la disposition du projet sous forme de compte courant d'associé. Notons que la présence de Cauris dans l'actionariat conforte les banques qui deviennent moins réticentes du coup à faire des crédits à M .X

Les administrateurs

Le conseil d'administration sera donc constitué comme suit

- M X .....PDG
- Cauris Management S.A ....Membre
- Une personne désignée par M X...Membre

## L'équipe dirigeante

M X sera le Président Directeur Général de la Société Anonyme créée. Selon les analyses des chargés d'affaires de Cauris Management S.A et les informations reçues des banquiers de M X ainsi que d'autres partenaires, M X serait un jeune homme de bonne moralité, ingénieux qui a une culture assez poussée en imprimerie. Il sera aidé sur le plan technique au niveau de l'imprimerie par un directeur technique, qui se trouve être le premier offsettiste<sup>28</sup> du pays et une référence en matière d'imprimerie.

### d) Problème posé

La SARL X en phase de diversification projette de faire un programme d'investissement important pour lequel elle a besoin de financement externe. Le projet nécessite un montant total de 709 millions de FCFA. Un effort a été fait par le promoteur qui a fait un apport en fonds propres de 284 millions de FCFA sur les 709 millions de FCFA que nécessite le projet, soit 40% du financement total.

Selon le dirigeant la société X nécessite des fonds complémentaires. Elle a besoin de Cauris Management S.A non seulement pour le financement mais aussi pour un partenariat successible de l'aider dans la phase de développement notamment pour la mise en place d'une structure conséquente et l'assistance pour les problèmes de gestion. En somme la société aimerait jouir des compétences de l'équipe de Cauris Management S.A pour soutenir son développement.

Nous voyons dans ce cas que Cauris Management S.A est un apporteur de ressources mais ne se limite pas à cela. Il combat l'asymétrie d'information, la peur bleue des banques, qui redoutent de voir du jour au lendemain avec surprise la créance devenir douteuse. Cauris Management S.A par contre apporte les fonds et se tient au côté de l'entreprise, à une phase critique de son développement et grâce à des conseils en gestion et de suivi l'aide à devenir solide. Ainsi la somme apportée ne compte-t-elle pas tant, mais toutes les compétences mises à la disposition de l'entreprise. Dans le cas de cette société dès l'annonce de la prise de participation de Cauris Investissement S.A les banquiers jadis réfractaires à l'idée de lui accorder des prêts, se bousculent au portillon pour lui faire des prêts. Aussi pouvons-nous dire que le Capital-investissement rassure, et rend active les banques.

### e) Produits, marchés et concurrence de la société X avant intervention du fonds Cauris Investissement S.A

La société X réalise un chiffre d'affaires moyen annuel de 437 600 000 Fcfa avec la distribution de produits d'imprimeries importés d'Europe.

## La demande

---

<sup>28</sup> L'offsettiste est un technicien spécialisé dans le procédé d'impression Offset. Il maîtrise l'ensemble du fonctionnement des machines liées à son domaine. Méthode et rigueur sont indispensables pour la conduite de son projet d'impression. Meticuleux et méthodique, l'offsettiste contrôle la conformité et la qualité des produits imprimés avec un esprit critique basé sur son sens de l'esthétique et de la communication visuelle.

Dans un contexte de reprise et de développement des écoles on note une forte consommation des produits d'imprimerie industrielle. L'étude de marché réalisée auprès des services de l'administration publique et des entreprises privées, se trouvant dans le plan d'affaires, a permis d'anticiper une forte évolution de la demande qui s'est traduite au niveau de produits bien précis. Le taux moyen d'accroissement prévu sera de 10% et s'explique par l'engouement observé au niveau du secteur éducatif, de la presse écrite, des entreprises publiques et privées

### **L'offre**

L'offre est assurée par deux (2) imprimeries d'Etats et d'autres entreprises privées dotées d'équipements assez vétustes ne couvrant que 60% de la demande exprimée. L'imprimerie X envisage d'offrir des services de quadrichromie, imprimés à 4 couleurs encore inexistant dans le pays alors que la plupart des imprimeries existantes sont mono chromiques.

### **Produits**

La société X, a exercé pendant 9 années, la commercialisation de papeteries, de prestations en photocopie et en reliure de documents.

En dehors de l'activité de l'imprimerie traditionnelle, qui consiste en des travaux généralement effectués sur des machines de typographie ou des machines OFFSET de 1 ou 2 couleurs pour l'impression blanc noir et en couleurs, l'impression de cartes, la fabrication de carnets, de registres, de brochures, de journaux et de calendriers, il y a l'innovation du projet.

En effet, les imprimeries béninoises ont d'énormes difficultés à faire des impressions poly chromiques. Les machines disponibles, ne sont pas adaptées et entraînent généralement des pertes de temps, une trop grande consommation d'énergie, de papiers, et des rébus énormes. Ainsi généralement pour des demandes pointues, les imprimeries du Bénin sont elles obligées de faire de la sous-traitance en Europe et dans des pays voisins.

Le projet d'achat de matériels plus sophistiqués se positionne essentiellement sur le marché, très large, des commandes non réalisées au Bénin. Le projet a 3 orientations :

- Réaliser des produits hauts de gamme à moindre coût, grâce aux machines très performantes en termes de rapidité et de qualité ;
- Fabriquer des produits susceptibles de se substituer aux commandes actuellement exécutées à l'extérieur du Bénin ;
- Proposer spontanément des produits au public;

### **Concurrence**

Les imprimeries qui existent au Bénin n'exercent qu'en partie les activités que propose le projet de la société X. En fait il n'y a pas à proprement parler de concurrents directs installés au Bénin sur le marché des commandes réalisées jusqu'alors hors du pays.

Par rapport à l'imprimerie traditionnelle, la société X aura à faire face à une vingtaine de concurrents dont onze sont équipés de machines OFFSET (parmi eux, neuf ont seulement des machines OFFSET mono chromique tandis que deux ont en plus une machine OFFSET bi chromiques.

Bien que n'étant pas leader sur le marché, la société X grâce à son ambition de modernisation compte conquérir une bonne part de marché en :



- offrant des produits de meilleure qualité que les autres imprimeries, grâce aux équipements performants à acquérir notamment la machine OFFSET quadri chromique
- Etant compétitive vis-à-vis du leader du marché, grâce à la réduction des rebuts
- Ayant une forte capacité de production

### **Le marché des produits d'imprimerie**

Le marché visé par l'unité d'imprimerie de la société X S.A est en premier lieu local. Les marchés des pays voisins, notamment ceux du Togo et du Niger, seront aussi prospectés pour les produits devant nécessiter la machine OFFSET quadri chromique.

- **Marché local**

D'après une étude réalisée par le principal cabinet d'études du pays, la demande de produits d'imprimerie a été de plus de 6,1 milliards FCFA en 1994. 60% de cette demande a été satisfaite à l'extérieur et 40% à l'intérieur. Ceci révèle le potentiel du marché sur lequel compte se positionner l'imprimerie X.

- **Marché sous régional**

La demande relative aux produits devant nécessiter la machine OFFSET de 4 couleurs ne se limite pas au pays et est aussi importante dans les autres pays de la sous - région. En effet, seule, trois (3) Machines de ce type existent dans les pays de l'UEMOA, une au Sénégal et deux en Côte d'Ivoire. La société X compte prospecter les marchés des pays limitrophes.

En somme, cette analyse du marché des produits et de la concurrence montre la pertinence du projet de la société X. Le secteur a un réel potentiel et promet une rentabilité intéressante.

#### **f) Analyse financière de la Société à Responsabilité Limitée avant le projet**

Afin d'aboutir à l'accord de décision pour une prise de participation, une analyse financière a été élaborée dans le cadre de la note de première analyse pour s'assurer de la bonne santé de l'entreprise. Nous présenterons la méthodologie utilisée pour l'analyse financière de cette société. L'analyse de la SARL portera sur les comptes des années 1993, 1994 et 1995.

#### **Analyse de l'exploitation et de la rentabilité**

Les soldes intermédiaires de gestion ainsi que leur pourcentage par rapport au chiffre d'affaires se présentent comme suit pour les exercices 1993, 1994 et 1995.

**Tableau11 : Compte de résultat société X S.A.**

Chiffres en Milliers de CFA	1993	%	1994	%	1995	%
Vente	168 126	100	223 052	100%	227 242	100%
Achats vendus	<b>131 861</b>	78%	200 475	90%	197 853	87%
<b>Marge brute</b>	36 265	22%	<b>22 577</b>	10%	<b>29 389</b>	13%
Produits prest.Sces bureau	17 121	10%	21 537	10%	31 155	14%
Consommations intermédiaires	<b>26 727</b>	16%	10 200	5%	20 120	9%
<b>Valeur ajoutée</b>	26 659	16%	<b>33 914</b>	15%	<b>40 424</b>	18%
Frais de personnel	3 507	2%	6 757	3%	9 674	4%
Impôts et taxes	1 199	1%	818	0%	1 651	1%
Charges et pertes diverses	2 007	1%	2 996	1%	2 795	1%
Frais financiers	3 227	2%	1 756	1%	2 382	1%
Dotation aux amortissements	<b>3 342</b>	2%	2 703	1%	3 907	2%
<b>Résultat d'exploitation</b>	13 377	8%	<b>18 884</b>	8%	<b>20 015</b>	9%
Produits hors exploitation	0	0%	18	0%	340	0%
Charges et pertes hors exploit	835	0%		0%		0%
Impôt sur le résultat	<b>4 765</b>	3%	7 258	3%	7 733	3%
<b>Résultat net</b>	7 777	4,6%	<b>11 608</b>	5,2%	<b>11 942</b>	5,3%

Le chiffre d'affaires de la société se compose de deux éléments :

- La vente de produits de papeterie qui est une activité purement commerciale et les produits des prestations de services de bureautique ;
- La vente des produits de papeterie a enregistré une hausse de 32,7% en 1994 par rapport à l'exercice précédent. L'accroissement en 1995 par rapport à 1994 est de 1,9%. Les produits de prestation de services de bureautique ont connu une croissance pendant la période. L'évolution de ces différents produits ou services a fait que le chiffre d'affaires global a augmenté de 32% en 1994 par rapport à l'exercice précédent et de 5,6% en 1995 par rapport à 1994 ;
- La chute en 1994 de la marge brute dégagée sur les ventes de produits de papeterie est due à une importante vente promotionnelle fait à l'occasion de la rentrée 1994-95 ; En plus de la baisse des prix de vente, le grand succès qu'a connu cet évènement a causé une rupture de stocks à la société qui s'est approvisionnée auprès des concurrents, ce qui a fait baisser davantage les marges ;

Cette situation n'a pas eu d'incident négatif sur les résultats nets qui ont cru sur la période. La société a par ailleurs dégagé une bonne rentabilité par rapport aux capitaux investis.

