

Le marché alternatif et son rôle dans
le développement des PME
-Le cas de la Tunisie-

Dr SAHNOUN Djamel eddine *
Univ-Chlef - Algerie

ملخص:

تمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حاليا إحدى أهم الدعائم للاقتصاد المعاصر، بحكم أنها تتواجد في معظم القطاعات الاقتصادية وبإمكانها أن تلعب دورا كبيرا في خلق مناصب الشغل وتحقيق التنمية. إلا أن تطور هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتطلب إمكانيات تمويلية متنوعة تسمح لها بتحقيق هذا التطور، حيث أنها كانت تعتمد أساسا على التمويل المصرفي (تمويل غير مباشر)، قبل أن نشهد ظهور فرع جديد في البورصة والمتمثل في السوق البديلة (تمويل مباشر) مخصص لتمويل هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الشيء الذي يجعلنا نفكر في مدى إمكانية إنشاء هذا الجهاز التمويلي الجديد في دول شمال إفريقيا مع التطرق بشكل أخص إلى التجربة التونسية. بما أنها فريدة من نوعها على مستوى شمال إفريقيا. ولدراسة هذا الموضوع تم تقسيم هذه الورقة إلى النقاط التالية:

- ماهية السوق البديلة
- تداعيات إنشاء سوق بديلة
- تاريخ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية
- تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التونسية
- نشأة السوق البديلة التونسية
- المؤسسات المنضمة إلى السوق البديلة التونسية

*M C b Faculte des sciences economiques et de gestion Univ-Chlef Algerie.
Email : djamelsahnoun69@yahoo.fr

Introduction:

La PME est devenue incontestablement la forme d'organisation d'entreprise la plus répandue dans le monde avec un taux dépassant les 90% de l'ensemble des entreprises opérant dans le monde, car cette forme contribue d'une manière substantielle au développement de l'emploi et à la création des richesses qui favorisent la stabilité et contribuent au bien être social. Mais le problème du financement des PME demeure un obstacle privilégié quant à la croissance de ce type d'entreprises, ce qui a poussé les pouvoirs publics à prospecter de nouvelles sources de financement pour ces PME.

L'autofinancement et le crédit bancaire à moyen terme représentent les deux principales sources de financement des investissements des PME, un schéma de financement des plus classiques, c'est-à-dire un capital constitué de fonds propres à hauteur de 10% à 90% des crédits. Cependant, le surendettement de ces PME les a rendues incapables de générer les profits escomptés ou d'honorer leurs engagements vis-à-vis de leurs banquiers, d'où le besoin de diversifier les sources de financement afin d'atteindre le double objectif :

- Développer leurs activités
- Investir dans la recherche et conquérir de nouveaux marchés.

C'est ainsi que les entreprises ont senti la nécessité de diversifier les sources de financement à travers le recours à d'autres formules de financement tels que : l'emprunt obligataire, le leasing ou crédit-bail, l'ouverture du capital à de nouveaux investisseurs. En d'autres termes, la transition d'une culture bancaire vers une culture de marché afin de faire du financement direct un moyen privilégié de financement de l'économie.

Cependant, les candidats à l'introduction en bourse sont très peu nombreux et cela est dû à plusieurs contraintes relatives aux conditions d'admission en bourse ne permettant pas à ces PME de se conformer aux exigences légales pour s'adresser au marché financier qui nécessite des conditions plus souples adressées aux PME. Ce nouveau compartiment de la bourse est le **marché alternatif** (le cas d'AIM en Grande Bretagne et Alternext en France).

I. Qu'est ce qu'un marché alternatif?

Le marché alternatif constitue un des mécanismes mis en place en vue de stimuler le marché financier et d'accroître sa contribution à la mobilisation de l'épargne et au financement de l'économie. La création de ce marché vise à faciliter l'introduction des entreprises en bourse et à encourager l'investissement ; il est donc destiné au financement des PME en leur offrant des conditions plus souples que la cote officielle de la bourse ainsi qu'une panoplie de choix de ressources de financement.

