

Document de travail

Notes et analyses de l'ITCEQ

n° 33 - mars 2016

Pourquoi les investisseurs en capital ne jouent pas pleinement leur rôle ?

Hanen Baklouti Trabelsi



ITCEQ

La présente note est la propriété de l'Institut Tunisien de la Compétitivité et des Études Quantitatives (ITCEQ). Toute reproduction ou représentation, intégrale ou partielle, par quelque procédé que ce soit, de la présente publication, faite sans l'autorisation écrite de l'ITCEQ est considérée comme illicite et constitue une contrefaçon.

Les résultats, interprétations et conclusions émises dans cette publication sont celles de l'auteur et ne devraient pas être attribués à l'ITCEQ, à sa Direction ou aux autorités de tutelle.

Cette note est réalisée dans le cadre du programme d'activité de l'ITCEQ au sein de la Direction Centrale de la Compétitivité et sous la supervision de Mme Bakhta Ben Sassi.

L'auteur remercie les chefs d'entreprises et les principaux responsables des SICAR et Fonds de gestion qui ont bien voulu répondre aux questionnaires qui leurs ont été adressés et pour les fructueux entretiens que l'auteur a eu avec certains d'entre eux.

Table des matières

LISTE DES ABREVIATIONS.....	1
LISTE DES GRAPHIQUES ET TABLEAUX	2
I. Introduction.....	3
II. Positionnement du capital-investissement : son évolution et ses contraintes.....	5
A. Concept du capital-investissement	5
B. Positionnement du capital-investissement en Tunisie et dans les pays voisins.....	7
C. Quels sont les facteurs qui expliquent ce positionnement ?.....	11
III. Perception de ce mode alternatif de financement : résultats d'enquêtes.....	13
A. Visions croisées du capital-investissement : entreprises versus véhicules d'investissement.....	15
B. Comment promouvoir le private equity en Tunisie : avis des professionnels du métier.....	18
IV. Conclusion.....	22
Annexe méthodologique.....	24
Bibliographie.....	25

LISTE DES ABREVIATIONS

ATIC	Association Tunisienne des Investisseurs en Capital
BVMT	Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis
ITCEQ	Institut Tunisien de la Compétitivité et des Etudes Quantitatives
PME	Petite et Moyenne Entreprises
EMPEA	Emerging Market Private Equity Association
CI	Capital-investissement
VCPE Index	Venture Capital and Private Equity Index
CMF	Conseil du marché financier
FCPR	Fonds communs de placement à risque
FA	Fonds d'amorçage
SICAR	Société d'investissement à capital risque

LISTE DES GRAPHIQUES ET TABLEAUX

Liste des graphiques

Graphique 1. Les différentes phases d'intervention du capital-investissement	6
Graphique 2. Répartition des véhicules du capital-investissement en 2014	6
Graphique 3. Fonds levés pour l'Afrique du nord (en M. Dollars)	7
Graphique 4. Taux de pénétration du capital-investissement étranger (2014).....	8
Graphique 5. Classement de la Tunisie dans Davos 2015	9
Graphique 6. Changement de classement entre 2011 et 2015.....	9
Graphique 7. Classement actuel en fonction de la variation de classement selon l'indice VCPE entre 2011 et 2015	10
Graphique 8. Comparaison des domaines attrayants dans les pays voisins en 2015	12
Graphique 9. Entreprises ayant demandé à une SICAR un financement d'investissement risqué mais prometteur	13
Graphique 10. Entreprises ayant bénéficié d'un financement auprès des investisseurs en capital	14
Graphique 11. Entreprises ayant bénéficié d'un financement auprès des investisseurs en capital selon la position compétitive de l'entreprise (en %)	14
Graphique 12. Les principales difficultés rencontrées en matière de financement par les SICAR	15
Graphique 13. Pensez-vous que le cadre législatif et fiscal en vigueur permet à la SICAR de jouer pleinement son rôle ?	16
Graphique 14. Comment jugez-vous le cadre juridique en vigueur au niveau des conditions de sortie ?	16
Graphique 15. Niveau de compréhension du métier des SICAR/fonds (en %)	19
Graphique 16. Pensez-vous qu'il existe des projets viables en Tunisie / Veuillez apprécier ces projets au niveau des entrepreneurs de qualité	19
Graphique 17. Fréquence d'intervention des investisseurs en capital (en %).....	21
Graphique 18. Répartition de l'échantillon des entreprises privées non financières selon la taille, le secteur et le régime.....	24
Graphique 19. Structure des véhicules d'investissement ayant répondu à l'enquête 2013.....	24

Liste des Tableaux

Tableau 1. Indice d'attractivité du capital-investissement: Cas de la Tunisie	12
---	----

I. Introduction

La diversification des sources de financement de l'entreprise notamment par le recours à la finance directe demeure une condition sine qua non pour assurer sa pérennité et améliorer sa compétitivité. Ceci est d'autant plus vrai que le financement bancaire constitue une contrainte sévère qui perdure et que l'élargissement des possibilités de financement permet à l'entreprise d'assainir sa situation financière et d'optimiser le schéma de financement de ses besoins à court et à long termes.

Dans ce contexte, l'examen de la structure de financement des entreprises tunisiennes laisse déduire que le recours à la finance directe reste limité et que les encouragements et les incitations mis en place tels que le Programme National d'Assistance au Recours au Marché Financier (PNAR), la création du marché alternatif sur la bourse de Tunis destiné au financement des petites et moyennes entreprises, le lancement du projet de partenariat entre la BVMT et ICF Africa¹ pour le renforcement de la formation boursière des investisseurs, du public et des professionnels du marché, etc. n'ont pas permis d'améliorer la contribution du marché financier dans la mobilisation de l'épargne et dans le financement de l'économie comme l'atteste le taux de financement des investissements privés qui s'élève à 9.2%² en 2014 (ce taux a frôlé les 12% en 2009 dans le meilleur des cas).

Par ailleurs, sachant que la finance directe ne se limite pas seulement au marché financier mais peut se faire également en recourant au capital-investissement (en anglais « private equity »), il importe de voir ce qu'il en est de ce mode de financement ?

En Tunisie, l'activité du capital-investissement (CI) est née en 1988³ et on compte aujourd'hui près d'une centaine de véhicules de capital-investissement.

Ce qui distingue le CI des autres mécanismes de financement est non seulement son mode d'intervention qui se fait par un apport en fonds propres aux entreprises non cotées, mais aussi sa capacité de détecter, capter, canaliser et soutenir les projets risqués, les projets innovants et les projets porteurs et à haute valeur ajoutée. Plus encore, le CI peut jouer un rôle important en tant que levier de création de nouvelles entreprises, de croissance et de création d'emplois dans les régions intérieures.

¹ -Fonds africain de la facilité du Climat d'Investissement (ICF Africa).

² -Contribution du marché financier au financement de la FBCF du secteur privé (en %).

³ - Loi n° 88-92 du 02 août 1988 relative aux sociétés d'investissement.

Le bilan du capital-investissement en Tunisie est mitigé. En effet, bien que la Tunisie ait le mérite d'être le premier pays arabe à avoir introduit le CI comme alternative de financement de son économie, le private equity a malheureusement raté son démarrage et a toujours représenté un dernier recours pour les chefs d'entreprises.

En effet, au vue de la structure de financement des entreprises Tunisienne, le crédit bancaire et, dans une moindre mesure le leasing, constituent les modes de financement externes à l'entreprise les plus convoités. En revanche, les autres modes de financement, en l'occurrence les SICAR et les FCPR, sont très peu utilisés.

Quels sont donc les principaux handicaps qui entravent le développement du capital-investissement comme mode de financement alternatif ?