**Tableau 12 Ratios financiers**

Accroissement résultat net/ année précédente	0	49,70%	8,40%
Rentabilité/capitaux propres	20,40%	31%	25%

Précisons qu'au niveau de l'unité d'imprimerie, le chiffre d'affaires réalisé pendant la période de rodage comprise entre septembre et décembre 1995 s'élève à 19,7millions de FCFA sans aucune promotion et sans que l'équipement principal ait été acheté.

### Analyse du patrimoine et de la structure financière

Le bilan de la société X se résume comme suit pour les trois derniers exercices :

**Tableau 13 : Bilan société X**

Chiffres en milliers de CFA	1993	1994	1995
<b>Actif</b>			
Immobilisations incorporelles			
Immobilisations corporelles	6 880	15 889	13 036
Autres valeurs immobilisées	5 517	7 483	7 483
Valeurs d'exploitation	41 640	58 466	24 921
Valeurs réal & disponibles	12 468	12 193	46 166
	<b>66 505</b>	<b>94 031</b>	<b>91 606</b>
<b>Passif</b>			
Capitaux propres	31 499	43 141	55 760
Dettes bancaires à CT	20 200	21 751	22 302
Autre dettes à CT	14 806	29 140	13 545
	<b>66 505</b>	<b>94 032</b>	<b>91 607</b>

Au 31 Décembre 1995, le bilan dégage une situation net de 55, 8<sup>29</sup>Millions soit 5,6<sup>30</sup>. Les financements extérieurs de la société ont consisté en des crédits fournisseurs et des prêts à court terme des banques locales dont du découvert. Quoique leur niveau soit raisonnable, ils ont pesé sur la structure d'exploitation, puisque les charges financières ont représenté, 0,8% et 1,9% du chiffre d'affaires entre 1993 et 1995. Les banques ont accepté de faire du court terme à moindre risque avec des taux d'intérêt élevés. Précisons que le problème de financements se trouve au niveau des prêts à long terme pour des montants élevés dans le cadre des projets.

<sup>29</sup> Ce taux est calculé sur la base de la moyenne du niveau des capitaux propres au début et à la fin de l'année

<sup>30</sup> Le capital social était de 2 millions fcfa en 1994 mais est porté à 10 millions en 1995

## Relations avec le milieu financier

La société a une bonne cote de crédit bancaire, ce qui facilitera la recherche de financement pour le projet.

### g) Prévisions financières

Les prévisions d'activités et d'exploitation pendant les 3 premières années se présentent comme suit :

**Tableau14 : Compte de résultats prévisionnelles**

Chiffres en Milliers de CFA	1993	%	1994	%	1995	%
Ventes	244 292	100%	366 438	100%	476 369	100%
Achats vendus	76 328	31,2%	114 493	31%	148 840	31%
<b>Marge brute</b>	<b>167 964</b>	<b>68,8%</b>	<b>251 945</b>	<b>69%</b>	<b>327 529</b>	<b>69%</b>
Services consommés	21 003	8,6%	28 315	8%	35 145	7%
<b>Valeur ajoutée</b>	<b>14 6961</b>	<b>60,2%</b>	<b>223 630</b>	<b>61%</b>	<b>292 384</b>	<b>61%</b>
Frais de personnel	18 619	7,6%	18 619	5%	19 550	4%
Impôts et taxes	1 441	0,6%	1 441	0%	1 503	0%
Charges et pertes diverses	3 600	1,5%	3 600	1%	3 600	1%
Dotation aux amortissements	69 587	28,5%	69 587	19%	69 587	15%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>53 714</b>	<b>22,0%</b>	<b>130 383</b>	<b>36%</b>	<b>198 144</b>	<b>42%</b>
Frais financier	51 900	21,2%	45 826	13%	38 723	8%
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>1 814</b>	<b>0,7%</b>	<b>84 557</b>	<b>23%</b>	<b>159 421</b>	<b>33%</b>
Impôts sur le bénéfice	0	0,0%	0	0%	0	0%
<b>Résultat net comptable</b>	<b>1 814</b>	<b>0,7%</b>	<b>84 557</b>	<b>23%</b>	<b>159 421</b>	<b>33%</b>
<b>Marge brute d'autofinancement</b>	<b>71 399</b>	<b>2 920,0%</b>	<b>154 143</b>	<b>42%</b>	<b>229 006</b>	<b>48%</b>

Les prévisions de chiffres d'affaires ont été déterminées sur des bases très prudentes :

- Le chiffre d'affaires ne représente que 4% du marché de l'imprimerie du pays, ou encore 10% des commandes actuellement faites à l'extérieur
- Il n'est pas tenu compte du marché sous régional dans l'estimation des chiffres d'affaires

### h) Atouts et handicaps de la société



Tableau15 : Forces et faiblesses de la société

	POINTS FORTS	POINTS FAIBLES
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Equipe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Compétence managériale et technique</li> <li>▪ Bonne moralité du dirigeant</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Concentration du pouvoir de décision au niveau du principal responsable</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aspects technique et organisationnel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Technologie de pointe en imprimerie</li> <li>▪ Bonne référence du directeur technique</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La gestion comptable de la société est encore manuelle</li> <li>▪ Faible expérience en imprimerie</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aspect commercial et position sur le marché</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Produits de meilleures qualités</li> <li>▪ Existence de réseau de distribution</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La société est nouvelle dans ce secteur d'activités</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aspect financier</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bonne rentabilité passée et prévisionnelle</li> <li>▪ Bon crédit bancaire</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪</li> </ul>

Les différents éléments concernant le produit, le marché, la concurrence, la situation financière et le diagnostic portant sur les atouts et les faiblesses de l'entreprise sont des éléments constitutifs de la note de première analyse réalisée par les chargés d'affaires. Ainsi le métier de chargé d'affaires consiste t-il à instruire sur le risque du projet et à faire des recommandations sur le fonds pour une éventuelle prise de participation ou non. Après toute cette analyse, richesse du métier de financier, il a été décelé que le projet de la société est rentable et pourra générer des cash-flow futur suffisant pour l'amortissement des investissements à réaliser. L'analyse de la société qui va porter le projet permet d'affirmer qu'elle est saine, réalisant un chiffre d'affaires croissant et un résultat net positif sur toute la ligne.

Le chargé d'affaires suite à cette analyse a recommandé au fonds Cauris Management S.A la prise de participation. Le projet avec cette note d'analyse est passé au comité d'investissement qui l'a adopté. C'est ainsi que sera signé le pacte d'actionnaires liant le fonds et la société et que le déblocage de la ressource sera effectué.

Donc en fait l'idée du capital-investissement n'est pas de financer toutes les demandes qui lui parviennent. Le but est de financer des projets viables à potentiel nécessitant un énorme investissement. Les prêts à long terme sont très risqués pour la banque et normalement dans le schéma ce projet ne recevra pas de financement de la part des banquiers classiques. Ceci montre la limite des banques qui ne financent pas même s'il est avéré que le projet est viable, tant l'aversion au risque est élevée. Cauris Management S.A par contre évalue aussi le potentiel du projet, apporte les ressources nécessaires à l'entreprise et met à disposition les compétences nécessaires pour éviter l'asymétrie d'information et garantir une bonne et saine gestion.

### VI.1.2 La prise de participation de Cauris Management dans X

La société de gestion de fonds de capital-investissement, Cauris Management S.A après l'analyse du plan d'affaires envoyé par la société X et après la rédaction de la première note d'analyse a donné un avis favorable sur la poursuite du processus de financement. Cette note de première analyse est discutée en comité d'investissement, pour vérifier que le projet remporte l'assentiment de tous les membres de l'équipe. Le chargé du dossier doit défendre sa note en présence des autres membres de l'équipe. Si à la suite de cette concertation, les points de vue se rejoignent sur une prise de participation alors le projet sera financé.

Ainsi, cette première recommandation de poursuite de l'étude suite à l'analyse financière du projet et une analyse de la rentabilité future du projet ne sont-elles pas un accord définitif d'octroi de financement. Il s'ensuivra plusieurs démarches.

Il est important déjà de noter que ce type d'intervention effectué par le fonds est ce que nous appellerons le « capital développement »

a) Processus d'investissement et vie d'une participation

### Les étapes préliminaires

- Due Diligence

Ainsi, après la recommandation du projet par la note d'analyse et l'acceptation du projet par toute l'équipe, est adressé un courrier signifiant au promoteur l'intérêt du fonds pour le projet et demandant un rendez-vous pour une visite sur le terrain : c'est la Due Diligence. Précisons que cette lettre n'engage en aucune façon le fonds.

La Due diligence est une procédure qui vise à faire un état des lieux rapide et certifié d'une société (aspects comptables, stratégiques, économiques, juridiques et fiscaux) avant éventuellement une opération de financement ou d'acquisition.

La due diligence dans l'entreprise X a été réalisée six mois après avoir reçu le plan d'affaires. Elle a conduit un des chargés d'affaires dans les locaux de X pour apprécier l'environnement social, la structure de la comptabilité etc.

Le rapport produit à son retour de la Due Diligence a été intéressant, montrant l'ordre qui régnait dans l'entreprise :

Voici un extrait du rapport présenté par le chargé d'affaires

« J'ai eu à rencontrer M. X, promoteur de l'imprimerie X. C'est un jeune homme d'affaires qui a démarré dans le commerce de produits de papeterie à la fin de l'année 1986. Il a aujourd'hui trois magasins : deux de papeterie et un de prestation de services de bureautique. Il a ouvert en septembre 1995 une imprimerie qui est en prestation de services de bureautique. Il a ouvert en septembre 1995, une imprimerie qui est en passe de devenir la première de tout le pays avec les équipements modernes qu'il envisage acquérir. Déjà, environ 250 Millions de Fcfa d'investissement sont effectués sur fonds propres pour l'acquisition de matériels dont certains sont uniques dans le pays.