Pour s'introduire à ce genre de marché il n'existe aucune contrainte quant à la taille de l'entreprise (1), mais cette dernière est tenue de réunir un certain nombre de conditions qui la rendent admissible en bourse, à savoir :

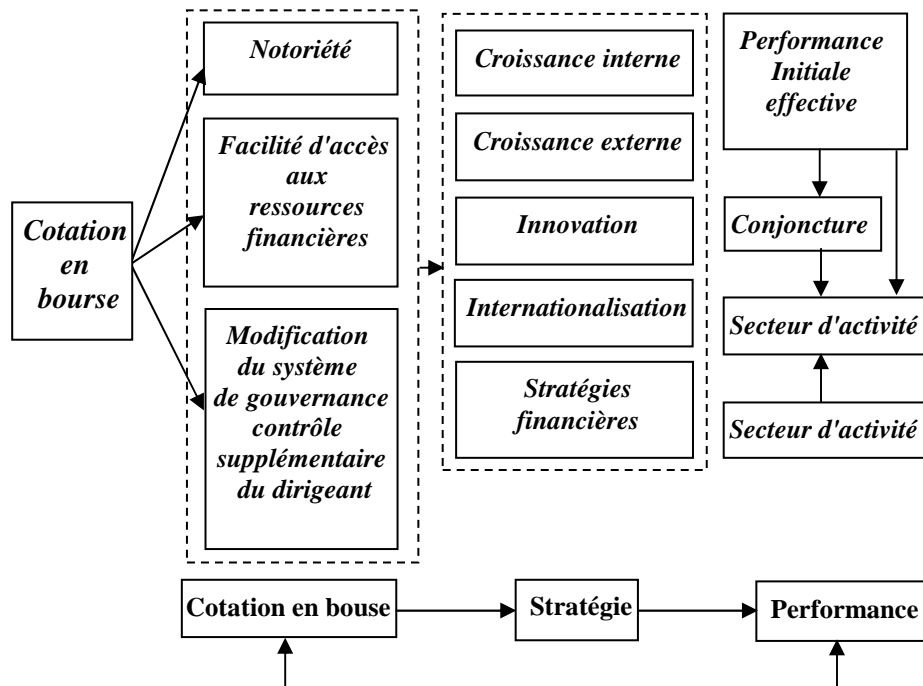
- L'entreprise doit d'abord présenter de bonnes perspectives, notamment son historique ou ses performances financières.
- Elle doit présenter un business plan valable.
- Elle doit avoir un niveau de transparence qui permet d'assurer la sécurité et la protection des investisseurs.
- Elle doit présenter un listing sponsor qui va l'accompagner dans le processus d'introduction en bourse, l'assister et s'assurer tout au long de son existence dans le marché alternatif du respect de ses obligations.

II. Les enjeux de la mise en place d'un marché alternatif :

La mise en place d'un marché alternatif dans n'importe quel pays représente une véritable révolution dans le système économique et financier car elle est considérée comme une nouvelle plate-forme du marché des valeurs mobilières qui représente une opportunité considérable, c'est donc une sorte d'épisode décisif de la vie des PME entraînant bien sûr des conséquences importantes et parfois critiques.

§ Les enjeux d'une introduction en bourse: On peut représenter les différents avantages d'une introduction en bourse à travers le schéma suivant :

Effets de la cotation sur la performance des PME



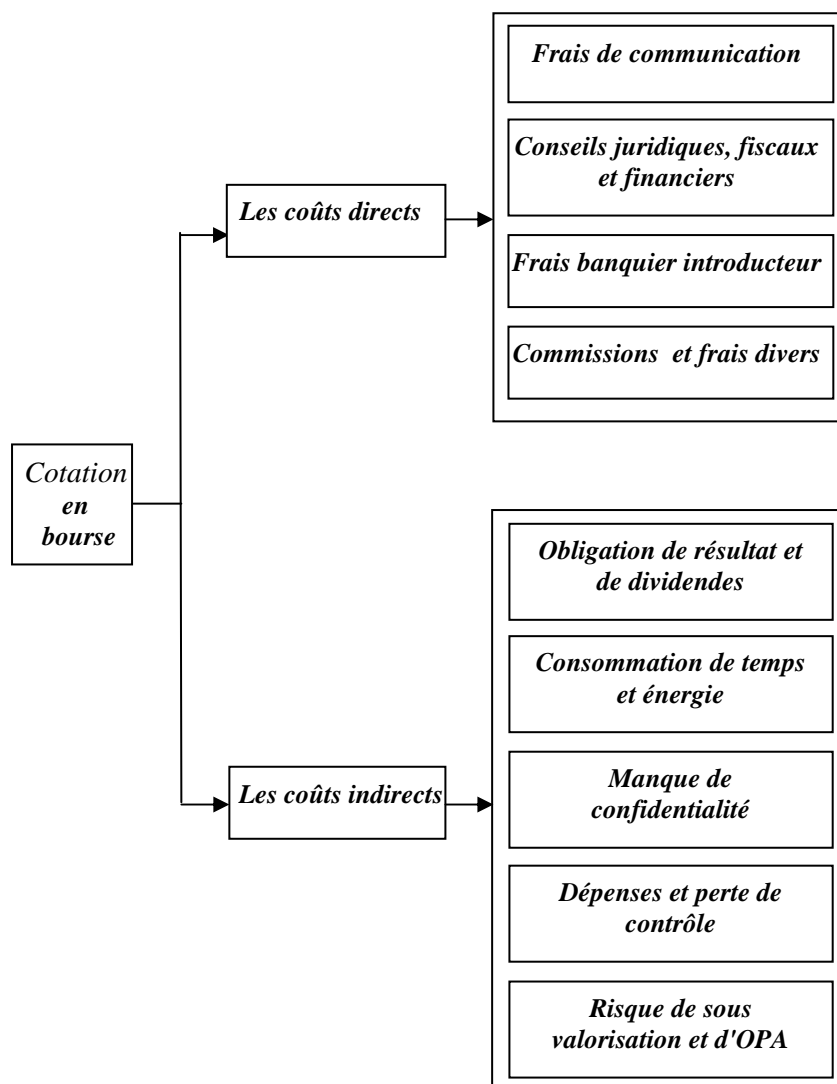
Source : Fadil Nazik et Ayouz Mourad « Gouvernance par le marché financier et la performance : test à partir d'un modèle dynamique à équations simultanées appliquées aux PME », working paper, HEC, 2004.