Pour répondre à cette problématique, on va essayer de présenter le positionnement du CI étranger en Tunisie et dans les pays voisins, les facteurs d'attractivité et les problèmes auxquels font face les investisseurs en capital et ce, dans le but d'identifier les meilleures pratiques internationales du métier afin de relancer le CI tunisien et le rapprocher des standards internationaux. Par ailleurs, et afin d'appréhender cette problématique, d'autres investigations ont été réalisées sur la base des données d'enquêtes qualitatives menées par l'Institut Tunisien de la Compétitivité et des Etudes Quantitatives auprès aussi bien des investisseurs en capital opérant en Tunisie que des entreprises non financières privées et ce, dans le but d'identifier les responsabilités qui incombent à chacun et concevoir, en conséquence, un cadre favorable pour que le capital-investissement puisse jouer pleinement son rôle dans le financement de l'économie Tunisienne.

II. Positionnement du capital-investissement : son évolution et ses contraintes

A. Concept du capital-investissement

Le capital-investissement est une source de financement alternative au financement classique

Le capital-investissement ou private equity est une activité financière consistant, pour un investisseur, à participer au capital d'une société non cotée en bourse qui a besoin de capitaux propres. Cet exercice financier permet aux entreprises, notamment les PME, de s'agrandir et aussi d'accéder aux capitaux étrangers.

A la différence des autres modes de financement, l'investisseur en capital est un actionnaire à part entière dans l'entreprise avec une vraie prise de risque et pas du portage qui n'est qu'une forme d'endettement encore plus handicapante. Il finance les plans d'investissement et participe activement tant à la direction qu'au développement de l'entreprise afin d'augmenter sa valeur et ce, pendant une période donnée.

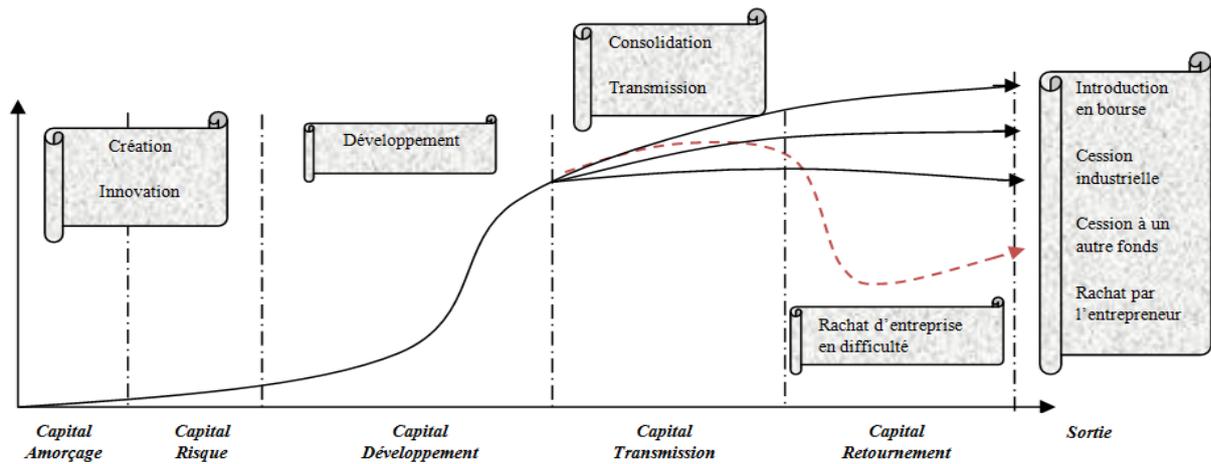
Les options de sorties⁴ discutées en amont de la signature du pacte d'actionnaire sont, soit, i) à travers une introduction en bourse, ii) la cession de la totalité du capital de l'entreprise à un tiers, iii) la cession de la participation du partenaire financier à un autre investisseur financier, ou tout simplement, iv) à travers le rachat par l'entrepreneur de la participation de son partenaire financier.

A chaque stade d'investissement correspond un niveau de développement de l'entreprise

Le CI peut prendre plusieurs formes selon la phase de développement de l'entreprise. En effet, la terminologie utilisée varie selon qu'on renforce les fonds propres de l'entreprise avant son démarrage effectif (Capital Amorçage), en cas de création d'entreprises ou d'innovation (Capital Risque), à l'occasion d'un projet de développement pour les entreprises à fort potentiel de croissance (Capital Développement), pour assurer la survie de l'entreprise à travers l'acquisition, la transmission ou la cession d'entreprises (Capital Transmission), ou en cas de rachat d'entreprises en difficulté (Capital Retournement).

⁴ -Terme utilisé par les investisseurs en capital pour indiquer la revente de leurs parts

Graphique 1. Les différentes phases d'intervention du capital-investissement

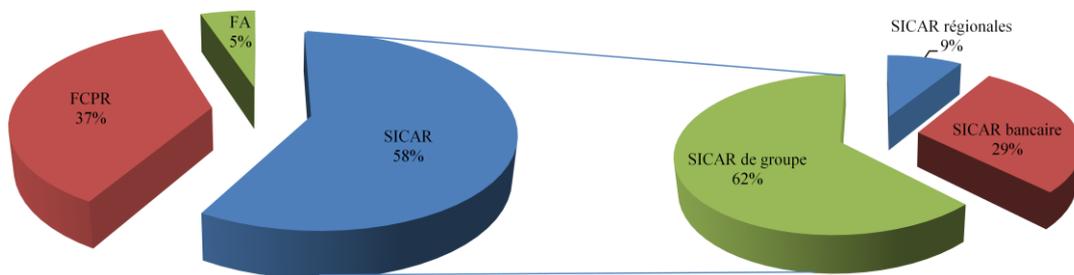


Avant 2005, le terme « capital risque » était souvent utilisé pour désigner ces différentes phases du cycle d'investissement. Mais depuis, le législateur tunisien, à la recherche de nouveaux véhicules d'investissement pour relancer le capital risque, a introduit de nouveaux véhicules soumis au contrôle et à la tutelle du Conseil du Marché Financier à savoir: les fonds d'amorçage (FA) et les fonds communs de placement à risque (FCPR).

Répartition des véhicules du capital-investissement en Tunisie

Le marché tunisien compte 96 véhicules de capital-investissement à la date du 31 décembre 2014 qui se répartissent en 56 sociétés d'investissement à capital risque (SICAR), 35 fonds communs de placement à risque (FCPR) et 5 fonds d'amorçage (FA):

Graphique 2. Répartition des véhicules du capital-investissement en 2014



Source : CMF 2014

Par ailleurs, selon l'Association Tunisienne des Investisseurs en Capital (ATIC), les véhicules d'investissement ont contribué au financement de l'économie nationale avec des investissements réalisés de l'ordre de 223MDT en 2014 (contre 260MDT en 2013) dont la moitié a été réalisée dans des zones de développement régional. Cette contribution a permis de financer, en moyenne annuelle, la création de 200 entreprises pour les deux années concernées et a permis la création de 5.000 postes d'emplois.

B. Positionnement du capital-investissement en Tunisie et dans les pays voisins

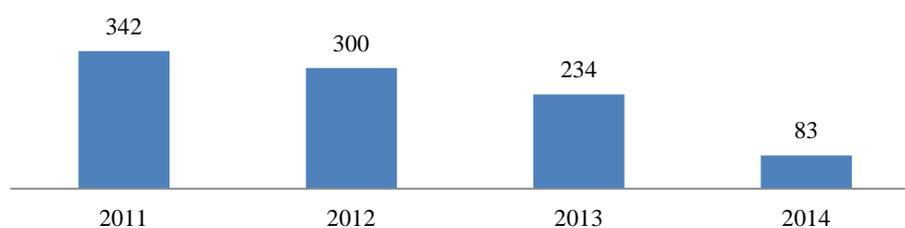
Le capital-investissement occupe une place importante sur les marchés financiers. En effet, il représente chaque année quelque 200 milliards de dollars d'investissements dans le monde mais les pays émergents n'en reçoivent que 10 %⁵.