Les besoins de financement additionnels d'un montant d'environ 300 millions de FCFA qui sont prévus, devront permettre à la société de se doter entre autres d'une machine OFFSET quadri chromique pour la réalisation de travaux actuellement commandés en Europe ou passés à plusieurs reprises dans les machines OFFSET mono chromique ou bi chromique. Les avantages de cette machine sont la qualité des images, la rapidité, la diminution des rebuts et la baisse des coûts de production. Des demandes assez importantes existent tant dans le pays que dans la sous - région puisque beaucoup de commandes se font en Europe. Seulement quatre machines de ce type existent dans les sous - région, une au Sénégal, trois en Côte d'Ivoire. Il y en a aussi au Nigeria mais la qualité des produits fait que très peu de commandes de la sous région sont faites dans ce pays.

Le promoteur m'a donné une très bonne impression tant pour les connaissances qu'il a de l'imprimerie que pour son sérieux dans les affaires. Il connaît ainsi le fonctionnement et les diverses utilisations de toutes les machines de son imprimerie.

La bonne moralité de M. X m'a été confirmée par les agents du CEPEPE (Centre de promotion et d'encadrement des petites et moyennes entreprises), de la BOA du pays [...] Par ailleurs il a déjà une ligne de la COFACE de 200 Millions. Son niveau d'endettement est faible eu égard à sa surface financière et au niveau d'investissement déjà réalisé.

Afin d'assurer le succès du projet, le promoteur a déjà engagé un technicien offsettiste.

Recommandation du chargé d'affaires de Cauris : « *Compte tenu de ce qui précède, je recommande que l'étude de ce dossier soit poursuivie en vue d'une éventuelle soumission au Comité d'investissement* »

- Lettres d'intention

Après la due diligence, le dossier est envoyé en comité d'investissement qui est l'organe qui prend la décision finale de prise de participation chez Cauris Management S.A . Suite à la présentation du dossier de financement de X, et après analyse de la situation de cette dernière il a été donné feu vert pour une prise de participation.

Dans ce contexte une lettre d'intention a été envoyée à M. X pour l'informer de la décision favorable. Lorsque le cadre d'une négociation de contrôle a été défini, une lettre d'intention est un engagement moral et non juridique qui définit les principales bases d'un accord possible et permet très souvent d'entamer un processus dont l'aboutissement sera la transaction.

Précisons que la signature de l'engagement de Cauris Management S.A pour le financement de X a été médiatisée et s'est réalisée en présence du président de la BOAD qui est le président du conseil d'administration du fonds Cauris Investissement.

## b) Structuration du financement par Cauris Management S.A

### **Valorisation**

Le financement du projet s'est fait avec le fonds Cauris Investissement S.A dont le plafond d'intervention est limité à 500 millions.

L'évaluation des actifs actuels de la société aura lieu lors de la mutation de la forme de la société de SARL à Société Anonyme. Elle se basera d'une part sur un audit des états financiers de la société X & COMPAGNIE LTD au 31 Décembre 1995, et de l'autre sur un commissariat aux apports pour ce qui est des investissements relatifs à l'unité d'imprimerie qui ne sont pas encore incorporés au bilan de la société. Cauris Investissement S.A souscrira ses parts en l'occasion et libérera ses apports en numéraire au nominal des actions.

### **Montage**

Les conditions d'intervention de Cauris Investissement S.A sont les suivantes :

- Montant : 100 millions de FCFA, soit 28% du nouveau capital de la société
- Type de participation : Actions Simples.

Objectifs poursuivis



Les motivations de Cauris Investissement S.A pour sa prise de participation dans la société X S.A sont de plusieurs ordres :

- Réaliser des plus values compte tenu des bonnes perspectives que présente le projet. C'est une opération novatrice, le marché existe et l'aspect technique du projet est maîtrisé.
- Participer au développement d'une PME qui présente des chances sérieuses de réussite et lui apporter la compétence de Cauris Management S.A en matière de conseil en gestion.

### Types de sortie envisagés

Cauris Investissement S.A pourra être présente dans la société pendant au moins 4 exercices d'activité. Au terme de cette période, ses actions seront cédées au promoteur sur la base de la valeur de l'actif net et/ou d'un multiple de la MBA (marge brute d'autofinancement) à la date de cession.

- Le pacte d'actionnaires

A la suite de la prise de participation, un protocole d'accord a été établi entre la société X et Cauris Investissement S.A. Ce pacte stipule les différents articles et clauses que les deux parties doivent respecter pour un bon partenariat.

En résumé, le pacte reprend donc les différentes clauses : La société X au capital de 350 millions divisé en 35 000 parts dont l'unité est à 10 000 FCFA. Le financement sollicité de Cauris Investissement s'élevant à 100 millions ne pourra se réaliser que sous certaines conditions listées selon les différents articles répertoriés dans le pacte.

- Les garanties de passif

Le pacte d'actionnaires signé au moment de la prise de participation en son article 2 retrace, les clauses relatives à la garantie :

- ✓ Garantie de bilan : l'actionnaire garantit la sincérité du bilan et des comptes de la société à responsabilité limitée (SARL) arrêtés à la date 31 Décembre 1995. L'actionnaire garantit également à Cauris également la sincérité de la liste des engagements hors bilan ;
- ✓ Garantie de bonne gestion depuis la clôture de l'exercice : l'actionnaire garantit que la société continue d'être bien gérée depuis la clôture de l'exercice 1995 conformément aux dispositions légales et réglementaires et suivant les mêmes normes de gestion et les mêmes règles comptables ;
- ✓ Limitation de rémunération : M. X ne percevra directement ou indirectement de la société et des sociétés du même groupe, à titre de salaires, d'indemnités ou d'honoraires, qu'une rémunération brute de seize millions cinq cent mille (16 500 000) de FCFA au maximum pendant la première année. Pour les autres années, la rémunération globale sera fixée par le conseil d'Administration à la majorité des quatre cinquièmes (4/5) ;

- Rachat des titres détenus par Cauris Management S.A

Le processus de rachat des titres est précisé dans le pacte d'actionnaires. Ainsi de la période allant du 01 janvier 2001 allant au 31 Décembre 2001 M X s'engage irrévocablement à racheter à CAURIS à première demande de celle-ci , et éventuellement en plusieurs fractions échelonnés dans le temps , les actions de la société que Cauris Management S.A détient actuellement ou détiendra



Le rachat aura lieu au prix élevé des 2 formules suivantes de valorisation de la société :

- ✓ Actif net à la date de clôture du dernier exercice précédent la date de rachat
- ✓ 2,5 fois la MBA (Marge Brute d'Autofinancement) des deux (2) derniers semestres précédant la date de rachat

Toutefois, ce prix unitaire ne pourra être inférieur à 10 000 FCFA majoré de 12% par an capitalisé à compter de la date d'acquisition des titres, les dividendes nets versés pendant cette période étant déduits.

Il est stipulé aussi dans le pacte qu'en cas de désaccord sur l'interprétation et/ou l'exécution du présent protocole, le différend sera réglé par voie amiable. A défaut de règlement amiable, le différend sera porté devant le Tribunal de première instance de Cotonou.

Ont signé le pacte : - L'actionnaire M.X pour le compte de la société X  
- Le Président de la BOAD pour le compte de Cauris Management S.A.

### V.1.3 Présentation de la société après intervention

#### a) Suivi et Conseil (Monitoring)

##### **Obligations de coopération de l'actionnaire**

Les obligations incombent à l'actionnaire et ces derniers sont stipulés dans le pacte d'actionnaire :

« L'actionnaire s'engage à faire ses meilleurs efforts pour parvenir au bon déroulement du concours de Cauris Investissement S.A. Il s'engage si besoin est, à provoquer la convocation de ces Assemblées et à soumettre à celles-ci, les projets de résolution dont il s'agit.

L'actionnaire s'engage à faire ses meilleurs efforts pour faire attribuer à Cauris Management S.A par les organes compétents, au moins un quart ( $\frac{1}{4}$ ) des postes d'administrateurs au Conseil d'administration de la société.

L'actionnaire s'engage à ne pas proposer, sans l'accord de Cauris Management S.A, des opérations modifiant les statuts de la société notamment des augmentations de capital, des émissions d'obligations, des apports, des fusions, des scissions ou la modification de la date de clôture de l'exercice social.

Il est rappelé que les obligations résultant du présent protocole seront opposables aux ayants droit des signataires. »

Le pacte d'actionnaire reflète les obligations qu'incombe aux deux parties. Il s'agit d'un réel partenariat. Cauris Management S.A siège donc au Conseil d'Administration et est consulté pour toute décisions engageant l'entreprise sur le plan financier et autres stratégies.

L'entreprise X a été soumise aux obligations ci - dessus citées. Ainsi, des commissaires aux comptes ont- ils été délégués pour la préparation des états financiers. Notons que le choix du cabinet d'expertise comptable a fait l'objet d'une consultation de Cauris Management S.A. Au final, c'est le cabinet FIDUCIAIRE D'AFRIQUE – TDT ASSOCIES qui a été retenu. Des missions d'audit ont été commandées par Cauris Management S.A pour s'assurer du respect des procédures de bonne gouvernance.

## Gestion et décisions stratégiques

Selon le pacte d'actionnaires, la société X s'engage à remettre à Cauris Management S.A, sans que celle - ci ait besoin d'en faire la demande, et pendant toute la durée du concours, les documents suivants :

- Les documents d'assemblées mis à la disposition des actionnaires
- Tous les procès verbaux des réunions des Conseils d'Administration et des Assemblées Générales Ordinaires ou Extraordinaires, ainsi que la liste des actionnaires à chaque assemblée et la feuille de présence de ces dernières
- Tous les documents qui permettent de suivre la marche des affaires de la société, dont notamment :
  - ✓ Tableaux prévisionnels semestriels de trésorerie mensuelle au 1er Juillet et au 1er Janvier
  - ✓ Bilans et comptes de résultats annuels dans les 3mois qui suivent la fin de l'exercice
  - ✓ Bilans et comptes de résultats intermédiaires semestriels
  - ✓ Budgets annuels d'investissement et d'exploitation
  - ✓ Evolution trimestrielle des ventes par lignes de produits et par marchés
  - ✓ Situation trimestrielle des comptes clients
  - ✓ Dossiers remis aux administrateurs
  - ✓ Situation de trésorerie à la fin de chaque trimestre civil

Les rapports des commissaires aux comptes constituent des éléments de travail de l'équipe de Cauris Management S.A ou du chargé d'affaires en relation avec la société X. Les chiffres sont analysés de façon scrupuleuse et des échanges sont faits très régulièrement avec le PDG de l'entreprise.