On peut constater à partir du schéma précédent que l'introduction en bourse ne représente pas pour les PME seulement une panoplie d'avantages qui dépassent l'objectif principal de cette introduction qui est l'obtention de sources de financement, mais cette opération va permettre aux entreprises de bénéficier des conditions plus souples et moins coûteuses pour :

- Lever des fonds.
- Renforcer leurs ressources.
- Réduire l'endettement.

- Assainir leurs situations financières, ce qui leur permet d'augmenter la taille.
 - Réaliser des projets plus importants et conquérir de nouveaux marchés.
 - Améliorer l'image de marque de la société par rapport à la compétition, clients, fournisseurs et employés (par la voie des stocks options), et lorsque l'entreprise atteint un certain niveau de notoriété ceci lui donnera auprès des tiers une renommée de prestige et plus de transparence et de crédibilité grâce à la publication continue qui est considérée comme une publicité gratifiante et gratuite
 - La cotation en bourse impliquera l'entreprise dans une discipline nouvelle imposée par le marché financier, d'où la réduction de la latitude discrétionnaire des dirigeants des PME, ce qui les incitera à gérer dans le sens de l'intérêt général.
 - La bourse intervient comme ultime système de contrôle du moment que les actionnaires ont la possibilité de vendre leurs titres sur le marché financier, baisser la valeur de la société et agir sur la rémunération des managers, voir les remplacer (2).
 - L'existence d'un marché alternatif concurrentiel permet grâce à l'offre publique d'achat d'assurer la conformité entre les objectifs fixés par les dirigeants et ceux fixés par les actionnaires (3).
 - La cotation permet d'améliorer la durabilité, la survie et la pérennité de l'entreprise par la voie de la transmission des titres.
- § Les contraintes d'une introduction en bourse: On peut citer les inconvénients liés à une introduction en bourse à travers le schéma suivant:

Les contraintes d'une introduction en bourse



Source : Bodie Zvi et Robert Merton « Finance », Village mondial, Paris, Pearson Education France, 2001.

III. Historique des PME tunisiennes :

Les PME tunisiennes ont vécu plusieurs épisodes importants dont il est nécessaire de faire le point, et cela depuis l'indépendance de la Tunisie en 1956 (4).

1- La nationalisation de l'économie 1956-1960: Cette phase s'est distinguée par la nationalisation des secteurs clefs de l'économie tels que l'infrastructure, l'industrie et les services. Ce qui ne voulait pas signifier le passage vers une économie socialiste, mais seulement ce contrôle visait également le maintien d'une vision libérale, la promotion des investissements et l'ouverture du commerce extérieur.

2- La phase socialiste 1961-1969 : Durant cette phase la Tunisie a connu une accélération du processus de collectivisation, notamment dans le secteur agricole et la promotion de l'institution de coopératives dans les divers secteurs économiques. Ces procédures ont abouti en 1969 à la mainmise de l'état sur le commerce de gros et de détail, une partie importante de l'industrie et du secteur bancaire et du transport (5). Mais cette expérience n'a duré que quelques années (1965-1969) et cela est dû aux grandes difficultés rencontrées par cette expérience socialiste, elle a été donc interrompue surtout après la parution d'un rapport de la banque mondiale sur le déficit des entreprises publiques tunisiennes.

