

L'introduction de l'entreprise en bourse, heur et malheurs

Les ambitions d'une entreprise, en tant qu'un 'ensemble de moyens humains et matériels concurrents à la réalisation d'un objectif économique', passent souvent par des projets de développement d'importance variable, allant du simple désir d'acquérir des équipements au souhait de racheter une autre entreprise ou de créer une filiale

Or, quel que soit la nature de ses ambitions, une entreprise qui développe de telles perspectives de croissance a souvent besoin de financement que les associés ne peuvent pas satisfaire.

La bourse constitue en cela une solution de financement alternatif ou complet monétaire d'un prêt bancaire ou d'un apport d'associés.

En effet, la bourse est un lieu d'échange public de financements entre investisseurs et entrepreneurs ou emprunteurs, matérialisés par des titres négociables. Cet échange est en principe possible à tout moment de la vie du titre. Il se distingue fondamentalement des formes de financement direct, à savoir de l'activité bancaire classique de prêt, puisqu'en s'introduisant en Bourse, la société sollicite l'épargne publique des épargnants, petits ou grands, et des institutionnels. Ces derniers forment un potentiel important auquel la société peut recourir en cas de besoin financier. Mieux encore, sur le marché financier, la société trouve une panoplie de produits financiers pour renforcer ses fonds propres sans besoin de remboursement.

C'est dans cette optique que les autorités tunisiennes ont œuvré, depuis 1994, à la mise en place de modes de financement alternatifs complétant les instruments bancaires dont l'objet est de renforcer la mobilisation de l'épargne afin de satisfaire les besoins des investisseurs et du public, en encourageant les entreprises à s'introduire en Bourse. Cependant, et comme l'avait soutenu Mr. Chedly Ayari, l'ex-gouverneur de la banque centrale, lors de la séance inaugurale du premier

salon de la Bourse et des services financiers qui s'est tenue fin octobre 2012, à Tunis, « *en dépit des efforts déployés de la part des autorités, force est de constater que la contribution du marché financier dans la mobilisation de l'épargne et dans le financement de l'économie est demeurée marginale et bien en-deçà des attentes des réformes engagées . En effet, le mode de financement de l'entreprise reste dominé par les crédits bancaires (ou de leasing) fortement assurés par des ressources volatiles et tributaires de la disponibilité de garanties réelles. Cette situation n'a pas manqué d'aggraver la fragilité de l'entreprise et d'entraver, par là même, le développement tant souhaité du marché financier* »¹.

Ainsi, la question qui se pose est celle de savoir si l'introduction en bourse répond réellement aux besoins de financement de l'entreprise tunisienne ?

En fait, la consultation des textes d'une part et l'analyse des chiffres et des données pratiques d'autre part, nous conduit à constater que l'entreprise introduite en bourse ou désirant le devenir, demeure tiraillée entre des perspectives déclarées qui feraient son bonheur (I) et une réalité estompée qui cause son malheur (II).

I. Les perspectives déclarées de l'introduction en bourse, l'heur de l'entreprise

L'introduction en bourse constitue pour l'entreprise une occasion indéniable pour profiter de certains avantages. Ces avantages sont mis en exergue par la bourse même, dans des documents qu'elle met à la disposition du grand public afin de l'inciter à s'introduire. Ces avantages peuvent être pécuniaires (A) ou extra pécuniaires (B).

¹.Chedly Ayari, « Comment développer le financement de l'entreprise par le Marché ? », <http://www.leaders.com.tn/article/9723>

1. Avantages pécuniaires

L'introduction en bourse offre à l'entreprise une multitude de privilèges directs, parmi lesquels, l'opportunité de lever des capitaux sous forme de fonds propres ou d'emprunts à des conditions plus avantageuses en comparaison avec les sources classiques de financement, du point de vue taux d'intérêt et durée. Ceci permet à côté du renforcement des fonds propres, de réduire les frais financiers de l'entreprise, d'augmenter sa rentabilité et d'accroître sa compétitivité.

Ensuite, l'introduction en bourse est corrélée par une incitation fiscale conséquente puisqu'elle permet à l'entreprise de bénéficier d'un statut fiscal particulier et avantageux. C'est ainsi, que dans le but d'encourager les entreprises à recourir au financement par le marché et profiter des multiples avantages que procurent la Bourse en général, les pouvoirs publics viennent d'accorder à travers la loi des finances pour l'année 2017 une incitation fiscale portant sur la réduction du taux de l'impôt sur les sociétés auxquelles seront assujetties les entreprises nouvellement introduites en bourse à 15% au lieu de 20% et ce, à partir du premier janvier 2017.

Cet avantage qui est valable pour une période de cinq ans à compter de l'année de l'admission est conditionné par un taux d'ouverture du capital de l'entreprise au public qui atteigne au moins 30%.