Nous avons eu accès aux différents courriers échangés durant la vie de l'entreprise X au sein du portefeuille. Il y a des fois des tendances à grossir des charges conduisant à la diminution du résultat net et bien d'autres. Alors à cette observation, des messages sont échangés pour réclamer les détails de certains postes de charge en question. Les décisions d'investissement sont négociées. Ils arrivent dès fois où l'entrepreneur décide d'investir dans telles machines ou produits. Une demande est alors adressée au Directeur Général de Cauris Management S.A pour autorisation. Ces demandes ont été reçues de l'entreprise X dans les courriers que nous avons eu à lire. En réponse Cauris Management S.A a rejeté certaines de ces demandes jugeant qu'il était trop tôt pour investir à un moment où les investissements et les différents prêts déjà réalisés tendaient la trésorerie. Le fonds opposait l'autre argument selon lequel il n'est pas judicieux de réinvestir sans d'abord récolter le fruit des investissements passés.

Des décisions tendant vers l'extension de la gamme de produits offerts comme la fabrication de cahiers ont été soutenues par Cauris Management S.A et ont connu du succès.

Nous voyons que c'est un réel partenariat avec une réelle présence de Cauris Management S.A afin d'éviter l'asymétrie d'information et la non transparence mais surtout leurs conséquences. Le capital-investissement œuvre de concert avec le promoteur au développement correct de l'entreprise en portefeuille.

De façon périodique, un état de la situation actuelle de la société X est produit par Cauris Management S.A.

Le rapport fait un récapitulatif de tout ce qui se passe dans l'entreprise :

- Sur le plan des équipements : Cette rubrique permet de faire ressortir l'état des machines et leur capacité de production
- Sur le plan commercial : Cette rubrique permet de faire connaître les perspectives commerciales de la société en mettant en exergue les gros contrats qui ont été signés au cours de la période. Ceci permet un suivi du budget des ventes et de s'assurer le réaliser, de déceler très tôt les tendances futures du marché et de se préparer à en profiter ou à y faire face lorsqu'elles ne sont pas favorables.
- Sur le plan financier : C'est une rubrique qui fait état des dettes et s'assure que la société X honore ses engagements à bonne date aussi bien vis-à-vis des banquiers que des fournisseurs.

Dans l'un des rapports, au niveau financier, il a été écrit que la solvabilité de l'entreprise, à bonne date, a accru la confiance des banques, et aussi de la COFACE, et l'office du DUCROIRE qui garantissent à nouveau les exportations de la société X. Cette solvabilité a aussi donné envie aux banquiers de mieux les accompagner en offrant des facilités de caisse.

Ceci a contribué à soulager la trésorerie et a permis de mettre des actions à bonne date.

- Sur le plan développement : La société envisage des projets de développement. Elle prévoit l'extension des installations et le lancement de nouveaux produits tels que le chrono écoliers et les chronos classeurs.
- Difficultés actuelles : Cette plage permet de mettre à nu les problèmes actuels que connaît la société. Plusieurs ont été relevés dans le cas d'un rapport que nous avons lu :
  - ✓ L'absence d'une bonne organisation
  - ✓ L'inexistence des manuels de procédures dans tous les domaines
  - ✓ L'inexistence d'une comptabilité analytique appropriée
  - ✓ La non planification de la production

Conclusion du Rapport : La société X forte aujourd'hui, de plus de 150 personnes a mis en place un accord d'établissement pour gérer la carrière de son personnel et le motiver davantage. Cette première dans l'industrie de l'Art graphique dans le pays rend compte de la détermination du Président Directeur Général pour la mise en place d'une industrie moderne, fiable et dynamique au sein de l'UEMOA.

Ainsi des rapports sont-ils sans cesse émis sur la société, et un suivi constant est réalisé pour s'assurer du bon déroulement du projet.

#### V.1.4 : Stratégie de désinvestissement de Cauris Management de X S.A

La sortie de Cauris Management S.A de l'actionnariat de la société X a eu lieu en Septembre 2001. D'Octobre 1996 à Septembre 2001 le partenariat aura duré six (6) années.

##### a) Modalités de sortie

Par un courrier adressé au Président Directeur Général de la société X le 21 Septembre 2001, le Président Directeur Général de Cauris Management S.A informe ce dernier de son intention de céder ses actions dans la société X.

Les modalités de calcul de la valeur de sortie avaient été clairement définies dans le pacte d'actionnaires : Ainsi, c'est les comptes provisoires de l'exercice 2000 qui ont-ils été utilisés pour le calcul, sous réserve de modifications notables.

Selon les comptes de 2000, et selon les paramètres de sortie convenues, les 10 000 actions détenues par Cauris Management S.A valent 174.867 424 soit 2,5 fois la marge brute d'autofinancement. Il est convenu à la demande du promoteur que Cauris Management S.A rétrocède uniquement le 1/3 de ses actions, soit 3334 actions au prix unitaire de 17.486,7424 FCFA soit au total cinquante huit millions détenues par Cauris Management S.A soit 6666 actions seront vendues en 2002 selon les conditions du protocole

Finally la sortie s'est réalisée en 2002 de sorte que c'est le compte de résultat de 2001 qui a servi de base aux calculs :

En 2001, la marge brute d'autofinancement était de : 1 088 589 087,00 FCFA

Ainsi 3 333 actions valent 33 340 000 ce qui équivaut à 9,5257% de part de la MBA<sup>31</sup>

1 088 589 087,00 FCFA

\* 9,5257%

---

103 695 886 FCFA.

Aussi les 6 666 actions valaient- elles soient 66 660 000 FCFA. Ce qui équivaut à 19,0457% de part de la MBA

1 088 589 087,00 FCFA

\* 19,0457%

---

207 329 567 FCFA

#### b) Résultat globale et retombés financiers de la prise de participation de Cauris Management dans X S.A

Au total, après un investissement de 100 000 000 FCFA le fond CAURIS sort de l'entreprise en 2001 soit 5 ans après avec un montant total de 311 025 453 FCFA soit une plus-value de 32%.

Précisons que le montant total n'a pas été payé en même temps par le Président Directeur Général. Le règlement de la somme a été échelonné jusqu'en 2003

La société a pris énormément de valeur. Les activités sont prospères et l'entreprise respire la santé à la sortie de Cauris Investissement S.A. Aussi il est clair que Cauris Management S.A a apporté plus que de la ressource financière. Il a mis les ressources et a aussi accompagné progressivement l'entreprise vers la pérennité.

---

<sup>31</sup> Marge brute d'autofinancement : Bénéfice net + dotations aux amortissements



Aujourd'hui, la société X est l'une des plus grosses et prospère entreprise béninoise. La rigueur et la qualité imposées par Cauris Management S.A ont conduit au succès. La société a diversifié ses activités et s'est développée énormément.

En 2006, après la sortie de CAURIS, la société X a lancé une branche pour la vente de pièces détachées et pour la représentation d'une marque de voiture. Un plan d'affaires a été envoyé à Cauris Management S.A pour une autre prise de participation mais la note d'analyse du risque n'a pas recommandée la poursuite de l'étude.

La société s'est développée et est actuellement en 2008 en projet d'internationalisation vers les pays de l'UEMOA ; Déjà l'agrément a été reçu au Togo pour l'ouverture d'une vitrine de vente de véhicules.

### c) Evolution de la société depuis l'entrée de Cauris Investissement

Tableau 16 : Evolution des postes du compte de résultat après l'entrée de Cauris Investissement S.A

Postes	1997	1998	1999	2000	2001
Chiffre d'affaires en '000	185 363	107 517	57 521	77 120	1 982 170
Excédent brut d'exploitation	-17 322	-10 046	473 537	319 802	506 090
Résultat net en '000	-90 452	-136 662	235 615	60 043	404 229

Le tableau ci-dessus présente l'évolution de quelques postes du compte de résultat après l'entrée de Cauris Investissement S.A au capital. On dénote une envolée du chiffre d'affaires quelques temps après la prise de participation. Le résultat net qui était négatif sur les deux premières années est devenu largement positif à partir de 1999. L'expertise en gestion de l'équipe du fonds a été bénéfique pour les activités de l'entreprise X qui a abordée son ère de prospérité.

## V.2 Cas d'une prise de participation dans une société de Télécom appartenant à un grand groupe

Cette section sera consacrée à une prise de participation réalisée par Cauris Investissement S.A dans un grand groupe de téléphonie mobile. Par souci de confidentialité la société de télécommunications sera appelée : Y

### V.2.1 Présentation de la société avant intervention

#### a) Contexte de l'investissement au moment de la due diligence en septembre 2002

- Début des activités opérationnelles : 1er janvier 2001
- Capital social au début en septembre 2002 : 2 500 millions de FCFA
- Résultat net 2001 : - 7 284 millions FCFA
- Compte courant d'actionnaire fin 2001 : 17 294 millions FCFA
- Nombre d'abonnés à fin septembre 2002 : 26 584.
- Capitaux propres fin 2001 : - 7 275 millions de FCFA

- 3ème opérateur en part de marché

La société était caractérisée par des capitaux propres négatifs en 2001. Cela est dû à un résultat net négatif. Les comptes courants d'actionnaires rémunérés ainsi qu'un prêt syndiqué de 9 milliards de FCFA au taux exorbitant de 11,5% tendent la trésorerie. Les charges financières sont énormes entraînant un résultat négatif dû à un niveau de chiffre d'affaires insuffisant. C'est dans ce contexte tendu qu'il a été fait appel à Cauris Management S.A.

b) Image de Y INTERNATIONAL société mère de Y au moment de l'intervention

- Grand groupe international en cours d'implantation sur le continent Africain
- Connaissance moyenne des pratiques bancaires dans l'espace francophone et particulièrement dans l'UEMOA ;
- Changement de l'équipe managériale intervenu au niveau de Y. En effet l'équipe en place au moment du lancement commercial a été remplacée en raison de choix financiers et stratégiques non optimaux tels que :
  - ✓ ainsi un prêt syndiqué de 9 milliards FCFA à 11,5%. Un taux très élevé pour un tel niveau d'intervention.
  - ✓ Un redressement fiscal de 850 millions en cours et non encore comptabilisé