3- La transition vers l'économie de marché 1970-1976 : Durant cette phase la Tunisie a commencé à mener une nouvelle politique de développement et de rétablissement orientée vers l'économie de marché et la propriété privée, d'où la nécessité de donner la priorité aux PME et à l'industrie légère avec une plus grande souplesse dans le soutien de l'investissement extérieur en donnant bien sûr la priorité majeure à l'agriculture et gardant en même temps le contrôle sur le secteur primaire de l'économie.

Afin de promouvoir le secteur privé, le gouvernement tunisien a procédé à la création de nouvelles institutions telles que :

- Le centre de promotion des exportations CEPEX
- Le fonds de promotion et de la décentralisation industrielle FOPRODI
- L'agence de la promotion de l'industrie API

Ces institutions ont pour objectif de moderniser et de simplifier la politique industrielle.

4- La mise en œuvre du Programme d'Ajustement Structurel 1977-1986: Le Plan d'Ajustement Structurel est venu suite au déséquilibre économique dû à la grande dépendance de la Tunisie des recettes pétrolières à la fin des années 70, ce qui l'a entraîné à étendre son endettement extérieur, en plus le manque d'investissement de base de l'état dans l'infrastructure a bien évidemment dissuadé les investisseurs privés et freiné la croissance.

Durant les années 80, les recettes pétrolières ont connu une baisse considérable, ce qui a entraîné pour la première fois une croissance négative en 1986 de la Tunisie depuis son indépendance, d'où la reconnaissance de la crise qui est considérée comme la principale source de l'aggravation de la situation économique et financière. La Tunisie a donc négocié son premier programme d'ajustement économique en 1986.

5- Le défi de l'économie tunisienne et le **Plan d'Ajustement Structurel 1987-1996**: les accords mis en place entre le gouvernement tunisien et le Fonds Monétaire International (FMI) concernant le PAS envisageaient des ajustements au niveau des instruments essentiels de la politique économique et financière, notamment en ce qui concerne la taxation, le commerce extérieur, la tarification, la politique des revenus et le service public. Les objectifs de ces accords visaient la croissance des exportations des produits agricoles et manufacturés ainsi qu'une augmentation des recettes touristiques et des réductions importantes dans le budget d'investissement du gouvernement.

6- La Tunisie depuis 1996 à nos jours: Après l'annonce du programme de mise à niveau suite à l'accord d'association signé avec l'Union Européenne en 1995 visant le démantèlement progressif des barrières douanières, le nouveau défi pour l'économie tunisienne vient d'être lancé avec la mise en œuvre des plans de développement pour les perspectives de l'année 2012. Dans le cadre des plans de développement quinquennaux lancés depuis 1957, le neuvième a un objectif un peu particulier, car ce plan qui a été

élaboré suite à l'accord de libre échange avec l'Union Européenne prévoit une libéralisation commerciale considérable ainsi qu'une coopération financière et technique très avancée dans plusieurs domaines.

Ces différents épisodes ont considérablement marqué l'histoire des PME tunisiennes qui continuent de faire face à des difficultés sur le plan du financement, de la gestion, et de la technologie.

IV. Le financement des PME tunisiennes :

La principale source de financement pour les PME tunisiennes a toujours été le crédit bancaire, d'où le privilège accordé à l'approche classique de financement qui combine crédit bancaire et autofinancement (6). Ce système a réussi à prévaloir pendant un demi siècle, mais il ne pouvait plus résister, car la mondialisation exige une compétitivité soutenue non seulement sur les marchés extérieurs mais aussi sur le marché local, d'où le besoin des PME d'un double financement afin de pouvoir développer leurs activités. A partir de là, le passage au financement direct est devenu une alternative incontournable, et ainsi le principal objectif du pouvoir économique qu'est la transition d'une culture bancaire vers une culture de marché s'est manifesté pour permettre de résoudre l'équation de l'offre et la demande et de faire du financement direct un principe de base du financement de l'économie tunisienne (7). Néanmoins, les conditions d'admission dans la bourse tunisienne ne stimule pas les entreprises au recours à l'émission d'actions en raison de plusieurs facteurs qui empêchent leur introduction en bourse. Ces facteurs sont :

- L'obligation de l'historique des comptes et publication des états financiers des deux exercices précédents la demande d'admission.
- Le marché boursier est réservé aux sociétés déjà constituées, sociétés dont le nombre des actionnaires dépasse les 200 et aux sociétés dont le capital social dépasse les trois millions de dinars tunisiens.
- L'entreprise doit présenter une copie des deux derniers exercices qui doivent impérativement être bénéficiaires.

