

Les PME Tunisiennes et le Marché Alternatif

« Cotation de SOPAT »

Mohamed Mehdi DHAOUI

Assistant contractuel -ISEAH Mahdia, Tunisie

1, rue 3 septembre, Ben Arous 2013- Tunisie

Tél : +216 97 54 63 40

E-mail : dhaouimehdi@yahoo.fr

Dirigé par

Philippe CASTELNAU

Maître de Conférences- INT Management Evry

Résumé

Les petites et moyennes entreprises (PME) et les petites et moyennes industries (PMI) constituent aujourd'hui les principaux piliers de l'économie moderne. S'employant dans la majorité des secteurs, elles occupent le premier rang dans la création d'emplois, la production des biens et services et la génération de la valeur ajoutée, la richesse, et la croissance non seulement dans les pays industrialisés mais aussi dans les pays en voie de développement.

Cela dit, Le tissu économique subit aujourd'hui des mutations considérables. La mondialisation, la déréglementation des marchés, l'intégration régionale, la privatisation, l'intensification de la concurrence devenue internationale, rendent le rôle des PME de plus en plus mitigé et les menaces de leur disparition de plus en plus probables. Leur survie dépend désormais de l'influence, de la pression et des contraintes que pèsent l'environnement mondial, des décisions et orientations stratégiques de leurs dirigeants, des orientations accompagnées généralement par des besoins croissants de ressources humaines et matérielles.

C'est dans ce contexte que nous nous sommes focalisés sur la situation des PME tunisiennes, nous avons présenté dans un premier lieu les événements les plus marquants de leur histoire depuis l'indépendance du pays en 1956 jusqu'à aujourd'hui, exposé dans un second lieu les modes traditionnels et nouveaux moyens de leur financement, notamment le marché alternatif, inauguré le 3 décembre 2007 comptant jusqu'à aujourd'hui une seule entreprise cotée SOPAT faisant l'objet d'une étude dans la troisième partie. Finalement nous avons complété notre travail par une discussion des enjeux et perspectives liés à l'introduction des PME tunisiennes dans ce mécanisme.

Nous avons constaté que l'opération d'introduction sur le marché alternatif réduit l'endettement élevé de SOPAT et les charges financières associées. D'autre part elle augmente sensiblement ses fonds propres, ce qui favorise la conduite des stratégies d'intégration verticale pour lesquelles elle a optées. Désormais SOPAT annonce une amélioration considérable de ses indicateurs de performance et manifeste de bonnes perspectives futures.

Thèmes de la communication : PME et finance, PME (théories, caractéristiques) et PME et croissance, concentration.

1. Introduction

Les petites et moyennes entreprises (PME) et les petites et moyennes industries (PMI) constituent aujourd'hui les principaux piliers de l'économie moderne. S'employant dans la majorité des secteurs, elles occupent le premier rang dans la création d'emplois, la production des biens et services et la génération de la valeur ajoutée, la richesse, et la croissance non seulement dans les pays industrialisés mais aussi dans les pays en voie de développement.

Il n'existe pas une définition standard des PME. En Tunisie, on peut rencontrer deux définitions alternatives, surtout utilisées en fonction de certains plans de financement le FONAPRAM et le FOPRODI :

1. Le décret 94-814 relatif aux critères pour le financement par le Fonds National de Promotion de l'Artisanat et des Petits Métiers (FONAPRAM) définit les petites entreprises comme celles ayant un coût d'investissement total (fonds de roulement inclus) qui n'excède pas 50 000 DT - 28 000 Euro environ (Ministère de la Coopération Internationale et de l'Investissement Extérieur).

2. Le décret 99-484 relatif à la promotion des PME par le Fonds de Promotion et de Décentralisation Industrielle (FOPRODI) définit les petites et moyennes entreprises du secteur industriel et du secteur tertiaire comme celles ayant un investissement total de moins de 3 millions DT - 1,2 millions Euro environ (Ministère de la Coopération Internationale et de l'Investissement Extérieur).

Cependant, un large consensus semble exister parmi les responsables nationaux¹ ; c'est une définition non officielle disant que toute entreprise employant entre 10 et 100 travailleurs appartient au groupe des PME. Cette définition n'est cependant pas clairement prononcée et n'a paru sur aucun document officiel.

Au niveau européen, La commission européenne² considère comme PME les entreprises bénéficiant d'une certaine indépendance avec moins de 25% du capital détenu par une grande entreprise, dont le nombre d'employés n'excède pas les 250 personnes, le chiffre d'affaire annuel inférieur à 40 millions d'euros et le total du bilan ne dépassant pas les 27 millions d'euros. Le critère de nombre d'employés ne constitue pas le seul critère de taille pour les PME³.