V.2.2 Les étapes de la prise de participation

a) Intérêt de l'intervention de Cauris Management S.A pour Y

- Bonne connaissance de l'environnement économique et réglementaire sous régional ;
- Renforcement de l'actionariat par un investisseur institutionnel évitant à la société d'être exposée à des sollicitations ;
- Diversification du Conseil d'Administration à l'époque exclusivement composé d'employés de la maison mère
- Contribution d'un acteur régional à la définition ou à l'adaptation d'une stratégie commerciale globale à un environnement particulier.

b) Solution préconisée par Cauris Management S.A avant son intervention

- Restructuration financière de la Société fortement impactée par des capitaux propres négatifs. Cauris Management S.A a proposé deux choix :
  - ✓ Opération de coup de l'accordéon ou
  - ✓ Opération d'abandon de créances

Après une consultation juridique et fiscale, il a été retenu le principe de l'abandon de créances. En effet la conversion du compte courant d'actionnaires au capital va engendrer une imposition fiscale que la société préfère éviter dans ses conditions. Ainsi Y INTERNATIONAL, la maison mère a procédé à l'abandon d'une créance de 11 244 millions ramenant les capitaux propres à 1 745 millions de FCFA à fin septembre 2002. Cette solution proposée par Cauris Management S.A va améliorer la structure financière de la société. Il ne restait que le prêt syndiqué comme charge financière pesant sur la trésorerie, car le problème des comptes courants d'associés rémunérés était réglé. La société Y ainsi restructurée, a pu émettre un emprunt obligataire sur le marché financier de l'UEMOA pour réaliser ses investissements.

- Gel de tout remboursement de l'avance en compte courant d'actionnaire mis en place de Y INTERNATIONAL. Ce gel restera valable durant toute la durée de participation de Cauris Management S.A. Ceci vise prioritairement à renforcer les fonds propres en vue d'une levée de ressource sur le marché obligataire sous-régional. En toute circonstance, le remboursement de tout ou partie de ce compte courant ne peut intervenir qu'après distribution du montant équivalent en dividende. Cette disposition impose par le fait même, la disponibilité d'une trésorerie fortement excédentaire qui ne peut découler que d'une excellente performance de la société.
- Alignement parfait des intérêts entre Y INTERNATIONAL et l'actionnaire minoritaire que sera Cauris Management S.A. En échange du gel des comptes courants d'actionnaires, Cauris Management S.A accepte une valorisation de la société préalablement à son intervention qui intègre les comptes courants. De fait le pourcentage de détention de Cauris Management S.A passe de 12% à 4,3%. Egalement les intérêts seront comptabilisés et capitalisés sur la période du gel.

#### c) Disposition du pacte d'actionnaires

Suite à l'approbation de l'investissement par les organes de Cauris Management S.A en mars 2003, les discussions sur les conditions de participations, de partenariat et de cessions ont duré neuf (9) mois pour un décaissement intervenu en décembre 2003. Les principales dispositions sont :

- Montant investi : 500 millions représentant 4,29% du capital social ;
- Attribution de 1/5 des postes du Conseil d'administration à CAURIS ;
- Remboursement du compte courant Y INTERNATIONAL soumis au paiement du montant équivalent en dividende ;
- Engagement des parties à obtenir un financement de Y à hauteur de 60% des besoins : il est à noter que suite à la restructuration financière, qui a permis de détendre la trésorerie et de relancer les activités de la société, Y lèvera avec le soutien de Cauris Management S.A environ 20 milliards de FCFA sur le marché obligataire à un taux d'environ 7% ;

#### d) Conditions de sortie de Cauris Management S.A

- Après une période de participation de 6 ans et sur 2 ans : Possibilité d'échange des actions détenues par Cauris Management S.A dans Y en actions Y INTERNATIONAL si ce dernier est cotée en bourse ou échange contre des actions de toute filiale de Y INTERNATIONAL cotée en bourse ;

La valorisation de Y se fera suivant celle des 2 méthodes suivantes qui donne la valeur la plus élevée de l'action :

- ✓ Multiple de l'EBITDA<sup>32</sup> de Y correspondant au multiple de l'EBITDA de Y INTERNATIONAL (ou de sa filiale) cotée au jour de l'exercice du droit d'échange par CAURIS.

Multiple de l'EBITDA =  $\frac{\text{Capitalisation boursière au jour J} + \text{endettement net au jour J}}{\text{EBITDA du semestre précédent le jour J} \times 2}$

- ✓ Actif net de Y

<sup>32</sup> Earning Before Interest Taxes Depreciation and amortization

### V.2.3 Présentation de la société après intervention

#### a) Evolution de la société depuis l'entrée de CAURIS

Tableau16 : impact du capital investissement

	2003	2004	2005	2006
Total abonnés	83 934	177 555	299 346	517 550
Chiffre d'affaires en '000	10 228 993	15 025 351	21 058 188	30 078 908
EBITDA en '000	2 909 825	5 529 718	9 587 468	14 265 753
Marge d'EBITDA	28%	37%	46%	47%
Résultat net en '000	-1 449 665	1 418 835	4 627 121	7 688 472

En 2005, le groupe Y INTERNATIONAL a été cédé à 80% à un opérateur de téléphonie mobile pour 3,4 milliards de dollar US, valorisant la société cible à 8 fois son EBITDA.

### V.2.4 Processus de sortie

#### a) Sortie de Cauris Management S.A

A fin 2006, Trois ans après son intervention la société Y est devenue leader de la téléphonie sur son marché avec 57% de part. Aussi, la trésorerie de la société s'est-elle nettement améliorée, permettant d'éventuelle distribution de dividende et subséquemment le début du remboursement du compte courant d'actionnaire mis en place par Y INTERNATIONAL.

A la même période, le marché de la téléphonie dans le pays où Y se situe, a connu des changements majeurs avec l'arrivée de Maroc Telecom comme repreneur majoritaire de l'opérateur historique de fixe et de sa filiale mobile.

Pour Cauris Management S.A, le moment était idéal pour se retirer d'une entreprise en pleine croissance sur un marché en profonde recomposition. Des discussions furent entamées avec d'éventuels tiers acquéreurs. Y INTERNATIONAL disposant néanmoins d'un droit de préemption.

Un accord fut trouvé pour la cession des 4,29% du capital social détenus par Cauris Management S.A à 3 037 millions de FCFA soit une valorisation de la société à 70 705 millions de FCFA. Cette valorisation correspondant à un multiple de 5,1 fois l'EBITDA déterminé comme suit :

Multiple de l'EBITDA = Valorisation 2006 de Y + dettes nettes à fin 2006

EBITDA 2006

Multiple de l'EBITDA = 70 705 + 3 330 = 5,1

14 265

Bien que ce multiple de 5,1 fois l'EBITDA soit nettement inférieur au multiple = 8 fois l'EBITDA enregistré sur la transaction Y INTERNATIONAL il demeure une excellente opportunité de plus-value car portant sur une cession des 4,29% d'intérêts capitalistiques contre 80% dans l'autre cas.



Y INTERNATIONAL décida de faire jouer son droit de préemption en rachetant les parts de Cauris Management S.A en juin 2007. Au passage Cauris Management S.A réalisa un TRI de 66% par multiplication de son investissement initial par six (6).

La société Y en son début était caractérisée par une situation nette négative et un chiffre d'affaires insuffisant. La société a contracté une dette à un taux élevé qui générerait des tensions de trésorerie. Cauris Management S.A a débuté son partenariat en recommandant une restructuration financière tendant à soulager la trésorerie qui était anéantie par les comptes courants d'actionnaires rémunéré de Y International et des dettes. La restructuration suggérée a été faite. L'équipe dirigeante a été changée. Cauris Management S.A est entrée au capital en 2003. Il était au Conseil d'Administration et a apporté son expertise en matière de gestion pour aider cette société qui bien qu'évoluant dans un secteur à potentiel, avait une mauvaise rentabilité. Ainsi, deux ans après la prise de participation et dès 2006, le chiffre d'affaires a-t-il triplé passant de 10 228 993 000 FCFA à 30 078 908 000 FCFA. La société est devenue leader sur son marché et la trésorerie s'en est trouvée bien améliorée permettant même une distribution de dividendes.

L'apport de compétence d'une société de capital-investissement est indéniable et permet à l'entreprise qui croulait dans des erreurs de gestion de révéler le meilleur en elle et de devenir pérenne. Les conseils donnés par Cauris Management S.A ont aidé la société à devenir leader sur son marché. En 2007, quatre ans après l'investissement alors que l'entreprise a dépassé son stade critique il est temps pour Cauris Management S.A de désinvestir et de faire au passage son bénéficiaire. Les parts de Cauris Management S.A seront cédées à Y INTERNATIONAL avec une forte plus-value.

Précisons que pour un fonds de capital-investissement, soit il y a une plus value qui représente la rentabilité du fonds ou soit l'entreprise en portefeuille coule et la mise du fonds se perd sans aucune indemnisation.

### ***V3 Analyse du processus - impact du capital-investissement - Recommandations***

Le dernier chapitre de notre document fait une analyse de l'impact du financement par capital-investissement sur les entreprises et présente une discussion sur l'accessibilité aux fonds de capital-investissement pour les PME à faibles ressources propres (moins de 10 millions par exemple). Enfin suivra des recommandations pour une meilleure efficacité du capital-investissement dans la sous région.

#### ***V.3.1 Impact de la prise de participation et accessibilité aux fonds de capital-investissement pour les PME à faibles ressources propres***

Une prise de participation a toujours un impact très sensible sur les entreprises. Dans cette section nous allons évaluer l'impact de l'activité de Cauris Management S.A à travers l'exemple de 2 entreprises financées et nous verrons si d'office les petites entreprises à trop faibles ressources propres sont écartées par le capital-investissement

##### ***a) Impact du financement par capital-investissement sur les entreprises***

Nous avons sélectionné 2 cas d'entreprises financées pour comprendre le capital risque. Mais précisons que le portefeuille de Cauris Management S.A dispose de nombreuses autres entreprises.