- Exigence de structures organisationnelles au sein de l'entreprise.
- La réticence des entreprises vis-à-vis de la transparence.
- La dilution du capital et donc le contrôle au sein de l'entreprise et l'incertitude sur l'évolution des cours.
- L'obligation d'information et de publication des comptes pouvant servir la concurrence.
- Les besoins des entreprises en matière d'investissement sont limités.
- Les capitalisations des candidats à la bourse sont de taille réduite.

Les entreprises tunisiennes se sont retrouvées ainsi dans l'impossibilité de se conformer aux exigences légales et de remplir les conditions d'introduction en bourse. C'est la raison pour laquelle la création d'un nouveau compartiment de la bourse est devenue une nécessité incontournable pour permettre aux petites et moyennes entreprises de s'adresser à la bourse à travers des conditions d'introduction et des procédures de cotation assouplies.

V. La naissance du marché alternatif en Tunisie :

Les pouvoirs publics ont lancé le 03 décembre 2007 un marché alternatif sur la bourse de Tunis destiné aux PME et cela afin de les stimuler à multiplier leurs investissements pour réaliser l'objectif principal de l'état qui est la création de 70 000 entreprises et 210 000 emplois nouveaux. Cette initiative s'est vue réalisée après s'être inspiré de l'expérience française dans ce domaine, c'est-à-dire Alternext qui a été créé en mars 2005 suite à la fusion du premier, second et nouveau marché spécifiquement destiné aux PME (8).

1- Les conditions d'admission au marché alternatif tunisien : Ce marché est caractérisé par des conditions d'introduction et une procédure d'activité plus souple que le marché principal (9). qu'on peut énumérer comme suit :

- L'entreprise doit avoir de bonnes perspectives : un business plan valable.

- Une organisation et un système d'information sécurisants.
- Une volonté de respect des exigences d'information du marché
- La diffusion de titres dans le public.
- L'accompagnement par un listing.

Il est important de noter que l'entreprise bénéficie de l'assistance et la caution d'un professionnel avant son introduction en bourse ainsi que tout au long de sa présence sur le marché alternatif, et de l'assimilation à une diffusion des titres de capital de la participation lors de l'ouverture du capital de 05 institutionnels dans les limites de 05% par actionnaire et de la détention par deux investisseurs institutionnels de 20% du capital depuis plus d'un ans.

2- Le dossier d'admission dans le marché alternatif tunisien : Ce dossier doit contenir (10):

- Les états financiers certifiés des deux derniers exercices lorsque l'âge de la société le permet.
- Des prévisions sur cinq (05) ans.
- Un rapport d'évaluation
- Un prospectus visé par le CMF.
- Un engagement de respect des obligations d'information.
- L'attestation par un listing sponsor de la réalisation de diligence d'admission.

VI. Les entreprises cotées sur le marché alternatif tunisien :

En 2007 et avant la mise en service du marché alternatif tunisien, 17 entreprises étaient déjà prêtes à faire partie du futur marché alternatif dont 03 d'entre elles devaient être introduites au cours du troisième trimestre 2007 (11). Mais depuis son inauguration officielle en décembre 2007, le marché alternatif tunisien n'a réalisé qu'une première et unique opération portant l'augmentation de capital par offre publique de souscription (IPO initial public offering) de la société de production agricole Teboulba « SOPAT », second opérateur du secteur des viandes blanches sur le marché tunisien.

Cette introduction devait porter le capital social de l'entreprise à 10 millions de dinars contre 7,3 millions avant son introduction et

cela à partir de l'émission de 522 742 actions au prix de 11 dinars, soit 05 dinars nominal et 06 dinars de prime d'émission (12).

La SOPAT visait avec cette augmentation de capital par le biais du marché alternatif de la bourse de Tunis une réduction de son endettement qui était considéré comme très élevé par les principaux analystes, contre 50% pour son principal concurrent « El Mazraa » du groupe Poulina, société qui est cotée en bourse.