2. Aperçu historique des PME tunisiennes

Depuis l'indépendance du pays en 1956, les PME tunisiennes ont vécu plusieurs épisodes décisifs qui ont marqué leur histoire⁴.

1956-1960 : Nationalisation de l'économie

¹ Di Tommasso, Marco R., Lanzoni, Elena et Rubini, Lauretta, «Soutien aux PME dans les pays arabes. Le cas de la Tunisie », Projet coordonné par Stefano Giovanelli.

² Commission des C.E. Rapport au conseil, sec 92, 351- 29 Avril 1992

³ Miloud, Tarek, « Structure financière et performance économique des PME : Etude empirique sur les entreprises belges », UCL.

⁴ Murphy, Emma, C., « Economic and Political Change in Tunisia : from Bourguiba to Ben Ali », 1999

La première phase, entre 1956 et 1960, est une phase de « Tunisification » de l'économie caractérisée par une nationalisation des secteurs clefs, à savoir l'infrastructure, l'industrie et les services. Ce contrôle public n'était pas synonyme d'une orientation socialiste du gouvernement, son but était de maintenir également une vision libérale basée sur une ouverture du commerce extérieur et une promotion des investissements. Malgré l'encouragement et les incitations fiscales et les facilités de crédit, ces efforts n'ont été malheureusement pas couronnés de succès.

1961-1969 : La phase socialiste

En 1961, Ben Salah prend le pouvoir économique du pays après sa nomination à la fois comme Ministre des Finances, du Commerce et de l'Industrie et des services de planification. Ces années socialistes ont été témoin d'une accélération du processus de collectivisation, en particulier dans le secteur agricole, le gouvernement a aussi promu l'institution de coopératives dans les autres secteurs économiques. En août 1969, le secteur public englobe le commerce de gros et de détail, une partie importante de l'industrie et du secteur bancaire ainsi que les transports, l'électricité et les mines étaient déjà sous contrôle de l'Etat⁵.

L'expérience coopérative a duré quelques années seulement (1965-1969) avant de rencontrer des difficultés insurmontables dans son application. L'expérience socialiste a été interrompue en septembre 1969 lorsque le président Bourguiba a suspendu Ben Salah de ses fonctions, suite à la parution d'un rapport de la Banque mondiale sur le déficit des entreprises publiques.

1970-1976 : Vers une économie de marché

Avec l'arrivée de Hédi Nouira, ancien directeur de la Banque Centrale de Tunisie, au Ministère de l'Economie et ensuite en tant que Premier Ministre en 1970, la Tunisie s'est réorientée vers une économie de marché et la propriété privée. Une nouvelle politique de développement a été menée basée sur la nécessité de rétablir une économie de marché, d'accorder la priorité dans l'industrie aux PME et à l'industrie légère, de soutenir l'investissement extérieur et de donner la priorité majeure à l'agriculture, le gouvernement doit alors maintenir le contrôle sur le secteur primaire tout en ouvrant le reste de l'économie au secteur privé.

Nouira a procédé à la création de nouvelles institutions dont le but était de promouvoir le secteur privé, telles que l'Agence de la Promotion de l'Industrie (API), le Centre de Promotion des Exportations (CEPEX) et le Fonds de Promotion et de Décentralisation Industrielle (FOPRODI), avec l'objectif de rationaliser, moderniser et simplifier la politique industrielle. De plus, de nouvelles lois sont venues encourager l'investissement extérieur et intérieur. La première loi offrant des incitations aux investisseurs étrangers pour la création d'industries manufacturières a été promulguée en 1972 (loi 72-38), cette loi accordait plusieurs avantages aux projets industriels approuvés : une panoplie de réductions fiscales, des importations hors taxes de matériaux d'équipement, des matières premières et des biens.

2.4. 1977-1986 : Le déséquilibre économique et la mise en oeuvre du Programme d'Ajustement Structurel

A la fin des années 70, la Tunisie était trop dépendante des recettes pétrolières et avait étendu son endettement extérieur, Le manque d'investissement de base de l'Etat dans l'infrastructure

⁵ Morisson, Christian, et Talbi, Béchir, « financial sector reform in Morocco and Tunisia », 1996, imf.org

a entravé la croissance et dissuadé les investisseurs privés, Les années 80 ont été moins avantageuses que la décennie précédente avec la baisse des recettes pétrolières. En 1986, la Tunisie a connu sa première année de croissance négative depuis son indépendance.