La société X S.A qui, au début en 1995, était une petite entreprise de distribution de fournitures scolaires et de bureaux est devenue grâce aux soutiens financiers, à l'expertise en gestion de l'équipe

de Cauris Management S.A et à la force de travail du promoteur l'une des plus grosses imprimeries leader de son marché. Le chiffre d'affaires a connu une évolution exponentielle ce qui a permis de hisser l'entreprise au rang des entreprises pérennes. Le partenariat aura duré six (6) années. En 2001 donc, Cauris Management S.A revend ses parts au promoteur qui finira de payer en 2003. Une plus value a été réalisée au niveau de Cauris Management S.A, et la plus grande réussite est que la SARL X, qui employait juste quelques personnes, est devenue aujourd'hui une grosse entreprise employant de nombreuses personnes et diversifiant son activité vers d'autres horizons. Aujourd'hui la société X Motors a été créée pour représenter une marque de voiture et d'autres encore. La société est tournée vers l'internationale et vise à créer d'autres succursales dans les grandes villes des pays de l'Afrique de l'Ouest.

La société de téléphonie mobile, dont l'exemple a été étudié, a également bénéficié du partenariat de Cauris Management S.A. Au début en 2001, Y était une entreprise ayant des ressources propres et un résultat net négatif. L'expertise de Cauris Management S.A a conduit à faire des recommandations pour une restructuration financière. L'apport en fonds propres de la société de Capital-investissement a servi à réaménager le capital social et la structure financière globale de l'entreprise. Cette nouvelle structure a redonné confiance aux investisseurs ce qui a permis à la société de lever d'énormes ressources sur le marché financier de l'UEMOA et de faire face à ses investissements. La société a évolué avec un chiffre d'affaires qui a doublé en l'espace de deux années. La maison mère sera plus tard rachetée à 8 fois l'EBITDA. En 2007 Cauris Management S.A, sûr d'avoir apporté énormément à la société, cède ses parts et réalise une forte plus value.

Le financement par capital-investissement est un réel secours aux entreprises et peut être un véritable trésor pour les PME africaines. Les deux parties réalisent chacune leur profit. La société bénéficie de l'expertise et des fonds de la société de capital-investissement. Ce dernier réalise à son tour une plus value à la sortie du partenariat si l'entreprise ou si le projet a bien évolué et a été rentable.

#### b) Accessibilité aux fonds de capital-investissement pour les PME à faibles ressources propres

Si le capital-investissement regorge d'énormes avantages et pourrait constituer une solution alternative aux problèmes de financements classiques des PME, l'on se pose toujours la question de savoir si les PME à faible ressources sont aussi éligibles ou s'il s'agit d'un outil encore une fois réservé aux grosses entreprises.

Il est clair que le capital-investissement est un outil à la disposition des PME et peut servir à booster le secteur privé. L'on peut se demander si le capital-investissement tel que pratiqué dans notre sous-région s'intéresse aux petites entreprises à faibles ressources. Sachant que la majeure partie de nos entreprises sont à faibles ressources propres et n'ont pas de comptabilité organisée la plupart du temps, devons-nous penser que le capital-investissement ne résout pas le problème réel qui se pose aux secteurs privés en Afrique ?

Il est vrai que l'investissement planché de Cauris Management S.A est fixé à environ 400 000 000 FCFA et qu'il existe d'innombrables entreprises qui ont des projets intéressants en dessous de 50 000 000 FCFA. Devons-nous croire que le capital-investissement n'a pas de solutions pour ces projets qui ne trouvent pas de financements en banque, et qui sont d'un niveau tel qu'il ne rentre pas dans le canevas du capital-investissement tel que pratiqué dans notre sous-région ? Nous pouvons dire que le capital-investissement est un outil qui peut être utilisé de plusieurs manières et il suffit que la politique soit définie à l'avance. A notre avis, il faut se décider à mettre plus de ressources à la disposition des sociétés de capital-investissement et à diminuer le montant de l'investissement planché. Le capital-investissement n'exclurait donc plus personne et pourrait être une solution parfaite pour contourner le financement bancaire.



Cependant il est clair que l'outil a des règles de fonctionnement. Il faut que la société ait un statut de société anonyme avec conseil d'administration et que la société de capital-investissement y ait au moins un siège. Une autre de ces règles stipule que la société produise des états financiers certifiés.

Cependant sans les deux conditions suscitées, loin d'être exhaustives, il est clair que le capital investisseur peut décider de faire le partenariat et de conduire l'entreprise petit à petit vers un changement de statut. L'exemple de la société X qui était une petite SARL et qui a été accompagnée progressivement vers le statut de société anonyme en fournit une illustration. Les états financiers par contre sont obligatoires pour avoir accès aux financements par capital-investissement. Une société ne pouvant pas s'offrir la tenue d'une comptabilité selon les normes n'a pas d'autres choix que de faire recours à la microfinance, outil qui concerne des projets de moindres envergures. Le montant de l'investissement plancher de la société de gestion de fonds de capital-investissement Cauris Management S.A peut paraître élevé et ainsi exclure de nombreuses entreprises, mais nous pensons que c'est juste un début. Ce montant pourra être revu à la baisse en fonction des politiques gouvernementales et des moyens mis à la disposition du fonds.

### V.3.2 Recommandations

Cette section présente les différentes recommandations que nous pensons pouvoir tirer de notre étude.

Nous essaierons donc, dans cette section de faire ressortir, les éléments clés dont il faut tenir compte pour que le partenariat avec le capital risqué soit une réussite. Puis nous mettrons l'accent également sur les rôles des pouvoirs publics et privés pour un meilleur épanouissement du capital-investissement dans la sous région ouest africaine.

#### a) Les clés pour un partenariat réussi

Le capital risqué est un mode de financement optimal pour les PME ayant des projets à potentiel mais à risque élevé et nécessitant des ressources financières importantes. En fait, si le capital-investissement offre une réelle opportunité de soutien des PME en Afrique Subsaharienne, il apparaît aussi important que certaines conditions soient réunies pour que le partenariat soit réussi :

- Il est d'abord vital que les entrepreneurs comprennent qu'être solitaire dans son projet n'est pas forcément la façon optimale de faire son business. En effet nombre d'entrepreneurs sont réticents à ouvrir leur capital à une tierce personne pour un quelconque partenariat. Il craignent généralement une perte de contrôle de leur « bébé ». Il faut que ces derniers comprennent que le capital risqué réalise la prise de participation en contrepartie d'une expertise forte en matière de gestion pouvant aider l'entreprise à être pérenne. De plus le partenariat n'est que pour une période donnée. Il y a donc un besoin de changement de mentalité au niveau des entrepreneurs. En fait il est clair que l'entrepreneur solitaire n'existe pas ou ne peut aller bien loin quand il existe. Le mythe du promoteur seul se battant et réussissant contre tous est bien enraciné dans nos cultures. Cependant des études ont montré que les entrepreneurs qui réussissent, appartiennent à des réseaux de solidarité autour de leur projet ou en tout cas savent mobiliser ces réseaux. La création d'une entreprise est un acte collectif et sa réussite n'arrive que si l'initiateur du projet arrive à réunir, très tôt dans le processus, les concours de beaucoup d'autres acteurs.
- Il est nécessaire que les entrepreneurs soient formés et assistés pour la rédaction des plans d'affaire
- Les opérateurs de capital risqué doivent se donner les moyens d'une politique proactive grâce à une prospection orientée vers les PME en phase de démarrage. La pro activité et le ciblage des secteurs de la technologie et des télécommunications ont été la clé de réussite du capital

risque américain. Cette orientation est très rentable dans la mesure où les gens connaissent plus le fonds et les opportunités qu'il offre. Dans ce cas il est important que l'équipe se dote d'outils d'évaluation pertinents afin de retenir les projets porteurs, reposant sur un marché à potentiel et avec des perspectives de développement.

#### b) Le rôle des pouvoirs publics

Le capital risque américain doit en partie son succès à la compétence et à l'engagement des prêteurs. Il n'en demeure pas moins vrai qu'il doit son épanouissement à la volonté politique et à l'environnement transparent des affaires. Il est clair que le capital-investissement ne peut être florissant dans des zones marquées par la guerre, les troubles socio politiques et des déficiences juridiques.

Les pouvoirs publics en Afrique subsaharienne doivent mener des actions en vue de dynamiser l'activité du capital-investissement et de profiter de ses attributs pour relever le secteur privé clé du développement.

Ainsi, les gouvernements doivent :

- Stimuler et favoriser l'élaboration d'un cadre juridique réglementant les activités des acteurs du capital-investissement dans la sous - région
- Promouvoir les fonds d'investissements
- Mettre plus de ressources à la disposition des fonds déjà existants pour avoir plus d'impact sur l'environnement des entreprises et réaliser plus de prise de participation.
- Encadrer les gestionnaires des fonds : les acteurs du capital-investissement doivent être formés sur le processus décisionnel du métier et tenir compte du potentiel économique du projet. Afin de pouvoir détecter les projets porteurs les chargés d'affaires doivent être formés pour avoir une solide compétence financière et économique. Il est possible que soit organisé un cadre d'échange avec les capital risqueurs américains.
- Favoriser des cadres d'apprentissage de la rédaction des plans d'affaires
- Veiller à l'amélioration du risque souverain grâce à la bonne gouvernance
- Accorder des avantages fiscaux et financiers aux capitaux investisseurs
- Cibler des secteurs à potentiel et mettre des moyens à la disposition des fonds pour que des projets soit financés (exemple : la technologie, les télécoms etc.).