Dans ce qui suit on va analyser l'attractivité du site tunisien pour le capital-investissement selon les différents rapports internationaux, à savoir, « l'Emerging Market Private Equity Association », « DAVOS » et « Venture Capital Private Equity Association ».

Tendance à la baisse du capital-investissement dans la région de l'Afrique du Nord

Dans une édition spéciale réalisée par l'Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA) sur le capital-investissement dans la région MENA apparue en Avril 2015, les fonds levés pour l'Afrique du Nord⁶ ont fortement reculé dans certains pays de la région depuis 2011. En effet, 83 millions de dollars ont été levés par des véhicules dédiés à cette zone en 2014 contre 342 millions de dollars en 2011. Soit une chute de 64,5 % en un an et de 75,7 % en trois ans.

Graphique 3. Fonds levés pour l'Afrique du nord (en M. Dollars)



Source : EMPEA 2015

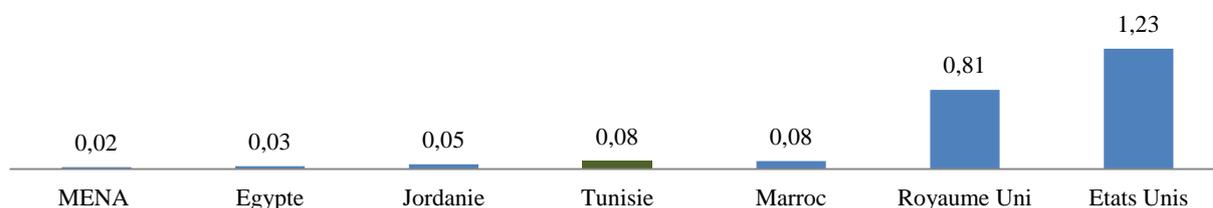
⁵ - Emerging Market Private Equity Association 2013 |WSI.com

⁶ - Les pays de l'Afrique du Nord sont : l'Algérie, l'Egypte, le Maroc et la Tunisie

Entre 2010 et 2014, les entreprises marocaines ont capté plus de la moitié des sommes investies par l'industrie du private equity dans la région avec 64 investissements pour 711 millions de dollars. L'Égypte suit (30 investissements, 653 millions de dollars), devant la Tunisie (26 investissements, 180 millions de dollars). Les entreprises algériennes n'ont bénéficié que de trois investissements, pour 80 millions de dollars. Dans le domaine du capital risque, le tunisien MITC Capital a été le gestionnaire le plus actif (12 opérations de 2010 à 2014), tandis qu'en termes de capital-développement, AfricInvest (ex Tuninvest) a réalisé 19 opérations en quatre ans, devant Abraaj (12 investissements), Mediterrania Capital Partners (9 investissements) et Actis (6 investissements).

Plus encore et selon la même source (EMPEA 2015), le capital-investissement reste globalement sous-utilisé dans la région MENA avec un taux de pénétration⁷ s'élevant à peine à 0.02% du PIB, taux relativement bas par rapport aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Pour la Tunisie, ce taux s'élève à 0.08% contre 0.1% en moyenne en Afrique.

Graphique 4. Taux de pénétration du capital-investissement étranger (2014)



Source : EMPEA 2015

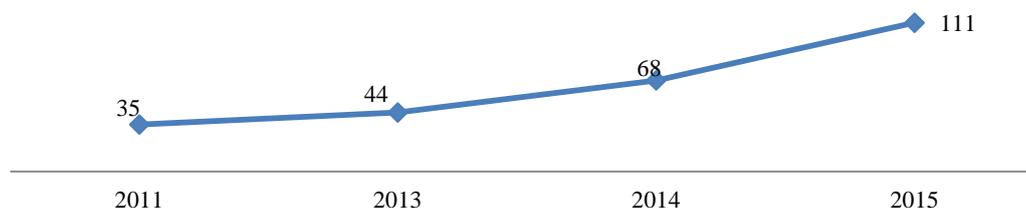
Un recul spectaculaire dans le classement de la Tunisie en matière de disponibilité du capital risque pour le financement des start-up innovantes

Selon le rapport du forum économique mondial de Davos, la Tunisie est passée de la 35^{ème} place avec un score de 3.1 en 2011 à la 111^{ème} avec un score de 2.3 au niveau de la disponibilité du capital risque⁸ dénotant l'existence d'obstacles au niveau de ce mode de financement alternatif.

⁷ -Taux de pénétration = capital-investissement en pourcentage du PIB

⁸ - In your country, how easy is it for start-up entrepreneurs with innovative but risky projects to obtain equity funding? [1 = extremely difficult; 7 = extremely easy] | Source: World Economic Forum, Executive Opinion Survey.

Graphique 5. Classement de la Tunisie dans Davos 2015



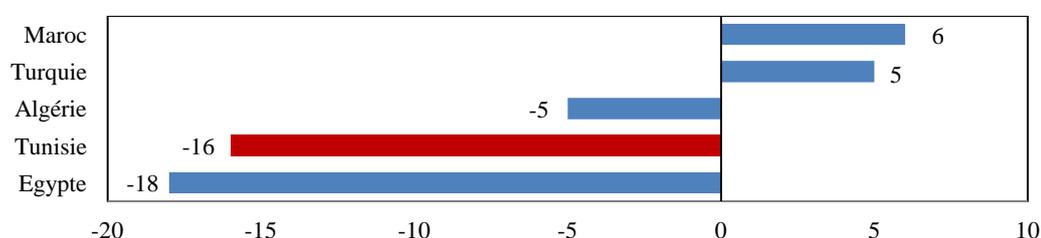
Source : Davos 2015

La Tunisie appartient à la catégorie des pays les moins attractifs du CI

Selon l'étude « The venture capital and private equity country attractiveness index 2015 » et en se basant sur des investigations basées sur le changement de classement d'un échantillon de pays, dont la majorité appartient au bassin méditerranéen durant la période 2011-2015, on remarque que le Maroc et la Turquie ont amélioré leurs performances en matière d'attractivité du capital-investissement, par contre la Tunisie a vu son classement décliner de la 52^{ème} place en 2011 à la 68^{ème} en 2015 avec un score de 46.9⁹.

Graphique 6. Changement de classement entre 2011 et 2015

(-) Détérioration (+) Amélioration dans le classement



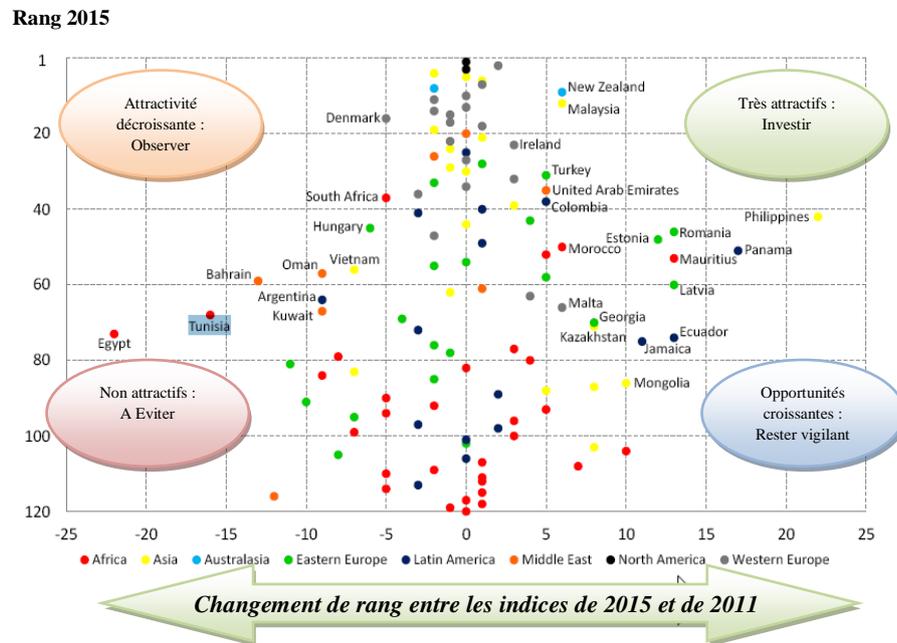
Source des données : VCPE index 2015

De plus amples investigations réalisées dans cette étude ont permis de regrouper les pays retenus dans des quadrants selon leur degré d'attractivité du CI. Les résultats illustrés dans le graphique ci-dessous montrent que la Tunisie figure dans le « quadrant inférieur gauche » dénotant la non attractivité du site tunisien voir même à éviter, alors que certains pays concurrents tels que le Maroc et la Turquie se