~ Le business plan de SOPAT : Le plan d'affaires de SOPAT visait à travers l'introduction en bourse à améliorer sa structure financière, diminuer son endettement et stimuler son activité. Il a été élaboré en se basant sur plusieurs hypothèses pour chaque créneau de production de la société. Ce business plan se présentait comme suit :

Le business plan en million de dinars tunisiens

P : prévision

Année	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
Désignation						
Chiffre d'affaires	29,6	31,7	35,0	38,8	42,9	46,7
Taux de croissance	12,1%	7,1%	10,6%	10,7%	10,7%	8,9%
Marge brute	6,4	7,6	8,5	10,0	11,2	12,4
Taux de marge	21,6%	24,1%	24,2%	25,9%	26,1%	26,5%
Excédent brut	1,9	2,1	2,8	3,8	4,6	5,4
Taux EBE	6,4%	6,8%	8,0%	9,9%	10,79%	11,6%
Bénéfice net	1,8	1,1	2,5	3,6	4,5	4,9
Taux de bénéfice	6,1%	3,3%	7,1%	9,4%	10,6%	10,4%

Source : SOFICOP

En analysant les données présentées dans le tableau on remarque que les prévisions élaborées par SOPAT montrent de bonnes perspectives de croissance et une amélioration progressive de

la performance en termes de bénéfice net, passant de 1,8 millions de dinars en 2006 à 4,9 millions de dinars en 2011, quant à la marge brute elle devrait progresser de 6,4 millions de dinars à 12,4 millions de dinars en 2011. Ces prévisions élaborées par le business plan ne peuvent avoir qu'un impact positif sur la situation financière de l'entreprise grâce à la cotation en bourse suite à la réduction de l'endettement et la baisse importante des charges financières par le remboursement anticipé des dettes. En effet, la dette nette devrait passer de 10,256 millions de dinars en 2006 à 3,8 millions de dinars en 2011.

Conclusion

Malgré les divers avantages que peut procurer la cotation sur le marché alternatif qui permet la diversification des ressources, la réduction des coûts de financement, l'augmentation des fonds propres, le renforcement de la notoriété et de l'image de marque, ainsi que les différents avantages fiscaux offerts, nous n'avons pu enregistrer qu'une seule introduction sur le marché alternatif tunisien, et cela est dû certainement à la réaction des PME tunisiennes qui se voient désavantagées par leurs faibles tailles et leur manque d'expérience en matière de financement direct et les difficultés auxquelles elles doivent faire face dans le processus d'intégration dans ce nouveau système. En outre, il y a lieu de citer un autre facteur lié aux coûts jugés trop élevés de l'introduction et de la sortie pour les PME locales, ce qui les décourage bien évidemment à opter pour le financement alternatif (une seule PME cotée « SOPAT »).

Les PME sont donc appelées à considérer les avantages et les inconvénients relatifs aux enjeux et conséquences de la cotation en bourse avant de se décourager à une éventuelle introduction en bourse.

Bibliographie :

- 1- Le marché alternatif « Publication de la bvmt en date du 31/12/2007, (Centrale Babel, Bloc E, Mont Plaisir, 1075 Tunis).
- 2- Fadil Nazik et Ayouz Mourad « Gouvernance par le marché financier et la performance : test à partir d'un modèle dynamique à équations simultanées appliquées aux PME », working paper, HEC, 2004.
- 3- Bodie Zvi et Robert Merton « Finance », Village mondial, Paris, Pearson Education France, 2001.
- 4- Murphy Emma « Economic and Political change in Tunisia : From Bourguiba to Ben Ali », 1999.
- 5- Morisson Christian et Talbi Béchir, « Financial sector reform in Morocco and Tunisia » 1996, imf.org
- 6- Ben Jemaa Ahmed, Smart finance et Robinson, Ian, Gma Capital Market « Etude de diagnostic et de recommandation pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie », étude réalisée pour le CMF, CMF.org
- 7- Moez Ahmed, « Les sources de financement des PME et la mise en place d'un marché alternatif tunisien », HEC Carthage- Maîtrise en sciences comptables, 2008
- 8- Bellegrade Rollande « La bourse et le financement des PME » Conférence Tunis, mardi 15 novembre 2006.
- 9- Bourse des valeurs mobilières de Tunis, www.bvmt.tn
- 10- Zineb Guellouz Présidente du Conseil de marché financier CMF, workshop organisé par Tunisie valeurs, 31/05/2007.
- 11- Muxula bourse : IOB en bourse tunisienne- analyse sur l'introduction de SOPAT en bourse, 2008.
- 12- Tunisie valeurs : bvmt.