Les agitations sociales ont également augmenté de façon dramatique pendant cette période, Pour faire face à ce déséquilibre interne et à la dette extérieure, la Tunisie a négocié son premier programme d'ajustement économique en 1986 et a finalement reconnu la crise qui était à l'origine de cette aggravation de la situation économique et financière.

2.5. 1987–1996 : Le PAS et le défis de l'économie globale

En 1986, le gouvernement s'est officiellement mis d'accord avec le FMI (Fonds monétaire international) sur la mise en place d'un Programme d'Ajustement Structurel (PAS). Le programme envisageait des réajustements considérables au niveau des instruments essentiels de la politique économique et financière, surtout dans les domaines de la taxation, la tarification, le commerce extérieur, le service public et la politique des revenus. La stratégie dépendait entre autre d'une croissance d'exportations des produits agricoles et des produits manufacturés ainsi que d'une augmentation des recettes touristiques et des réductions sévères dans le budget d'investissement du gouvernement.

2.6. La Tunisie aujourd'hui

Depuis 1996, la Tunisie a annoncé un programme de mise à niveau qui représente une partie intégrante de l'Accord d'association de 1995 signé avec l'UE pour démanteler progressivement les barrières douanières. Il représente un nouveau défi pour l'économie tunisienne.

Le gouvernement a mis en oeuvre ses plans de développement pour les 15 années suivantes. L'objectif principal du Neuvième Plan de Développement (1997-2001) ; qui vient dans le cadre des plans de développement quinquennaux lancés depuis 1957, est la mise à niveau de l'économie tunisienne tel qu'il a été fixé par le gouvernement. Ce plan a été élaboré surtout en vue de l'accord de libre-échange avec l'Union européenne qui prévoit une libéralisation commerciale considérable et une coopération financière et technique accrue dans beaucoup de domaines.

Ces différentes phases ont marqué profondément l'histoire des PME tunisienne. Aujourd'hui malgré les efforts entrepris, les entreprises rencontrent plusieurs difficultés au niveau du financement, de la gestion, de la technologie et au niveau informationnel. D'autre part La distribution de leur activité industrielle démontre une concentration élevée dans les régions côtières du pays, alors que plus de 90% de des emplois sont toujours offerts dans les régions de Tunis, Sfax, Nabeul, Gabès et l'axe Sousse et Monastir et bizerte. Leurs activités couvrent les secteurs de Textile et habillement, les articles en cuir et chaussures, le bois et l'ameublement, les produits agro-alimentaires les matériaux de construction les produits mécaniques et métalliques, produits électriques et électroniques et autres produits manufacturiers.

3. Le financement des PME tunisiennes

L'entreprise tunisienne a toujours eu un modèle de financement externe reposant essentiellement sur le crédit bancaire qui était la principale ressource disponible. Par conséquent, elle a longtemps privilégié une approche classique de financement qui combine

crédit bancaire et autofinancement⁶. Mais avec l'introduction de nouvelles sources telles que le leasing, le marché financier, les SICAR, elle dispose désormais d'un choix plus grand de financement.

3.1. Les modes traditionnels de financement de PME

Les deux principales sources de financement des investissements utilisées par les PME tunisiennes sont l'autofinancement et le crédit bancaire à moyen terme. En effet, le système bancaire assure, à lui seul, le crédit. Chaque entreprise aura un schéma financement des plus classiques, soit un capital constitué de fonds propres à hauteur de 10% et 90% des crédits. Ce schéma de financement a conduit à un surendettement des PME qui n'arrivent pas à générer la rentabilité escomptée de leurs projets et se trouvent, ainsi, dans l'incapacité d'honorer leurs engagements vis-à-vis de leurs banquiers

Ce système a réussi à tenir 50 ans durant, mais ne pourrait plus résister. A cet effet, la mondialisation exige une compétitivité soutenue non seulement sur les marchés extérieurs mais aussi sur le marché local, d'où les besoins de PME en financement à diversifier les sources de financement et avoir un financement double pour pouvoir développer leurs activités, investir dans la recherche et conquérir de nouveaux marchés.

3.2. Les nouveaux modes de financement

Afin de diminuer la forte dépendance entre les banques et les entreprises et réduire le déséquilibre risqué entre la proportion d'emprunt par rapport aux capitaux propres, qui rend l'entreprise de plus en plus vulnérable à la conjoncture économique, les sociétés ont senti la nécessité de diversifier les sources de financement, notamment le recours à d'autres formules de financement tels que l'emprunt obligataire, le leasing, l'ouverture du capital à de nouveaux investisseurs et accessoirement d'autres financements.

4. Le passage au financement direct

Désormais, le principal objectif du pouvoir économique est la transition d'une culture bancaire vers une culture de marché, 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.