9 - Il convient de souligner que les scores sont calculés par rapport à tous les autres pays de l'échantillon. Les pays qui ont vu leur classement s'améliorer ou se détériorer n'ont pas nécessairement amélioré / détérioré leurs conditions d'investissement en termes absolus. Ils pourraient être tout simplement sous classés / surclassés par d'autres pays dans la compétition internationale pour attirer le capital-investissement.

trouvent dans le « quadrant supérieur droit » dénotant qu'ils sont des hôtes très attractifs¹⁰.

Graphique 7. Classement actuel en fonction de la variation de classement selon l'indice VCPE entre 2011 et 2015



Source : VCPE index 2015

De ce qui précède, on peut conclure que, s'il est impératif aujourd'hui d'attirer des fonds internationaux pour les inciter à mobiliser des fonds dédiés à des investissements en Tunisie, il faut savoir que les investisseurs pondèrent leurs placements en faveur des pays qui leur offrent le meilleur rapport rentabilité/risque. Ils étudient à la fois l'environnement juridique des affaires, la fiscalité, le cadre réglementaire, etc. Dans ce cadre, l'étude « The Venture Capital and Private Equity country attractiveness Index 2015 » propose des éclaircissements intéressants.

10- Pour plus d'informations sur les comparaisons internationales et sur les profils des différents pays, se référer au site web: <http://blog.iese.edu/vcpeindex>

C. Quels sont les facteurs qui expliquent ce positionnement ?

L'étude « The venture capital and private equity country attractiveness index 2015 »¹¹ propose quelques éléments de réponses

« The venture capital and private equity country attractiveness index 2015 » est une étude réalisée sur la base d'un échantillon de 120 pays et dont l'objectif est de mesurer l'attractivité d'un pays du capital-risque (venture capital) et du capital-investissement (private equity). Cette étude calcule un indice composite dénommé Global Venture Capital and Private Equity country attractiveness Index (VCPE) sur la base de six critères :

- Activité économique
- Profondeur des marchés de capitaux
- Fiscalité
- Protection des investisseurs et gouvernance d'entreprises
- Environnement social et humain
- Culture entrepreneuriale et opportunité d'affaires

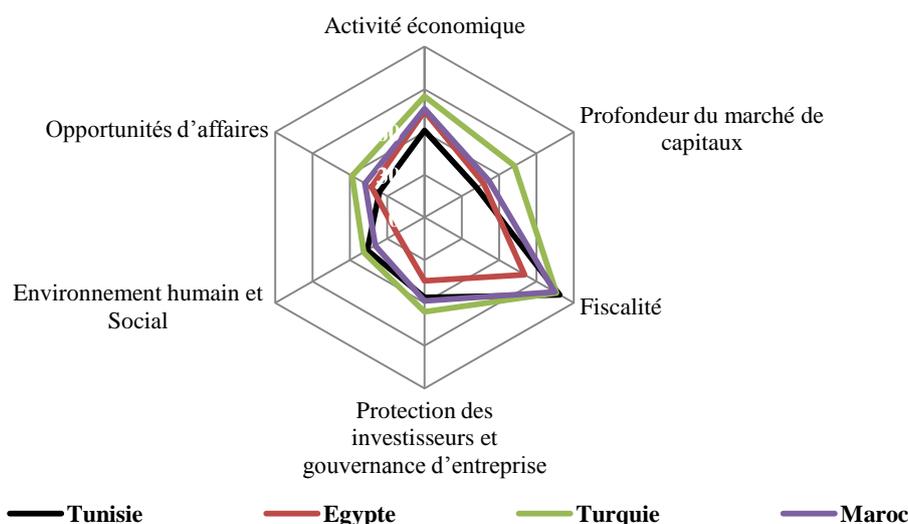
Cet indice ne tient pas compte uniquement du potentiel de croissance dans un pays, mais aussi de l'environnement socio-économique et institutionnel. Les Etats-Unis constituent la base à laquelle les autres pays sont comparés (base 100).

Dans cette édition, les premières places étant occupées par les Etats-Unis (score : 100), le Royaume-Uni (score : 94) et le Canada (score : 93,9). La Jordanie occupe le 61^{ème} rang (score : 50), le Maroc le 50^{ème} rang (score : 54,3), la Turquie le 31^{ème} rang (score : 67.1) et la France le 17^{ème} rang (score : 80,7).

Bien que la Tunisie, tout comme les pays voisins, en l'occurrence la Turquie et le Maroc, dispose d'un cadre fiscal favorable, elle demeure mal classée. Par conséquent, ce domaine ne suffit pas à lui seul pour rendre la Tunisie un hôte attractif pour le CI étranger.

11- <http://blog.iese.edu/vcpeindex/>

Graphique 8. Comparaison des domaines attrayants dans les pays voisins en 2015



Source des données : VCPE index 2015

A ce sujet on remarque qu'hormis la fiscalité, la baisse du classement de la Tunisie est due au caractère atone du climat actuel de l'activité économique, à l'illiquidité du marché de capitaux qui ne permet pas d'assurer les sorties des investisseurs en capital à travers la bourse, à la qualité équivoque de protection des investisseurs et gouvernance d'entreprise, à la tension qui existe au niveau de l'environnement humain et social, ainsi qu'à l'insuffisance des opportunités d'affaires.

Tableau 1. Indice d'attractivité du capital-investissement: Cas de la Tunisie

	Rang 2011	Rang 2013	Rang 2015	Evolution
Indice VC PE	52	63	68	
1. Activité économique	74	85	87	↘
2. Profondeur du marché de capitaux	60	60	61	↘
3. Fiscalité	24	24	20	↗
4. Protection des investisseurs et gouvernance d'entreprise	40	54	71	↘
5. Environnement humain et Social	38	57	72	↘
6. Opportunités d'affaires	74	78	81	↘

Source : VCPE index 2015

Dans ce cadre, la première conférence annuelle du capital-investissement organisée par l'ATIC en 2015¹² a abordé ce sujet et a proposé plusieurs recommandations pour faciliter l'exercice des fonds offshores de CI, en l'occurrence, la mise en place d'un cadre réglementaire propices qui devrait être aussi attrayant que celui mis en place par d'autres pays, tels que l'Ile Maurice ou le Maroc, afin d'encourager ces fonds à choisir la Tunisie comme destination : réforme du code de prestations de services financiers aux non résidents, adoption des règles de change adaptées aux besoins du métier etc.

En concomitance avec ces rapports, les différents travaux de l'ITCEQ sur le climat des affaires vont dans le même sens.