#### c) Le rôle des investisseurs institutionnels

En l'absence de cadre réglementaire, les investisseurs institutionnels (sociétés d'assurance, les caisses de retraite) sont très réticents à mettre leurs ressources à la disposition du capital investisseur. En fait les compagnies d'assurance en proposant des produits aux épargnants, collectent des ressources longues qui doivent ensuite financer des investissements longs comme l'investissement dans les sociétés de capital risque. Une amélioration du code CIMA dans ce sens pourrait changer la donne. Les institutions financières comme la SFI (Société Financière Internationale) restent toujours méfiantes et n'investissent pas dans les fonds Panafricains<sup>33</sup>. Pourtant ces institutions mondiales de financements ainsi que les différents organismes de lutte contre la pauvreté doivent se rendre compte de la pertinence de cet outil pour le développement en Afrique. Ils doivent mobiliser des ressources et

---

<sup>33</sup> Jeune Afrique, spécial finance , Hors serie N°13 – page 92



constituer des fonds et mettre plus de moyens à la disposition des fonds déjà existants afin de soutenir les jeunes entreprises innovantes et les projets de création d'entreprise. Ceci aura pour impact une croissance de la production intérieure et une croissance de la valeur ajoutée réalisées par les pays africains.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

## Conclusion générale

La nécessité d'innover ou d'entreprendre des projets de développement est au cœur des préoccupations de la plupart des entreprises. De nombreux projets de création d'entreprise jaillissent de plus en plus dans cette Afrique qui vient d'amorcer sérieusement son développement économique. Cependant les entreprises font face aux problèmes du resserrement de crédit dû à la forte méfiance des acteurs du financement classique. Dans notre mémoire, nous avons essayé de lever le voile sur ce problème crucial de financement des PME et de faire ressortir le fait que le métier du capital-investissement peut être une solution alternative.

L'analyse menée dans ce mémoire a donc visé à apporter un éclairage sur les différentes questions liées aux financements des PME grâce à la revue de littérature existante.

Le mode de financement optimal à adopter par les PME est une équation quelque fois difficile à résoudre. Les entreprises établies qui bénéficient d'une activité rémunératrice pour financer leurs projets innovants ou de développement s'appuient essentiellement sur leur financement interne (cf, Lhomme 2001). En revanche les jeunes entreprises en création n'ont pas cette possibilité et doivent trouver des financements externes. Nous avons essayé de faire ressortir le mode de financement optimal d'une jeune entreprise innovante en fonction de son risque de faillite, de sa rentabilité attendue, des garanties tangibles qu'elle peut apporter et de l'apport initial du fondateur.

Nous considérons une jeune entreprise innovante qui doit recourir à des sources externes de financement pour mettre en œuvre son projet innovant. Elle peut s'adresser à une banque ou à une société de capital-risque. Le financement offert par la banque est un prêt. Il se caractérise donc par un remboursement du capital et des intérêts si le projet innovant de l'entreprise réussit et le prélèvement des garanties de la firme en cas de faillite de celle-ci.

En outre, nous considérons que la relation entre la banque et la firme est soumise à un problème d'anti sélection, la banque n'étant pas capable d'évaluer parfaitement la probabilité de réussite de l'entreprise. En échange des fonds qu'elle apporte, la société de capital-risque prend une participation au capital de l'entreprise. Ainsi, le financement par le biais de la société de capital-risque se fait sous la forme de fonds propres. Par ailleurs, nous considérons que l'expertise scientifique et technique de la société de capital-risque lui permet de ne pas être confrontée au problème d'anti sélection auquel la banque fait face.

Ce modèle est ensuite simulé à partir des informations que nous avons pu recueillir sur le financement des jeunes entreprises innovantes en France à travers une thèse de doctorat en économie. Nous mettons en évidence que la firme se finance par fonds propres auprès de la société de capital risque si elle présente un risque élevé, si le montant nécessaire à la mise en œuvre du projet est important ou encore s'il présente une forte rentabilité attendue. A contrario, le prêt bancaire est le mode de financement adopté par l'entreprise si le risque d'échec est faible, si le montant du financement est relativement peu important, ou encore si elle peut fournir des garanties solides. Enfin, si ses performances attendues sont trop faibles (rentabilité attendue insuffisante, risque d'échec trop grand) ou si l'apport initial de l'entrepreneur n'est pas suffisamment important, la firme n'a pas accès au financement externe.

Le rôle des investisseurs spécialisés auprès des entreprises en création peut donc s'avérer primordial pour les firmes confrontées à un fort problème d'asymétrie d'information, les apporteurs de capitaux traditionnels tels que les banques n'ayant pas les moyens d'évaluer correctement la qualité des projets

innovants. Les sociétés de capital-risque peuvent alors apporter des financements aux firmes que leur expertise leur a permis d'identifier comme présentant une probabilité de réussite suffisante.

Nous voyons que le capital-investissement permet de résoudre le problème que posent les banques. On peut déjà lui faire recours à une phase du projet qui suscite la méfiance des banques. En Afrique le paysage est marqué par de petites entreprises en création à fort degré de risque. Dans certains secteurs ce risque élevé est associé à la nécessité de ressources importantes pour lancer le projet. Dans cette situation, la solution la plus optimale est l'investisseur spécialisé car la banque même si elle accepte de financer, servira un taux d'intérêt exorbitant non rentable pour le promoteur. Le capital-investissement est une alternative aux problèmes de financement des PME en Afrique. Nous avons remarqué grâce aux exemples pris sur l'activité de Cauris Management S.A l'impact que peut avoir un fonds de capital-investissement sur une entreprise.

Imaginons juste que plus de ressources soient mises à la disposition de Cauris Management S.A pour le financement des entreprises et qu'au lieu des fonds généralistes, que des fonds spécialisés pour soutenir le secteur de la technologie, de l'industrie, de la production agricole etc, soient mis en place. Qui a dit que les fonds d'investissement ne vont pas s'intéresser à l'Afrique et que ce trésor qu'est le métier du capital-investissement ne pourra pas venir enrichir de nombreuses entreprises de notre sous-région Ouest- africaine ? Selon un article tiré du Jeune Afrique N°2469, le capital-investissement bat son plein déjà dans la zone Meda qui s'étend sur la rive sud de la Méditerranée, de la Mauritanie à la Turquie. Au moins 320 fonds opèrent ou sont en train d'être lancés dans les onze pays de cette zone. Ceci ressort de l'étude « Med Funds » publié le 29 Avril 2007 par Anima, l'agence financée par Bruxelles pour favoriser la coopération entre l'Union Européenne et les pays de la région Méda. Le Maroc est le plus actif du Maghreb suivi de la Tunisie. En effet ces fonds n'étaient qu'une trentaine lors de la dernière étude en 2005. Selon les derniers comptages, leurs engagements s'élèvent à 40 Milliards de dollars Américain dans environ 2000 entreprises pour 31 milliards de dollars Américain en levée de capitaux dont 5 milliards uniquement en 2007. Les montants engagés dépassent les attentes les plus optimistes. La moitié des capitaux levés provient de la région Méda, puis d'Amérique du Nord, des pays du Golfe (20% chacun) contre à peine 3% d'Europe. Notons que la plupart des fonds (35%) sont des généralistes dans leurs investissements. Mais il existe des fonds spécialisés dans les TIC (Technologie de l'Information et de la Communication), dans l'Industrie, les biens de consommations, les travaux publics, l'énergie et les services.

L'Afrique du Nord a amorcé son développement et n'a rien à envier à certains pays d'Europe. Si les fonds ont connu cette augmentation fulgurante, le résultat de leurs activités s'observe sur les différentes prises de participation qu'ils ont eu à faire et qui ont été salutaire pour bon nombre d'entreprises. Si les entreprises marchent, et qu'il y a production, le développement du pays suit avec une évidente croissance du PIB et un recul du chômage.

Ce schéma peut s'appliquer à la sous- région ouest - Africaine. Il est temps que le développement cesse d'être bloqué à cause de la démission du financement classique trop méfiant. La solution alternative que représente le capital-investissement a fait ses preuves aux Etats-Unis (Ex : Silicon Valley), en Afrique du Nord et en Europe. Les fonds comme Cauris Management S.A sont engagés dans la bataille et ont besoin que beaucoup plus de ressources soient mises à leur disposition pour avoir un impact sur un plus grand nombre d'entreprises. Le seul bémol qui peut être soulevé selon nous, porte sur le fait que les sorties sont encore difficiles pour les sociétés de capital-investissement qui doivent garantir un taux de rentabilité de 20% en moyenne pour les investisseurs, mais nous pensons qu'il est trop tôt pour conclure que cela ne sera pas possible.

## BIBLIOGRAPHIE

### **OUVRAGES**

1. AFIC (2005), Rapport sur l'activité du capital-investissement en France, disponible sur [http : //www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr).
2. BESSIS J - Le capital – risqué et financement des entreprises (Collection Gestion) - 1988
3. Chérif Mondher. (2000) " Le capital risqué pour financer la croissance et l'emploi", Banque Editeur

### **Articles et mémoires :**

4. SAVIGNAC F. thèse pour le doctorat en sciences économiques N°2006 PA01 0050 UNIVERSITÉ PARIS I - PANTHÉON – SORBONNE « LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES INNOVANTES »
5. MEYER J M « 2 ,5 Milliards de dollars et 46 fonds pour les entreprises » Jeune Afrique N°2469 Edition Mai 2008
6. MAURY F « Capital Risque Un métier en devenir » Jeune Afrique Spécial Finance Hors série N°13 les 200 premières banques africaines classement exclusif 2006
7. Jeune Afrique, Spécial Finance Hors Série N° 13/ Les 200 premières banques africaines. Classement exclusif 2006 ; page 86
8. Jeune Afrique, spécial finance ; Hors série N°13 – page 92
9. Boisselier et Dufour - Centre de recherche en ingénierie financière et finances publiques <http://www.institut-europlace.com>
10. Jean-Pierre ASSELIN DE BEAUVILLE, Monique ZOLLINGER Les réseaux de neurones artificiels-1995
11. Grunert J., Norden Lars et Weber M., «The role of non-financial factors in internal credit ratings», Journal of Banking and Finance, 29 (2005), p.509-531

### **Ressources WEB :**

12. [www.altassets.net](http://www.altassets.net)
13. [www.caurismangement.com](http://www.caurismangement.com)
14. [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)
15. <http://www.paris-saclay.fr/2007/12/georges-doriot.html>
16. <http://definition.actufinance.fr/capital-investissement-196>
17. [http://fr.wikipedia.org/wiki/Capital\\_investissement](http://fr.wikipedia.org/wiki/Capital_investissement)



18. <http://www.blakeneymanagement.com/>
19. <http://emagazine.credit-suisse.com>
20. [http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise\\_des\\_subprimes](http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_des_subprimes)
21. <http://www.blakeneymanagement.com/>