Néanmoins, les candidats potentiels à la cotation sur le marché financier sont très peu nombreux et préfèrent le non recours à l'émission d'action sur la bourse pour plusieurs raisons qualifiées de facteurs de blocage notamment:

- le marché boursier est réservé aux sociétés déjà constituées, sociétés dont le nombre des actionnaires dépasse les 200 actionnaires et aux sociétés dont le capital social dépasse les trois millions de TND.

- l'obligation de l'historiques des comptes et publication des états financiers des deux exercices précédents la demande d'admission.

- Exigence de structures organisationnelles

- Exigence des deux derniers exercices bénéficiaires

⁶ Ben Jemaa, Ahmed, Smart finance et Robinson, Ian, Gma Capital Markets, « Etude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie » Etude réalisée pour le Conseil des marchés financiers CMF, CMF.org.tn

- les entreprises sont réticentes à la transparence
- la dilution du capital et donc le contrôle au sein de l'entreprise et l'incertitude sur l'évolution des cours.
- Les obligations en matière d'informations et de publication des comptes pouvant servir la concurrence.
- les capitalisations des candidats à la bourse sont de taille réduite
- les besoins en investissements des entreprises sont limités

Les entreprises estiment alors ne pas pouvoir se conformer aux exigences légales et les conditions d'admissions à la bourse, pour s'adresser au marché financier. C'est ainsi qu'une nécessité apparaît de créer un compartiment de la bourse destiné aux petites et moyennes entreprises, caractérisé par des conditions d'accès et une procédure de cotation plus souple.

5. L'expérience du marché alternatif

S'inspirant de l'expérience française en la matière (Alternext créé en mai 2005 suite à la fusion du Premier, Second et Nouveau Marché spécifiquement dédié aux PME⁷) et pour un objectif de création de 70 000 entreprises et 210 000 emplois nouveaux, les pouvoirs publics en Tunisie ont lancé le 3 décembre 2007 un marché alternatif sur la bourse de Tunis destiné au financement des PME, à des conditions plus souples que la cote officielle de la Bourse et élargissant la panoplie de choix de ressources de financement.

La création de ce marché s'inscrit dans le cadre d'un programme cohérent qui comporte un ensemble de dispositions visant à faciliter l'introduction des entreprises en bourse et à impulser l'investissement. Ce marché constitue un des mécanismes mis en place par l'Etat en vue de stimuler le marché financier et d'accroître sa contribution à la mobilisation de l'épargne et au financement de l'économie.

5.1. Les conditions d'admission et spécificités du marché alternatif

Plusieurs conditions doivent se réunir avant que l'entreprise puisse être admise en bourse⁸. L'accès d'une société au marché alternatif n'impose pas de conditions sur la taille, d'abord l'entreprise doit présenter de bonnes perspectives, l'historique ou les performances financières, et un business plan valable. La société doit avoir, cependant, un niveau de transparence qui permet d'assurer la sécurité et la protection des investisseurs. Elle doit désigner un Listing Sponsor qui va l'accompagner dans le processus d'introduction en bourse, l'assister et s'assurer tout au long de son séjour dans le Marché Alternatif, du respect de ses obligations d'information.

Le marché alternatif est caractérisé par des conditions d'introduction et une procédure d'activité plus souple que le marché principal⁹. En effet il n'existe pas d'exigence de capital minimal, âge, taille ou dividendes, l'entreprise bénéficie aussi de l'assistance et caution d'un professionnel avant l'introduction en bourse et tout le long de la présence sur le marché alternatif et L'assimilation à une diffusion des titres du capital de la participation lors de l'ouverture du capital de 5 institutionnels dans les limites de 5 % par actionnaire et de la détention par deux investisseurs institutionnels de 20 % du capital depuis plus d'un an.

5.2. Les entreprises cotées sur le marché alternatif

⁷ Bellegarde, Roland, 2006, « la bourse et le financement des PME». Conférence Tunis, mardi 15 novembre 2006

⁸ Le marché alternatif Publication du de la bourse des valeurs mobilière de Tunis en date du 31/12/2007, (Central Babel, Bloc E, Mont Plaisir, 1073 Tunis)

⁹ Bourse des valeurs mobilières de Tunis www.bvmt.tn

Depuis son inauguration officielle en décembre 2007, cette nouvelle plate-forme a réalisé une première et unique opération portant sur l'augmentation de capital par offre publique de souscription (IPO initial public offering) de la Société de production agricole Té Boulba « SOPAT », second opérateur du secteur des viandes blanches sur le marché tunisien. Elle doit permettre de porter le capital social de l'entreprise à 10 millions de dinars (5,57 millions d'euros) contre 7,3 millions (4 millions d'euros) initialement, par l'émission de 522 742 actions au prix de 11 dinars (6,13 euros), soit 5 dinars (2,78 euros) nominal et 6 dinars (3,34 euros) de prime d'émission¹⁰.