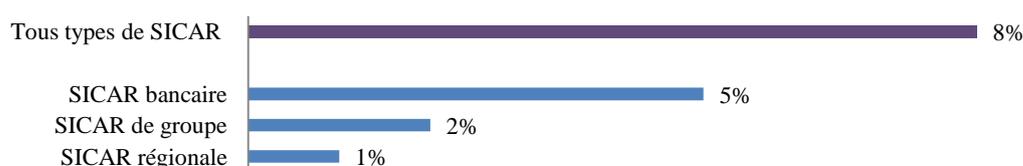
III. Perception de ce mode alternatif de financement : résultats d'enquêtes

L'ITCEQ a examiné en 2013 le CI via deux perceptions¹³ : i) celle des entreprises non financières privées à travers une enquête qui a touché **1100** entreprises réparties sur tout le territoire tunisien et opérant dans l'industrie et les services dont **770** entreprises ont répondu, ii) et celle des investisseurs en capital à travers une enquête spécifique adressée à **36** investisseurs en capital (SICAR et fonds de gestion) dont **27** ont répondu. L'échantillon et le questionnaire de la deuxième population étant réalisés en collaboration étroite avec l'Association des Investisseurs en Capital (ATIC).

Les sociétés d'investissement à capital risque (SICAR) demeurent peu sollicitées par les chefs d'entreprise

Les résultats de l'enquête auprès des chefs d'entreprise ont montré que seuls 8% déclarent avoir recouru aux SICAR pour le financement d'un investissement.

Graphique 9. Entreprises ayant demandé à une SICAR un financement d'investissement risqué mais prometteur



Source : Enquête compétitivité 2013

12- Première conférence annuelle du capital investissement réalisée par l'ATIC « Le Capital-Investissement : accélérateur de croissance de l'économie tunisienne ». Note conceptuelle. 23 Avril 2015.

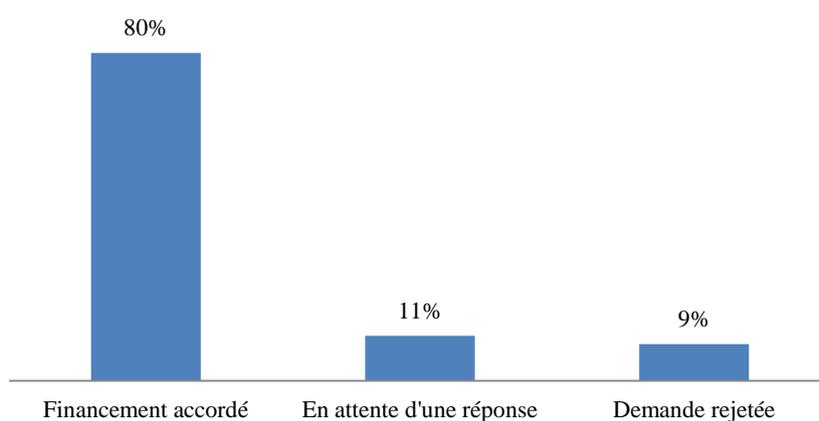
13- Voir rapport de l'ITCEQ « Climat des affaires et compétitivité de l'entreprise : résultats de l'enquête 2013 ».

Ce faible taux ne peut que confirmer la tendance baissière du classement de la Tunisie dans le rapport de Davos 2015 (voir Graphique.4.)

Quelles sont les entreprises qui ont le plus bénéficié de ce type de financement

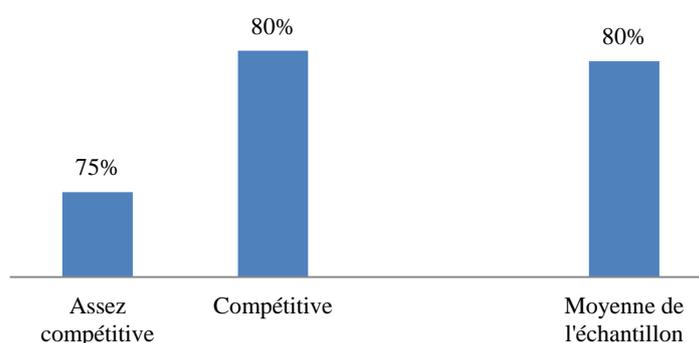
Certes, la majorité des entreprises qui ont demandé à une SICAR le financement d'un investissement risqué mais prometteur ont été servies.

Graphique 10. Entreprises ayant bénéficié d'un financement auprès des investisseurs en capital



Il n'en demeure pas moins que les investigations menées, à ce titre, montrent que ces entreprises sont, essentiellement, de grande taille ou celles qui se considèrent compétitives.

Graphique 11. Entreprises ayant bénéficié d'un financement auprès des investisseurs en capital selon la position compétitive de l'entreprise (en %)



Source : Enquête compétitivité 2013

Il en découle que la sélectivité dont font preuve les professionnels du capital-investissement fait de ce type d'intervention un mode de financement emblématique, réservé aux entreprises considérées comme les plus prometteuses.

Ces constats nous amène à nous interroger sur les raisons pour lesquelles l'investisseur en capital ne joue pas pleinement son rôle

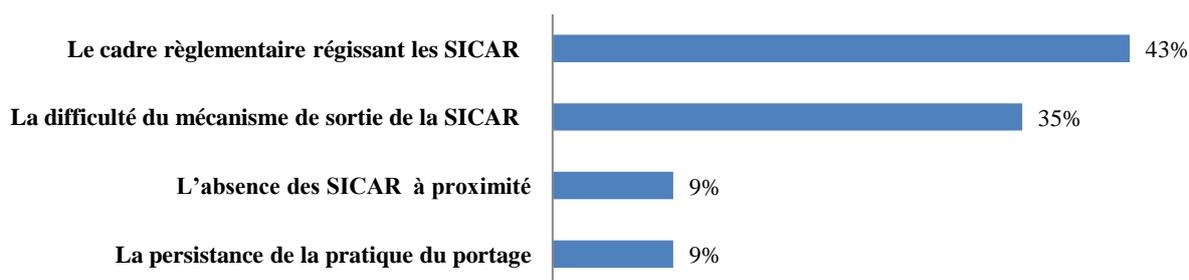
La croissance de ce métier requiert nécessairement des préalables qui ne semblent pas être réunis pour le cas tunisien. En effet, certains préalables sont liés à l'esprit entrepreneurial même du chef d'entreprise et d'autres sont liés au mode de prestation de l'investisseur en capital, représentant, tous les deux, les maillons de départ pour instaurer ce métier du capital-investissement.

A. Visions croisées du capital-investissement : entreprises versus véhicules d'investissement

Les visions croisées entre les entreprises non financières privées et les véhicules d'investissement laissent déduire que le cadre règlementaire en vigueur et la difficulté des mécanismes de sortie sont les principales raisons qui font que les investisseurs en capital ne jouent pas pleinement leur rôle

Selon les chefs d'entreprises, plusieurs raisons expliquent leur faible recours aux SICAR dont principalement le cadre règlementaire régissant ces véhicules d'investissement, qui est paraît-il peu adapté malgré les réformes¹⁴ déjà entamées principalement depuis 2009 et 2011.