Il est rappelé que cet avantage vient renforcer le dispositif fiscal déjà existant pour inciter les entreprises à s'introduire en bourse. Nous citons dans ce cadre les avantages fiscaux suivants :

- l'exonération de l'impôt sur la plus-value provenant de la cession d'actions entrant dans le cadre d'opérations d'introduction en Bourse ;
- l'exonération de l'impôt sur la plus-value provenant de l'apport d'actions et de parts sociales au capital de la société mère ou de la société holding pourvu que ces dernières s'engagent à introduire leurs actions en Bourse au plus tard à la fin de l'année suivant celle de la déduction.

En outre, la Bourse valorise et diversifie le capital puisqu' elle « *évalue quotidiennement le cours de l'action compte tenu de plusieurs facteurs qui tiennent compte de la valeur comptable de la société mais surtout des anticipations sur ses perspectives de croissance et de développement futurs, ce qui permet de valoriser le patrimoine des actionnaires qu'il soit ou non diffusé dans le public et leur donne la possibilité de réaliser leur patrimoine à sa valeur réelle et de diversifier ainsi leur investissement* »².

2. Les avantages extra-pécuniaires

Sus les avantages pécuniaires directs, l'introduction en bourse offre à l'entreprise des avantages extra-pécuniaires, mais qui auront indirectement un impact sur la situation financière de la société.

Dans ce cadre, on peut citer d'abord l'accroissement la notoriété de l'entreprise. En effet, l'introduction en bourse constitue « un coup de projecteur » sur l'entreprise, ses produits, ses marques, ses capacités de production et son management. L'introduction en bourse devient alors un moyen privilégié de communication et de promotion de l'entreprise puisqu'elle lui offre une visibilité permanente à travers l'attention régulière portée à son évolution et à ses résultats par le public. Cette visibilité multiplie les opportunités de l'entreprise à retenir l'attention et à attirer vers elle de futurs partenaires ou de nouveaux clients.

La cotation est en cela un gage de crédibilité qui représente un atout commercial indéniable. Ce gain de notoriété et de crédibilité facilite également les relations de l'entreprise avec les parties prenantes.

² Aimé Florentin BATIONO, « Cotation en bourse : Elément révélateur de la santé financière de l'entreprise », <http://www.ecodufaso.com/cotation-en-bourse>

Ensuite, l'introduction de l'entreprise en bourse constitue un moyen de mobiliser le personnel et de l'intéresser à la bonne marche de l'entreprise puisque cette introduction et son maintien représentent un objectif commun que partagent aussi bien l'équipe dirigeante que l'ensemble des employés.

En outre, l'introduction en bourse constitue un facteur de pérennité de l'entreprise puisqu'elle lui évite tout éclatement ou dissolution suite au départ de l'un de ses associés majoritaires ou bien dans certains cas de successions. Aussi, elle facilite l'entrée de nouveaux investisseurs dont l'entreprise pourrait avoir besoin.

De plus, parce qu'elle est conditionnée par certaines règles, l'introduction en bourse est l'occasion d'engager une stratégie de bonne gouvernance et de gestion transparente des comptes de l'entreprise. Cette transparence implique notamment un effort de communication financière ciblant le public. Le système de « *corporate governance* » doit également se traduire par la mise en place d'une politique interne de travail et de contrôle.

Toutefois, ces avantages déclarés ne devraient pas camoufler la réalité estompée.

Deuxième partie : La réalité estompée de l'introduction en bourse, les maux de l'Entreprise

La lecture des différents rapports et études des spécialistes en la matière nous conduit à constater l'existence de vrais maux que rencontre l'entreprise introduite en bourse ou désirant l'être (1), ce qui requiert certaines solutions qu'impose cette réalité (2).

1. Les maux constatés

Selon les rapports du CMF et de la BVMT, la contribution du marché financier dans le financement de l'économie peine à atteindre les 10 %, la capitalisation boursière étant inférieure à 25% de notre PIB.

Dans un article intitulé, « La bourse en 2017 ou jusqu'à quand l'arbre continuera à cacher la forêt ? » publié sur 'tustex', qui est un site d'information financière et

économique, l'auteur a tiré la sonnette d'alarme. Il a affirmé que le taux de rendement de la bourse en 2017, qui avait atteint les 14 pour cent, ne devrait pas être considéré comme « l'arbre qui cache la forêt ». Il a rappelé que Cette performance est d'abord technique et concentrée essentiellement sur 5 valeurs phares du marché³ qui ont accaparé 80% du rendement de l'indice, et qu'elle découle également des imperfections du calcul de l'indice qui reposent sur des approximations très larges du flottant des sociétés cotées. Il a insisté sur le fait que ce rendement occulte largement les faiblesses de cette année et d'une manière générale les faiblesses structurelles qui sont innombrables. Ces dernières peuvent être amenées à différents facteurs, parmi lesquels on peut citer d'abord, « l'effondrement de la liquidité avec des volumes qui se sont contractés à 6 Millions par jour soit 15% en 2017 de moins par rapport à 2016⁴. Ensuite, la baisse du nombre de contrats qui n'a atteint que 300 000 contrats échangés contre plus de 400 000 une année auparavant. Ceci indique clairement qu'il y a de moins en moins d'épargnants qui investissent en Bourse. En outre, et toujours selon l'auteur de l'article, les taux sur le marché obligataire et monétaire dont la tendance haussière n'a fait que s'accélérer en 2017 ont été aussi un facteur important d'éviction pour les investissements boursiers. Obtenir un rendement d'environ 7% et plus sur des périodes courtes (6 mois/1an) est devenu courant sur le marché monétaire et donc est suffisamment attractif pour accroître encore plus l'aversion au risque boursier. Enfin, le creusement du déficit commercial et du déficit budgétaire, le déficit des Caisses de Sécurité Sociale et des entreprises publiques, l'assommante loi fiscale 2018, la fiscalité de plus en plus lourde sur les valeurs mobilières, le durcissement des lois anti-blanchiment, le soutien moins prononcé des institutions internationales, l'incurie de certaines de nos institutions