Avec cette augmentation de capital via le marché alternatif de la Bourse de Tunis, la SOPAT vise une réduction de son endettement jugé élevé par les principaux analystes. L'entreprise détient actuellement une part de marché d'environ 22 % contre 50 % pour son principal concurrent, le leader El Mazraa, du groupe Poulina, société cotée en bourse.

Les perspectives de croissance pour les années avenir sont elles aussi encourageantes ? Sachant qu'il est prévu un désendettement important de l'entreprise, combiné à un plan d'investissements qui devrait permettre de réduire les charges et de multiplier les économies d'échelle. Face aux résultats antérieurs et à ces perspectives, les analystes financiers de la place ont mis en valeur l'opportunité fiscale que constitue cette OPS pour les investisseurs.

Il faut noter que jusqu'à aujourd'hui l'opération SOPAT reste l'unique sur le marché alternatif puisqu'il est encore récent, au moins six autres entreprises sont attendues en 2008 dans le cadre d'un programme pilote visant à aider les PME à s'introduire en Bourse.

6. L'introduction de « SOPAT » au marché alternatif

6.1. Présentation de la société

La Société de production agricole Té Boulba « SOPAT », créée en 1988 par la famille LAHMAR et connue aujourd'hui sous le nom commercial « Mliha », est entrée en exploitation depuis 1990, employant 314 personnes et dont le capital est de 7,386 Million de dinars partagé en 1 477 258 actions d'une valeur nominale de 5 dinars.

Son activité principale est l'élevage et l'abattage des volatiles, elle tourne autour de trois axes essentiels la production de viande de poulet 3.8 tonnes, de viande de dinde 4 tonnes ; le revenu de la vente de viande blanche sous forme congelée, fraîche ou emballée représente 85% de son chiffre d'affaire ; la troisième activité est la fabrication des produits transformés ou sophistiqués tels que salami, saucisse et jambon représente 1.3 tonnes.

La société a opté pour des stratégies de diversifications et d'intégrations verticales en aval et amont par la création respectivement d'un réseau de points de vente sous l'enseigne « Mliha », le développement du concept de fast-food à base de viande blanche sous la marque « Chicos » et par l'achat de sociétés oeuvrant dans l'élevage, la couvaison, et la production d'aliments pour animaux.

L'objectif de SOPAT est de diversifier son activité dans des domaines annexes, augmenter la notoriété de la marque et consolider sa position sur le marché de viande blanche en Tunisie.

¹⁰Introduction de SOPAT sur le marché alternatif analyse réalisée par Maxula bourse intermédiaire en bourse Tunisie

Pour se faire, l'entreprise perçoit un besoin énorme d'accroître ses fonds et rechercher des sources de financement à faible coût pour réduire son endettement élevé et sa dépendance aux banquiers (remboursement par anticipation d'une partie de la dette bancaire s'élevant à 3MTND)¹¹ avec comme objectif un endettement nul en 2011. L'introduction sur le marché alternatif semble être la meilleure solution pour aider SOPAT à atteindre ses cibles.

6.3. Analyse financière de la société

6.3.1. Un endettement élevé

Malgré sa baisse l'endettement de SOPAT reste trop important et pèse énormément sur sa rentabilité. Il s'est élevé à 10 266 milles dinars en 2006 à peu près 5735 milles euro enregistrant une nette diminution par rapport au niveau de 2004 (12 737 milles dinars à peu près 7 124 milles euro). D'autre part, Le ratio de dette sur capitaux propres a atteint 192,6% en 2006, en baisse par rapport à son niveau de 2004 (269%), mais reste toutefois une charge pour la société. La diminution de l'endettement en 2006 résulte principalement du remboursement de ses dettes, réalisé grâce au produit de la cession des immobilisations financières.

Notons que le ratio dettes nettes/ **Excédent Brut d'exploitaion** s'est élevé à 3,71 en 2006. Bien qu'en amélioration par rapport à 2005 (4.85), ce ratio dépasse encore la limite tolérable qui est de 3 fois.