Graphique 12. Les principales difficultés rencontrées en matière de financement par les SICAR

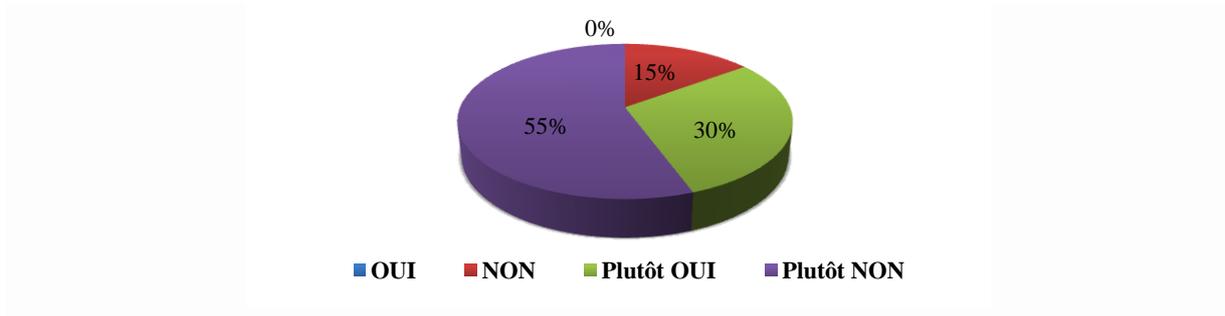


Source : Enquête compétitivité 2013

Cet argument a été conforté par les investisseurs en capital interrogés selon lesquels 70% pensent que le cadre législatif et fiscal en vigueur n'est pas propice et par conséquent ne permet aux véhicules d'investissement de jouer le rôle qui leur est assigné.

14 - Loi 2008-78 permettant d'instaurer les bases d'un véritable métier du capital risque à savoir la prise et le partage des risques et ce à travers l'interdiction de la pratique du portage et la prise de garantie en contrepartie des participants - Décret loi du 21 octobre 2011 portant modification de la législation relative aux SICAR et aux FCPR et assouplissement des conditions de leurs interventions

Graphique 13. Pensez-vous que le cadre législatif et fiscal en vigueur permet à la SICAR de jouer pleinement son rôle ?

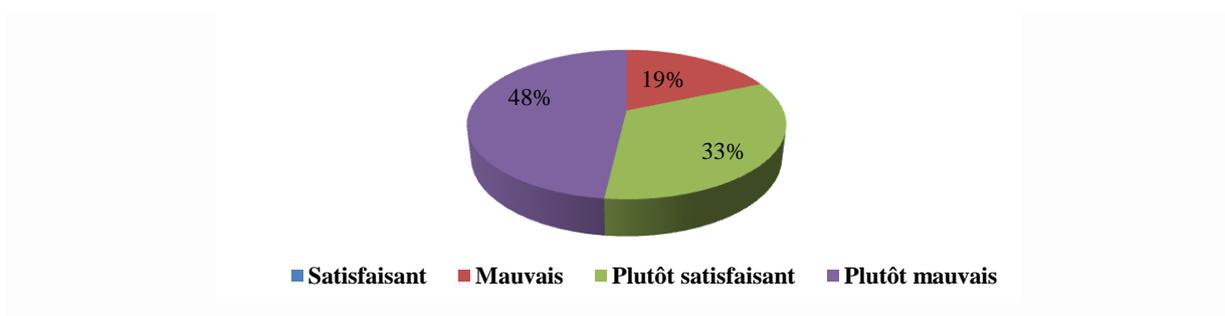


Enquête auprès des investisseurs en capital 2013

Par ailleurs, faut-il rappeler que l'intervention du CI est ponctuelle et limitée dans le temps et que les options de sortie devraient être discutées en amont de la signature du « pacte d'actionnaire » à travers, notamment, la hiérarchisation des possibilités de sorties.

A ce niveau, 35% des entreprises interviewées trouvent des difficultés au niveau du mécanisme de sortie. Ces difficultés sont aussi ressenties par les investisseurs en capital étant donné que près de deux véhicules d'investissement interviewés sur trois trouvent que le cadre juridique au niveau des conditions de sorties est mauvais.

Graphique 14. Comment jugez-vous le cadre juridique en vigueur au niveau des conditions de sortie ?



Enquête auprès des investisseurs en capital 2013

Ces entraves sont à l'origine du faible taux de sorties des véhicules d'investissement sur le marché boursier. En effet, 15% seulement des interviewés déclarent avoir réalisé une ou deux sorties sur la bourse.

Plus encore, les difficultés de sorties peuvent pousser les investisseurs en capital à se tourner, dans la plus part des cas, vers le créateur du projet afin de négocier la reprise de leurs participations. Sachant que cette pratique, communément appelée « portage », a été interdite par la loi 2008-78 du 22 décembre 2008 car elle constitue une difficulté pour l'entreprise étant donné que, dans ce cas, l'investisseur en capital sera motivé, en grande partie, par le dégrèvement fiscal et ne joue plus le rôle d'accompagnement nécessaire. A ce titre, les résultats de l'enquête auprès des entreprises non financières privées montrent que le portage constitue une difficulté pour 9% des entreprises interviewées.

Ce chiffre ne doit pas occulter la réalité des choses étant donné que l'enquête en question a été réalisée en 2013 et qu'il peut s'agir d'investissements qui trainaient bien avant 2009, date de promulgation de la loi.

Que pensent les véhicules d'investissement du portage ?

La perception dégagée de l'enquête auprès des investisseurs en capital montre que 38% des interviewés pensent que le portage continue d'être pratiqué car les entreprises elles-mêmes le réclament. Ce constat nous amène à nous interroger sur la clarté et la pertinence de la loi régissant le portage.

Par ailleurs, dans d'autres pays comme la France, le mot « portage » peut requérir d'autres acceptions. En effet, ***le capital investissement peut être un levier pour l'internationalisation des PME sous forme de portage par les grands groupes français***. Cet accompagnement peut être non seulement financier, mais est aussi stratégique et humain.

Expérience pays : Les atouts du portage des PME à l'international selon l'association Pacte PME¹⁵

L'association Pacte PME, créée en 2010, œuvre dans le portage à l'international des PME par de grands groupes français dont Auchan, Renault, Schneider Electric et Total. A ce titre, 350 PME ont bénéficié des différents niveaux de portage de ce dispositif en 2013.

Cette association a défini et formalisé trois modes de portage répondant à des besoins et des degrés de maturité de projets différents.

Le premier stade de la démarche est celui du portage conseil, qui intervient en amont de la phase export proprement dite. Il se concrétise par un soutien sous forme de préconisations. L'objectif est d'aider l'entreprise à élaborer une stratégie, éviter les erreurs d'appréciation et raccourcir ses délais de déploiement à l'étranger. Cette forme de portage concerne environ un dossier sur dix.

Le second échelon du dispositif est le portage abri. L'objectif est de permettre à une PME de profiter, dans un pays donné, des bureaux ou des infrastructures d'un grand groupe présent sur place. Une opération sur quatre s'inscrit dans ce cadre.

Enfin, le portage stratégique. Il s'adresse aux PME qui souhaitent bénéficier de l'appui d'un grand groupe en vue de conquérir des marchés à l'export. Environ 65% des opérations de portage s'inscrivent dans ce cadre.

B. Comment promouvoir le private equity en Tunisie : avis des professionnels du métier

Vulgariser la notion de capital-investissement

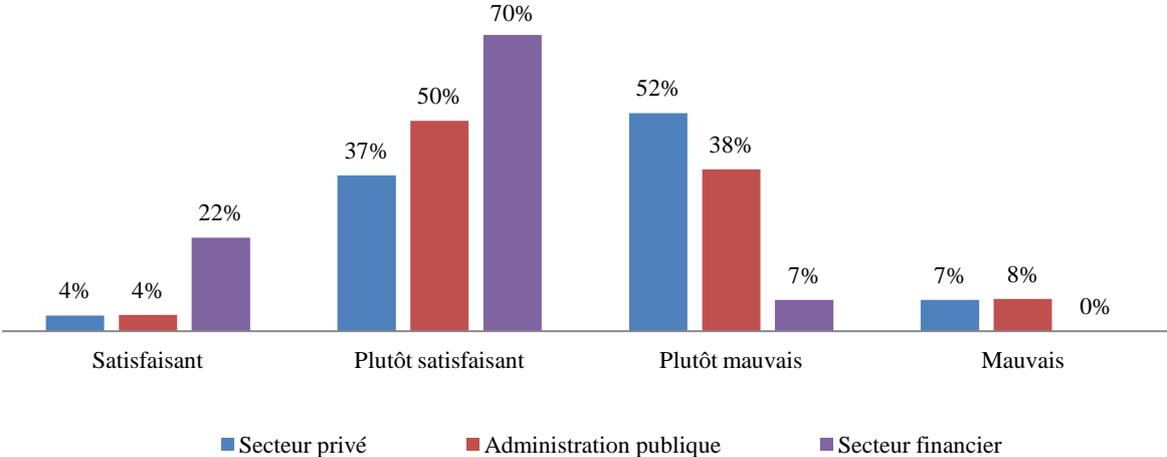
Interrogés sur le niveau de compréhension du métier des investisseurs en capital par les différents agents économiques, 59% des véhicules d'investissement jugent que le secteur privé a une compréhension limitée de leur métier.