CESAG - BIBLIOTHEQUE

## TABLE DES MATIERES

<b>SOMMAIRE .....</b>	<b>I</b>
<b>DÉDICACE .....</b>	<b>II</b>
<b>REMERCIEMENTS .....</b>	<b>III</b>
<b>AVANT – PROPOS .....</b>	<b>IV</b>
<b>SIGLES ET ABBREVIATIONS .....</b>	<b>V</b>
<b>RESUME .....</b>	<b>VI</b>
<b>SUMMARY .....</b>	<b>IX</b>
<b>INTRODUCTION GENERALE .....</b>	<b>1</b>
<b>PREMIERE PARTIE LA PROBLEMATIQUE DU FINANCEMENT DES PME ET L'INDUSTRIE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT .....</b>	<b>5</b>
<b>CHAPITRE I LE CAPITAL-INVESTISSEMENT - CADRE THEORIQUE .....</b>	<b>6</b>
I.1 - LE CAPITAL-INVESTISSEMENT – GENERALITES .....	6
I.1.1 - Définition .....	6
I.1.2 Généralités.....	6
a) L'organisation du financement en capital risque .....	6
b) Le capital-investissement, un mode de financement en comparaison avec les modes de financement classiques .....	8
I.2 - LE MODELE DE CAPITAL-INVESTISSEMENT AUX ETATS UNIS .....	10
I.2.1 - Le démarrage .....	11
I.2.2 - L'expansion des années 1980.....	11
I.2.3 - Situation actuelle du capital-investissement aux états unis.....	13
I.2.4 - Secteurs favoris des investissements des sociétés de capital investissement aux Etats-Unis .....	13
I.3 - SITUATION DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN AFRIQUE.....	13
I.3.1 - Le capital Risque un métier en devenir en Afrique .....	13
I.3.2 - Les principaux fonds africains et leurs activités sur le continent africain.....	15

## CHAPITRE II : LA PROBLEMATIQUE DU FINANCEMENT DES PME ET LA REPOSE DU CAPITAL

INVESTISSEMENT .....	20
II.1 - LES OBSTACLES AU FINANCEMENT DES PME .....	20
II.1.1 - Les obstacles généraux .....	20
II.1.2 - Les créances douteuses et l'économie de l'information .....	21
a) Le problème de l'information asymétrique .....	21
b) La sélection adverse .....	21
c) L'aléa moral .....	22
II.2 - LES SOLUTIONS AUX PROBLEMES DE FINANCEMENTS ET CONTEXTE DE CREATION DU CAPITAL- INVESTISSEMENT DANS LA ZONE UEMOA .....	23
II.2.1 - Fonds de Garantie : Exemple Le Fonds de Garanties des Investissements Privés en Afrique de l'Ouest .....	24
II.2.2 - Le marché financier : Exemple le marché financier de l'UEMOA .....	24
II.2.3 - Le Capital-investissement : Exemple de Cauris Management S.A .....	25
II.3 - FINANCEMENT PAR LE CAPITAL-INVESTISSEMENT ET MECANISME DE CONTROLE .....	25
II.3.1 - Théorie de l'Agence .....	26
II.3.2 - Mesure de protection des capital - investisseurs .....	27
II.3.3 La méthode de sélection des dossiers lors de la phase de pré investissement .....	27
a) L'élaboration des contrats financiers : Le pacte d'actionnaire comme instruments de réduction des conflits d'intérêts .....	27
b) La stratégie de financement par étape .....	28
c) L'intégration du conseil d'administration .....	28
d) Motiver l'actionnaire manager .....	29
e) Les montages financiers .....	29
<b>CHAPITRE III PRESENTATION DE CAURIS MANAGEMENT SA ET DES FONDS SOUS GESTION</b> .....	<b>31</b>
III.1 - PRESENTATION DE CAURIS MANAGEMENT S.A : GENERALITES ET PARTICULARITES .....	31
III.1.1 - Présentation de Cauris Management S.A .....	31
a) Création et objet .....	31
b) Capital et actionnariat .....	31
c) Les ressources humaines de Cauris Management S.A. ....	32
d) La répartition des tâches administratives .....	32
e) Les organes Statutaires .....	32
III.2 - FONDS SOUS GESTION ET PARTENAIRES .....	33
III.2.1 - Présentation du fonds : Cauris Investissement S.A. ....	33
a) Taille et objectifs du fonds .....	33
b) Les actionnaires de Cauris Investissement SA .....	33

c) Politique de diversification .....	34
d) Durée des interventions .....	34
e) Situation globale des décaissements au 31 Décembre 2007 .....	34
f) Répartition du fonds Cauris Investissement par pays au 31 Décembre 2007 .....	34
g) Répartition sectorielle des investissements réalisés au 31 Décembre 2007 .....	35
III.2.2 - Présentation du fonds : Cauris Croissance S.A. ....	35
a) Objectifs du fonds.....	35
b) Les investisseurs.....	36
c) Secteurs d'activités éligibles, durée des interventions et caractéristiques.....	36
III.2.3 Présentation du fond : Africinvest Fund.....	36
a) Taille et objectifs du fonds .....	36
b) Actionnaires du Fonds Africinvest.....	36
c) Secteurs d'activités.....	37
d) Politique de diversification.....	37
e) Durée des interventions et stratégies de désinvestissement.....	37
III.3 ACTIVITES ET INVESTISSEMENTS DE CAURIS MANAGEMENT S.A .....	37
III.3.1 Les activités de Cauris Management S.A .....	38
a) Participation de l'ensemble des fonds gérés par CAURIS MANAGEMENT au 1 <sup>er</sup> Janvier 2008 ..	38
b) Les formes d'intervention .....	39
III.3.2 Les différents investissements de Cauris Management S.A .....	39
a) Investissement du fonds Cauris investissement S.A.....	39
b) Les Investissements du fonds Cauris Croissance S.A .....	41
c) Les Investissements pour le compte du fonds AFRICINVEST .....	42

**DEUXIEME PARTIE CAS PRATIQUES DE PRISE DE PARTICIPATION DE CAURIS MANAGEMENT S.A ET IMPLICATIONS..... 43**

**CHAPITRE IV LE FINANCEMENT DES JEUNES FIRMES INNOVANTES : FINANCEMENT INTERNE, PRET BANCAIRE, OU CAPITAL RISQUE ?..... 44**

IV.1 - LES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DE LA LITTERATURE SUR LE FINANCEMENT DES JEUNES ENTREPRISES INNOVANTES .....	45
IV.2 - UNE MODELISATION DU CHOIX DU FINANCEMENT DES JEUNES INNOVANTES.....	47
IV.2.1 Les hypothèses du modèle.....	48
a) Les conditions de financement avec la banque.....	50
b) Les conditions de financement avec la société de capital-risque .....	52
c) Détermination du mode optimal de financement.....	53
IV.3 LES PREDICTIONS DU MODELE .....	55



IV3.1 Etalonnage .....	55
IV3.2 Les prédictions du modèle, en adéquation avec les observations empiriques .....	57
IV.4 IMPLICATION DU MODELE.....	58
IV.4.1 Relation apport de garanties et facilité d'obtention d'un prêt bancaire .....	59
IV.4.2 Rentabilité espérée et mode de financement optimal .....	59
<b>CHAPITRE V ANALYSE DU PROCESSUS DE PRISE DE PARTICIPATIONS CHEZ CAURIS</b>	
<b>MANAGEMENT S.A ET RECOMMANDATIONS.....</b>	<b>61</b>
V.1 CAS D'UNE PRISE DE PARTICIPATION DANS UNE ENTREPRISE D'IMPRIMERIE APPARTENANT A UN PROMOTEUR INDIVIDUEL.....	61
V.1.1 Présentation de l'entreprise avant intervention du fonds Cauris Investissement S.A.....	61
a) Historique du promoteur.....	61
b) Fiche signalétique de l'entreprise.....	61
c) Présentation du projet.....	62
d) Problème posé .....	63
e) Produits, marchés et concurrence de la société X avant intervention du fonds Cauris Investissement S.A.....	63
f) Analyse financière de la Société à Responsabilité Limitée avant le projet.....	65
g) Prévisions financières.....	68
h) Atouts et handicaps de la société.....	68
V.1.2 La prise de participation de Cauris Management dans X.....	69
a) Processus d'investissement et vie d'une participation.....	70
b) Structuration du financement par Cauris Management S.A.....	71
V.1.3 Présentation de la société après intervention .....	73
a) Suivi et Conseil (Monitoring).....	73
V.1.4 : Stratégie de désinvestissement de Cauris Management de X S.A.....	75
a) Modalités de sortie.....	75
b) Résultat globale et retombés financières de la prise de participation de Cauris Management dans X S.A.....	76
c) Evolution de la société depuis l'entrée de Cauris Investissement .....	77
V.2 CAS D'UNE PRISE DE PARTICIPATION DANS UNE SOCIETE DE TELECOM APPARTENANT A UN GRAND GROUPE .....	77
V.2.1 Présentation de la société avant intervention.....	77
a) Contexte de l'investissement au moment de la due diligence en septembre 2002 .....	77
b) Image de Y INTERNATIONAL société mère de Y au moment de l'intervention .....	78
V.2.2 Les étapes de la prise de participation .....	78
a) Intérêt de l'intervention de Cauris Management S.A pour Y.....	78
b) Solution préconisée par Cauris Management S.A avant son intervention.....	78

c) Disposition du pacte d'actionnaires.....	79
d) Conditions de sortie de Cauris Management S.A.....	79
V.2.3 Présentation de la société après intervention .....	80
Evolution de la société depuis l'entrée de CAURIS.....	80
V.2.4 Processus de sortie.....	80
a) Sortie de Cauris Management S.A.....	80
V3 ANALYSE DU PROCESSUS - IMPACT DU CAPITAL-INVESTISSEMENT - RECOMMANDATIONS.....	81
V.3.1 Impact de la prise de participation et accessibilité aux fonds de capital-investissement pour les PME à faibles ressources propres .....	81
a) Impact du financement par capital-investissement sur les entreprises .....	82
b) Accessibilité aux fonds de capital-investissement pour les PME à faibles ressources propres.....	82
V.3.2 Recommandations.....	83
a) Les clés pour un partenariat réussi.....	83
b) Le rôle des pouvoirs publics.....	84
c) Le rôle des investisseurs institutionnels .....	84
<b><u>CONCLUSION GENERALE.....</u></b>	<b>86</b>
<b><u>BIBLIOGRAPHIE .....</u></b>	<b>88</b>
<b><u>TABLE DES MATIERES.....</u></b>	<b>90</b>