Tableau 1 : levier financier
Source : MaxulaBourse

	2004	2005	2006
Risque d'insolvabilité			
Liquidité générale= Actif Circulant/Passif Courant	86.9%	78.3%	91.8%
Ratio de liquidité restreinte	61.7%	50.1%	61.6%
Risque financier			
Dettes/ Fonds Propres	269.3%	249.7%	192.6%
Dettes nettes (en mille TND)	12 737	10 015	10 266
Ratio de couverture des charges financières	-0,85	-1,73	-0,59
Dettes nettes/ Excédent Brut d'exploitation	3,54	4,85	3,71
Gearing = Trésorerie Nette / Capitaux Propres	243.5%	216.6%	169.3%

Un examen attentif du risque d'insolvabilité, montre que la société ne dispose pas de la liquidité nécessaire pour répondre aux besoins immédiats, elle court le risque de ne pas honorer ses engagements dans les délais. En effet, le ratio de liquidité générale s'est maintenu à des niveaux inférieurs à celui d'équilibre (100%) tout au long de la période passée. Il s'est élevé à 91,8% en 2006, en progression par rapport à 2005, attestant de l'attention que porte le management de la SOPAT au respect de ses engagements à court terme.

Par ailleurs, le fort endettement est d'autant plus néfaste que la société opère dans le secteur agricole et ne paie donc pas d'impôt et, par conséquent, il ne procure même pas l'avantage fiscal qu'il est censé apporter.

6.3.2. L'équilibre financier

¹¹ Tunisie Valeurs intermédiaire en bourse, «introduction sur le marché alternative de SOPAT», 3 décembre 2007

L'analyse du levier financier montre encore l'importance du poids de l'endettement dans la structure de l'entreprise, une étude de l'équilibre financier confirme ceci. En effet le besoin de fond de roulement a augmenté sensiblement entre 2006 et 2005 de 355,8% passant à 4 168 529 TND (2 331 392 euro).

Tableau 2 : l'équilibre financier
Source : MaxulaBourse

	2004	2005	2006
Besoin en Fonds de Roulement	4 084 175	914 545	4 168 529
Variation du BFR	680,4%	-77,6%	355,8%
Fonds de Roulement	-1 618 511	-3 171 947	-832 206
Trésorerie Nette	-5 702 686	-4 086 492	-5 000 735
FR/BFR	-39,6%	-346,8%	-19,9%

En plus, Les trois années précédents l'introduction en bourse sont marquées par un déclin des indicateurs d'équilibre puisque le fond de roulement négatif tout au long de ses trois dernières années s'élevant à -1 618 511 (-905 207 euro), -3 171 947 (1 774 020 euro) et -832 206 TND (-465 440 euro) respectivement en 2004, 2005 et 2006.

Enfin, la trésorerie correspondante à la différence entre la disponibilité et les dettes financières à court terme indique une crise de trésorerie potentielle et une incapacité d'honorer les dettes exigibles à court terme, -5 702 686 TND (-3 189 422 euro) en 2004, -4 086 492 TND (-2 285 510 euro) en 2005, -5 000 735 TND (2 796 832 euro) en 2006. Les excédents c'est-à-dire le fond de roulement ne couvrent pas les besoins en fond de roulement ce qui confirme une gestion déséquilibrée.

6.3.3. Le plan d'affaire

L'introduction de SOPAT sur le marché alternatif et le recours au financement direct va sans doute améliorer sa structure financière, diminuer son endettement, et stimuler son activité. Le Business Plan élaboré dans ce contexte se base sur plusieurs hypothèses pour chaque créneau de production de la société. D'abord pour le marché de poulets l'hypothèse retenue est l'augmentation annuelle des ventes de 10% et la croissance de la marge commerciale de 17%, ensuite, pour le marché des dindes une croissance du chiffre d'affaire annuel de 10% et une augmentation de la marge commerciale de 27%, enfin le marché des produits sophistiqués la croissance du chiffre d'affaire sera de 15 % et de la marge commerciale de 60%, les prix de vente sont supposés demeurer au niveau de 2006.

Tableau 3 : le business Plan
En MTND
Source : SICOFI

	2006	2007e	2008p	2009p	2010p	2011p
Chiffre d'affaire	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%	10,7%	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%
e : espérés						
p : prévision						

Tableau 4 : Ratios et Indicateurs de Résultat
En mTND
Source : Tunisie Valeurs

	2006	2007e	2008p	2009p	2010p	2011p
Fonds Propres	6 065	12 874	15 356	20 481	23 070	17 750
Résultat Net	665	1 059	2 482	3 635	4 549	4 863
Taux de versement des dividendes (payout)	0%	0%	50%	50%	50%	50%
rentabilité économique (ROCE)	7,4%	17,7%	18,5%	23,1%	26,6%	28,3%
rentabilité des capitaux propres (ROE))	14,9%	11,8%	19,3%	24,7%	27,0%	25,1%
Autonomie financière (Gearing)	169%	20%	18%	10%	-4%	-17%
BFR (en % du CA)	14%	6%	11%	11%	12%	12%

Les prévisions et les estimations élaborées par SOPAT montrent de bonnes perspectives de croissance et une amélioration progressive de la performance en terme de Bénéfice Net, passant de 1,8 millions de dinars (1 million d'euro) en 2006 à une prévision de 4,9 millions de dinars (2,74 millions d'euro) en 2011. Le taux de marge brute, quant à lui, devrait progresser de 28% en 2007 à 30% en 2011 et ce principalement de l'intégration en amont, mais aussi de l'augmentation progressive de la part des produits élaborés (taux de marge moyen de 60%).