Cette situation est encore plus difficile quand l'administration publique est, elle-même, non suffisamment avertie du mode d'intervention du CI, ce qui peut se traduire par une formulation équivoque des lois régissant ce secteur. Ceci est reflété,

¹⁵ - Voir la lettre du crédit agricole « Les atouts du portage des PME à l'international ». N°1/2013

d'ailleurs, dans les changements fréquents des textes de loi, empêchant ainsi les investisseurs en capital d'agir dans une meilleure visibilité.

Graphique 15. Niveau de compréhension du métier des SICAR/fonds (en %)

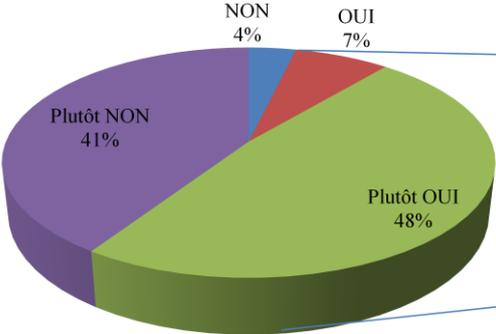


Enquête auprès des investisseurs en capital 2013

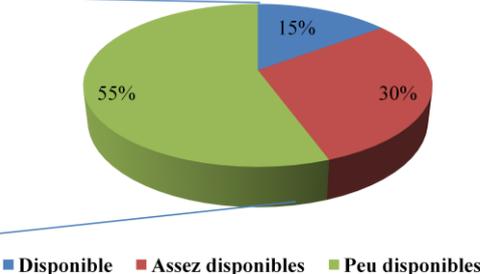
Le développement de l'esprit entrepreneurial

Presque la moitié des investisseurs en capital jugent qu'il n'existe pas de projets viables en Tunisie. Ceci est d'autant plus vrai que l'analyse du taux de mortalité des entreprises montre que plusieurs entreprises n'ont pas pu réussir à dépasser le cap des trois premières années du fait d'un climat peu propice combiné à un dirigeant qui manque d'ingéniosité. A ce propos, 55% des véhicules interviewés déclarent que pour les projets viables, les entrepreneurs de qualité sont peu disponibles.

Graphique 16. Pensez-vous qu'il existe des projets viables en Tunisie



Veillez apprécier ces projets au niveau des entrepreneurs de qualité



Enquête auprès des investisseurs en capital 2013

Développer le marché boursier

Théoriquement, un véhicule d'investissement accompagne jusqu'à l'introduction en bourse les entreprises les plus performantes de son portefeuille. Celles dont l'introduction en bourse n'aboutit pas mais qui ont du potentiel peuvent être refinancées par d'autres fonds d'investissement. Par contre, celles qui présentent des handicaps sont revendues. La Tunisie est cependant loin de ce schéma en raison d'un écosystème boursier mal adapté: la bourse en Tunisie constitue, en effet, rarement une solution de sortie pour les véhicules d'investissement.

Pour remédier à cette insuffisance, l'ATIC propose d'enrichir la palette d'instruments financiers au niveau du marché boursier tels que les actions de préférence, les bons de souscription d'actions ou les stocks options. De tels produits permettraient un meilleur alignement des intérêts des promoteurs et des investisseurs.

Législation simple, sans ambiguïté ni marge d'interprétation

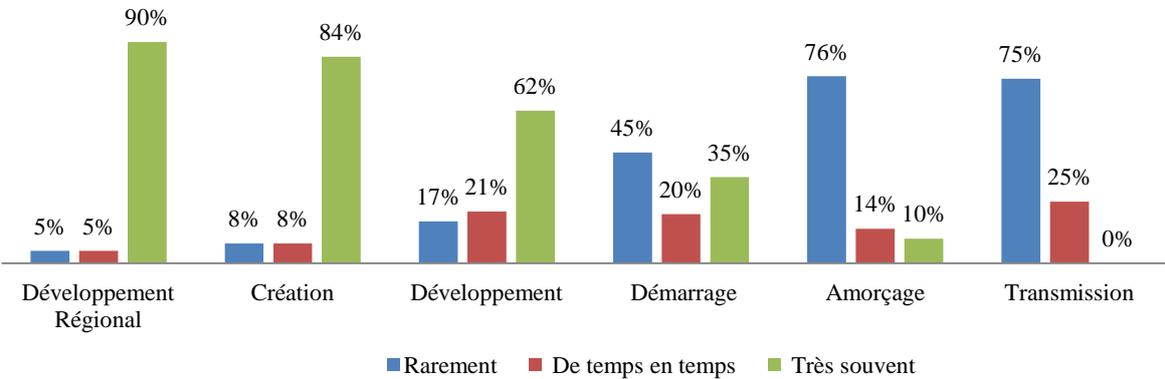
Interrogés sur les facteurs qui portent préjudice à leur compétitivité, 70% des investisseurs en capital déclarent que c'est le cadre réglementaire. D'ailleurs, une bonne proportion juge que le cadre juridique en vigueur est limité aussi bien au niveau des conditions d'emplois des ressources (53%) qu'au niveau des délais d'intervention (59%) afin de pouvoir accompagner plus d'entreprises tout au long de leurs stades d'évolution.

Développement des deux bouts de la chaîne de financement : le capital amorçage et le capital transmission et retournement

Selon l'enquête auprès des investisseurs en capital, certaines formes sont connues et développées comme « le capital création » qui est sollicité au début de l'activité de l'entreprise et « le capital développement » qui intervient dans une entreprise en pleine maturité. D'autre, tel que le « capital amorçage » qui intervient lors de la phase la plus risquée sur le plan financier, reste rarement sollicité au même titre que « le capital transmission » qui est adressé aux entreprises qui ont besoin de financement avec effet de levier, connue sous les termes anglais LBO (Leveraged buy-out). Ce constat nous amène à nous interroger sur la nécessité de développer ces deux bouts de la chaîne de financement afin de partager avec l'entreprise les risques qui leur sont associés. Plus encore, il y a une autre forme qui est plus adaptée au besoin de l'économie Tunisienne, à savoir le « capital retournement » qui

est un mécanisme qui s'adresse aux entreprises en difficulté, telles que celles opérant dans le tourisme, pour leur permettre de repartir sur de nouvelles bases saines. Dans ce cadre, la loi de finance complémentaire 2015 (article 22) a introduit la possibilité de financement de cette phase avec un délai d'intervention qui ne doit pas dépasser le 31 décembre 2016. Ce délai semble, à notre sens, contraignant surtout pour des entreprises en difficulté qui requièrent des délais d'intervention plus longs.