³ (PGH, BIAT, ATTIJARI, OTH, SAH)

⁴ 30% de moins par rapport à 2015 et surtout 40% de moins par rapport à 2010 alors que la capitalisation boursière s'est appréciée dans l'intervalle de près de 50% et que le nombre de société cotées est passé de 56 à 81. Résultat de cela, la spectaculaire dégringolade du ratio de rotation (volumes traités/capitalisation boursière) qui a baissé à 6,4% soit environ le 1/3 de ce qu'il était en 2010

gouvernementales... ont créé un climat de grande incertitude peu propice à l'investissement boursier.

Ce recul de la bourse est accentué par la réalité du tissu économique tunisien constitué en majorité par des PME dont la compétitivité est douteuse. D'ailleurs, même la création du marché alternatif n'a pas rencontré le succès escompté. En effet, à l'instar du marché principal, le marché alternatif, souffre de la réticence des entrepreneurs à recourir au marché pour trouver les financements nécessaires : le recours au marché est synonyme de perte de contrôle. De plus, Le marché alternatif est souvent critiqué pour le fait que les critères d'accès à ce marché sont similaires à ceux du marché principal.

En effet, sus les procédures techniques et juridiques à suivre, l'introduction de l'entreprise en bourse est jugée encore trop contraignante, puisqu'elle engendre des sacrifices en termes de temps et de couts. Il s'agit de tous les coûts liés à la mobilisation des dirigeants de l'entreprise qui vont décider, suivre et gérer tout le processus de l'introduction en bourse. A cela, s'ajoute les coûts de rémunération des experts, conseillers et intermédiaires en bourse et les commissions de CMF, BVMT et STICODEVAM. De plus, l'introduction de l'entreprise en Bourse engendre un manque de confidentialité puisque ces entreprises doivent pratiquement tout dévoiler afin d'assurer la transparence requise. En outre, l'introduction en bourse est considérée comme une cause de pression sur les résultats à court terme puisque l'entreprise introduite en bourse est obligée de communiquer des résultats trimestriels et annuels.

Cette réalité n'est pas propre au contexte tunisien, puisque même en France et aux Etats-Unis, les spécialistes craignent la fuite alarmante des boursicoteurs. Selon Lamy Droit du Financement, 2017, aux États-Unis, près de 900 delistings ou 'radiations volontaires' auraient été dénombrés depuis 1996 ; en Europe, environ 25

% des sociétés se seraient retirées de la cote entre 1995 et 2015. Les auteurs parlent d'un déclin de l'attrait de la cotation. Ce déclin devient plus important devant la montée en force des voies alternatives de financement tel que la 'private equity'. Alors quelles seraient les solutions adéquates pour redonner à la bourse son rôle déclaré ?

2. Les solutions proposées

Plusieurs séminaires et tables rondes ont été organisés⁵ par les spécialistes afin de trouver des remèdes aux maux que connaît la bourse. Ils ont conclu à ce qui suit : D'abord il faut qu'il y ait des réformes qui n'ont jamais été mises en œuvre ou qui ont demandé des années de réflexion avant leur adoption définitive tel que par exemple l'adoption de la courbe de taux.

Ensuite il faut qu'il y ait une réelle mise à niveau des opérateurs boursiers pour suivre le rythme accéléré de l'évolution du marché.

De plus, il faut qu'il y ait une promotion importante du marché, de la part des spécialistes et des différents intervenants telle que les banques par exemple. A cet effet il a été noté que « le financement bancaire des entreprises, pourrait être relayé par un soutien au financement direct de la part des banques à même d'équilibrer leur structure financière et de régénérer leurs ressources par la mise en Bourse de l'entreprise. C'est là que réside, [d'ailleurs] la complémentarité banque-marché en matière de financement »⁶.

En outre, il faut insuffler une meilleure culture boursière dans la société tunisienne, dont la majorité en ignore les rudiments de base.

En sus, il faut instaurer une gouvernance adéquate des institutions boursières et ce, principalement, par l'adoption de codes de conduite et de déontologie.

Mais avant tout cela, il faut surtout qu'il y ait une sérieuse volonté politique de développer ce secteur.

⁵ Tel que par exemple le séminaire intitulé 'le rôle de la bourse dans le financement du développement », organisé le 28 octobre 2016 à l'hôtel Regency Gammarth par l'institut tunisien des études stratégiques

⁶ Chedly Ayari, Article précité