Le redressement de la situation permettra, selon le management, de distribuer 50% du résultat net sous forme de dividendes à partir de 2008. Néanmoins l'avantage fiscal dont bénéficie l'entreprise expirera en 2010, la société devrait donc payer un taux d'Impôts sur les sociétés de 30% à partir de 2011.

Selon le business plan, les prévisions et les perspectives d'avenir envisagent un impact positif de la cotation en bourse sur la situation financière de l'entreprise notamment grâce à la réduction de l'endettement et la baisse importante des charges financières par le remboursement anticipé des dettes, La dette nette devrait baisser de 10,256 MTND en 2006 à -3.8 MTND en 2011.

7. Les nouveaux défis de la concurrence pour les PME tunisiennes

Il est certainement vrai que la taille des PME tunisiennes, la nature de production (produit) et la concentration de leurs activités dans un ensemble étroit de secteurs productifs ne constituent pas un facteur clé de succès ou un avantage compétitif durable notamment dans un contexte évolutif de concurrence globale aigue et de mondialisation de plein essor.

A cet effet les petites entreprises locales doivent élargir leur champ d'opération chercher à adopter des actions innovantes, retrouver de nouvelles sources d'avantages compétitifs et essayer de surmonter leurs handicaps actuels. Face à cette hyper compétition, les actions des entreprises sont tributaires des ressources de la firme , de l'expérience accumulée ainsi que de la manière utilisée pour reproduire ou modifier le système d'offre¹².

¹² BORCHANI, Salma, « Gestion des actions réactions stratégiques et innovation : cas des entreprises tunisiennes leaders du secteur textile habillement », Université Paris 12, France, École Supérieure de Commerce de Sfax, 2007.

D'autre part l'adoption Bâle 2 et le respect de ces normes pour la mesure de risque intégreront prochainement de nouvelles réformes dans le dispositif législatif et réglementaire tunisien. Ceci entraînera probablement une réduction de l'offre des crédits bancaires et un renchérissement du coût de la dette des PME et des entreprises à faible rating¹³. Cependant, il va contraindre les entreprises à consolider leurs fonds propres représentant une opportunité de renforcer ses mesures prudentielles, favoriser une meilleure maîtrise des risques et un renforcement des assises financières des banques.

7.1. Le soutien public en faveur des PME

Conscient de l'impact des PME sur le croissance de l'activité économique et sociale et notamment sur l'emploi, il est dans l'intérêt de l'état de prendre des mesures fondamentales pour encourager ce secteur en élargissant l'accès aux fonds, soutenant la formation, renforçant les fonctions stratégiques et organisationnelles, encourageant la création d'entreprises et allégeant le fardeau de la réglementation.

STRAUSS¹⁴ souligne la priorité de l'ouverture au fonds dans le processus de soutien public. C'est dans ce contexte qu'un arsenal de mesures législatives, réglementaires et d'infrastructure a été employé par le gouvernement tunisien pour le développement et le financement des PME.

Tout d'abord, la mise en place des fonds de capital risque¹⁵ et l'élargissement de leurs champs d'intervention. Ensuite, la création de la banque de financement des petites et moyennes entreprises (BFPME) offrant de solutions adaptées pour les différentes phases de leur développement. Puis, la promulgation de la loi sur la sécurité financière qui vient couronner les efforts déployés pour l'amélioration de la gouvernance et du renforcement de la transparence. Enfin, pour compléter ces mesures, La réorganisation des marchés financiers par une décision du développement de la finance directe dont notamment la création du marché alternatif pour les PME