Graphique 17. Fréquence d'intervention des investisseurs en capital (en %)



Enquête auprès des investisseurs en capital 2013

IV. Conclusion

L'entreprise est le maillon essentiel du système économique. A chaque étape de son cycle de vie sont associés des besoins de financement spécifiques. Dans ce cadre, le capital-investissement a un vrai rôle à jouer pour permettre aux créateurs d'entreprises d'être financés, et aux PME de devenir des entreprises de taille intermédiaire et pourquoi pas de grandes entreprises.

Cependant, conduire cette activité dans des conditions économiques difficiles est d'ores et déjà un défi à relever pour que le rôle que joue le capital-investissement en Tunisie soit consolidé. A ce propos, les différents rapports internationaux, en l'occurrence, ceux de l'EMPEA (2015), Davos (2015) et le VCPE index (2015) ont fait ressortir que le classement de la Tunisie a fortement baissé, la ramenant à la catégorie de pays qui ne sont pas attractifs du capital-investissement étranger. Dans ce contexte et pour rendre la Tunisie un site intéressant pour les fonds internationaux dédiés à financer l'investissement en Tunisie via les véhicules d'investissement (SICAR et fonds de gestion), le VCPE Index (2015) propose d'améliorer le climat des affaires, développer le marché de capitaux, veiller à assurer la protection des investisseurs et la bonne gouvernance d'entreprise, assouplir la tension qui existe au niveau de l'environnement humain et social.

Plus encore, les investigations réalisées par l'ITCEQ sur la base des données d'enquêtes qualitatives menées auprès des entreprises privées non financières d'un côté, et des véhicules d'investissement, d'un autre côté, ont permis de cerner les contraintes et les problèmes qui n'ont pas permis au capital-investissement de jouer pleinement son rôle. Les résultats y afférents font ressortir qu'il faut :

- mettre l'accent sur la nécessité d'améliorer le cadre réglementaire et fiscal pour le rendre plus propice à l'investissement ;
- les textes de lois devraient être simples et sans marges d'interprétations ;
- faut-il réviser la loi régissant le portage? qui reste, en fait, sollicité par les chefs d'entreprises ;
- développer l'esprit entrepreneurial et intéresser encore plus les chefs d'entreprise à ce mode alternatif de financement par la multiplication des séminaires et pourquoi pas faire du porte à porte ;
- introduire de nouveaux instruments financiers tels que les actions de préférence, les bons de souscription d'actions ou les stocks options pour

permettre d'avoir un partenariat « gagnant-gagnant » entre investisseurs et entrepreneurs ; et

- mettre en place un écosystème efficace de financement à travers le développement des deux bouts de la chaîne de financement : le capital-amorçage et le capital-transmission/le capital-retournement qui sont très adaptés au contexte de l'économie tunisienne en particulier au secteur tourisme qui a besoin de restructuration.

Toutes ces critiques avancées par les professionnels du métier exhortent les preneurs de décisions à entreprendre des réformes profondes afin d'approcher le métier des standards internationaux et pour faire du site Tunisien une plate forme financière attractive du capital-investissement.

Annexe méthodologique

L'échantillon de l'enquête 2013 auprès des entreprises non financières privées

L'échantillon ciblé couvre 1100 entreprises non financières privées employant six employés ou plus, opérant sur tout le territoire national et relevant des secteurs des industries manufacturières, de la construction et des services. 770 entreprises ont répondu soit un taux de réponse de 70%.

Le questionnaire utilisé est celui de l'enquête compétitivité 2013

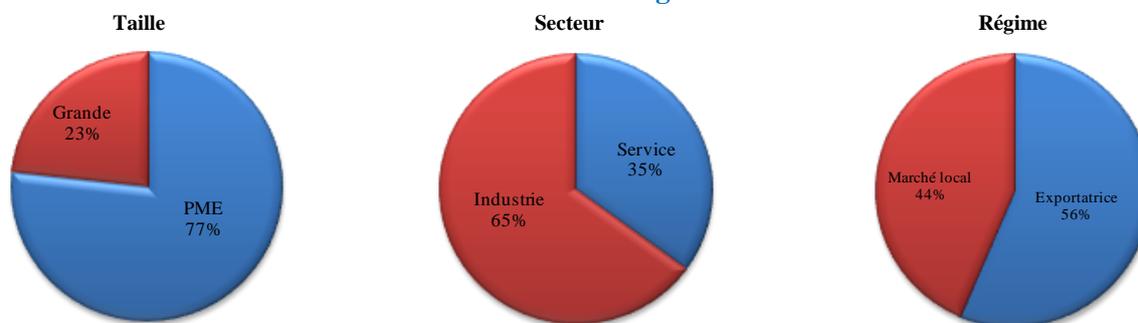
L'échantillon de l'enquête 2013 auprès des investisseurs en capital

L'échantillon ciblé couvre 36 investisseurs en capital (SICAR et fonds de gestion) membres de l'ATIC dont 27 ont répondu. Un questionnaire spécifique aux véhicules d'investissement a été élaboré en collaboration étroite avec l'ATIC

La méthode de collecte est par interview direct entre les chefs d'entreprises (investisseurs en capital) et les enquêteurs formés au sein de l'ITCEQ.

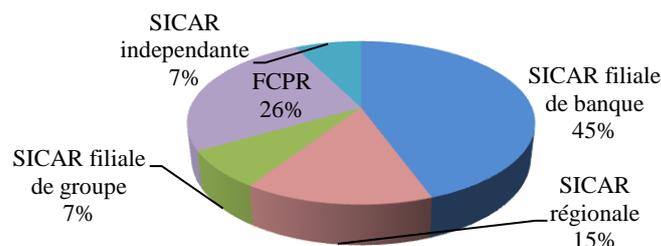
La répartition des entreprises répondantes montre qu'elles sont essentiellement de petites et de moyennes taille, 65% d'entre-elles opèrent dans l'industrie et 56% sont exportatrices.

Graphique 18. Répartition de l'échantillon des entreprises privées non financières selon la taille, le secteur et le régime



Par ailleurs, la répartition des SICAR et fonds de gestion ayant répondu à l'enquête 2013 auprès des investisseurs en capital est comme suit :

Graphique 19. Structure des véhicules d'investissement ayant répondu à l'enquête 2013



Bibliographie

- “5 Takeaways From EMPEA’s Annual Report”. Wall Street Journal. 5 February 2014. <http://blogs.wsj.com/briefly/2014/02/05/5-takeaways-from-empeas-annual-report/>
- Anis Mnejja, Cyrine Bach Baouab, Mohamed Louzir, Damien Jacquart (2013) « Le Private equity 2.0 : un impératif pour l’économie tunisienne ». Les Journées de l’entreprise réalisées par l’IACE. Décembre 2013
- AVCA’s Spotlight on North Africa Private Equity (2014). African Private Equity and Venture Capital Association
- Première conférence annuelle du capital investissement réalisée par l’ATIC « Le Capital-Investissement : accélérateur de croissance de l’économie tunisienne ». Note conceptuelle. 23 Avril 2015
- Conseil du Marché Financier. Rapport annuel 2014.
- Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA). Special Report Private Equity in the Middle East and North Africa. April 2015
- Emerging Market Private Equity Association 2013 |WSI.com
- ITCEQ « Climat des affaires et compétitivité de l’entreprise : Résultats de l’enquête 2013 ». Novembre 2014
- La lettre du crédit agricole : « Les atouts du portage des PME à l’international ». N°1/ 2013.
- Le capital-investissement au Maroc. Guide des investisseurs institutionnels
- Portail du ministère des finances : <http://www.finances.gov.tn/>
- Rapport annuel du conseil du marché financier (2014)
- Rapport sur l’activité u capital-investissement en Tunisie (2013). ATIC
- The Global Competitiveness Report 2015-2016. World Economic Forum
- The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2015