7.2. Les enjeux de la mise en place du marché alternatif

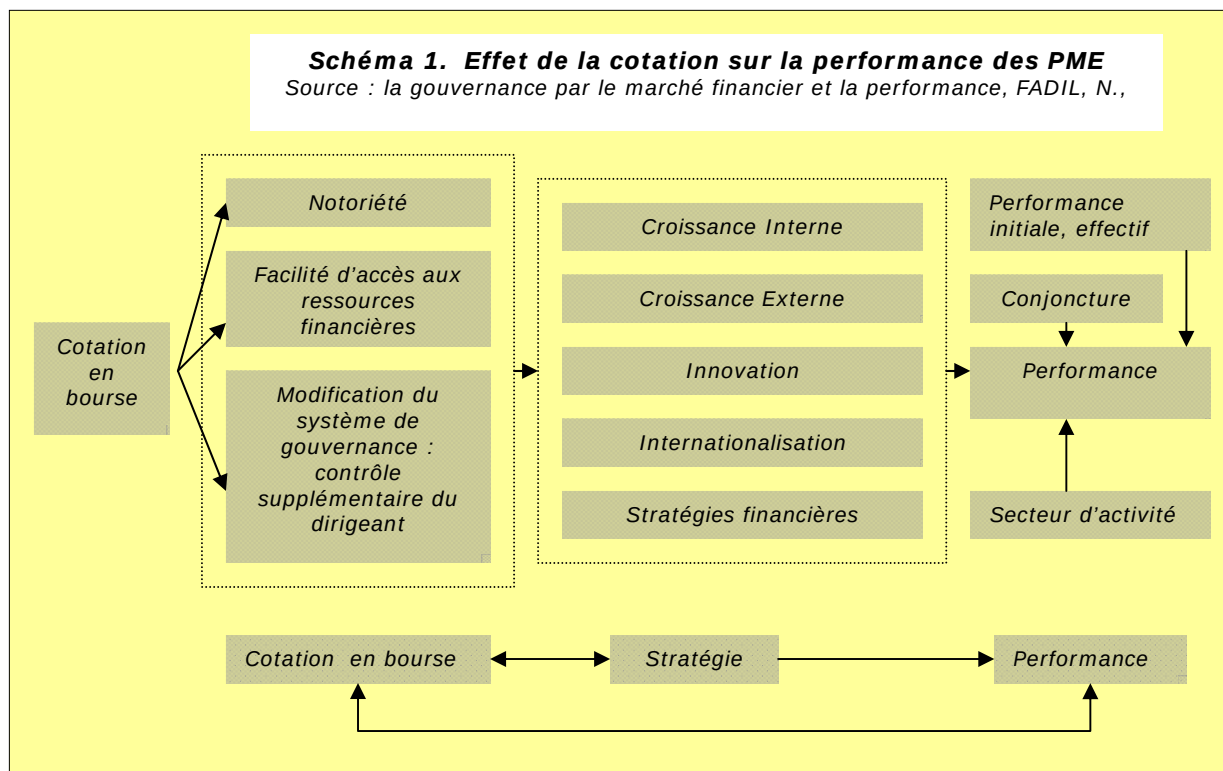
Le marché alternatif constitue une révolution dans le système économique et financier du pays, cette nouvelle plate-forme du marché des valeurs mobilière de Tunis représente une opportunité considérable, une solution avant-gardiste et un épisode décisif de la vie des PME locales entraînant des conséquences importantes et parfois critiques.

7.2.1. Les avantages apportées par l'introduction en bourse

¹³ BOUDRIGA, Ablkader, & HASSEN, Majdi, « Impact de Bâle 2 sur le financement de l'entreprise tunisienne », Maison de l'entreprise, 2008.

¹⁴ STRAUSS, Steve, « Le rôle de l'État dans le développement de la petite entreprise », Perspectives économiques, janvier 2006 |.

¹⁵ Le capital investissement regroupe l'ensemble des opérations de participations au capital de sociétés non cotées effectuées par des professionnels spécialisés ayant comme principal objectif la réalisation de plus values substantielles dans un court délai



L'accès au marché financier ne présente pas un but en soi dans le sens qu'il offre aux petites et moyennes entreprises tunisiennes une panoplie d'avantages qui dépassent l'objectif d'obtention de sources de financement. En effet, par l'introduction en bourse les entreprises vont bénéficier des conditions plus souples et moins coûteuses pour lever des fonds, renforcer leurs ressources propres, 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.

La bourse permet d'améliorer l'image de marque de la société par rapport à la compétition, clients, fournisseurs et employés (par la voie des stocks-options¹⁶), cet augmentation de la notoriété soutenue par la publication continue est considérée comme une publicité gratifiante et gratuite de l'entreprise donnant auprès des tiers une renommée de prestige et plus de transparence et crédibilité.

En termes de gouvernance, la cotation est censée d'impliquer une discipline nouvelle imposée par le marché financier. La cotation réduit la latitude discrétionnaire des dirigeants des PME tunisiennes et les incite à gérer dans le sens de l'intérêt général. En effet, la contrainte de la transparence et le contrôle continu des choix stratégiques et financiers limitent les conduites managériales opportunistes.

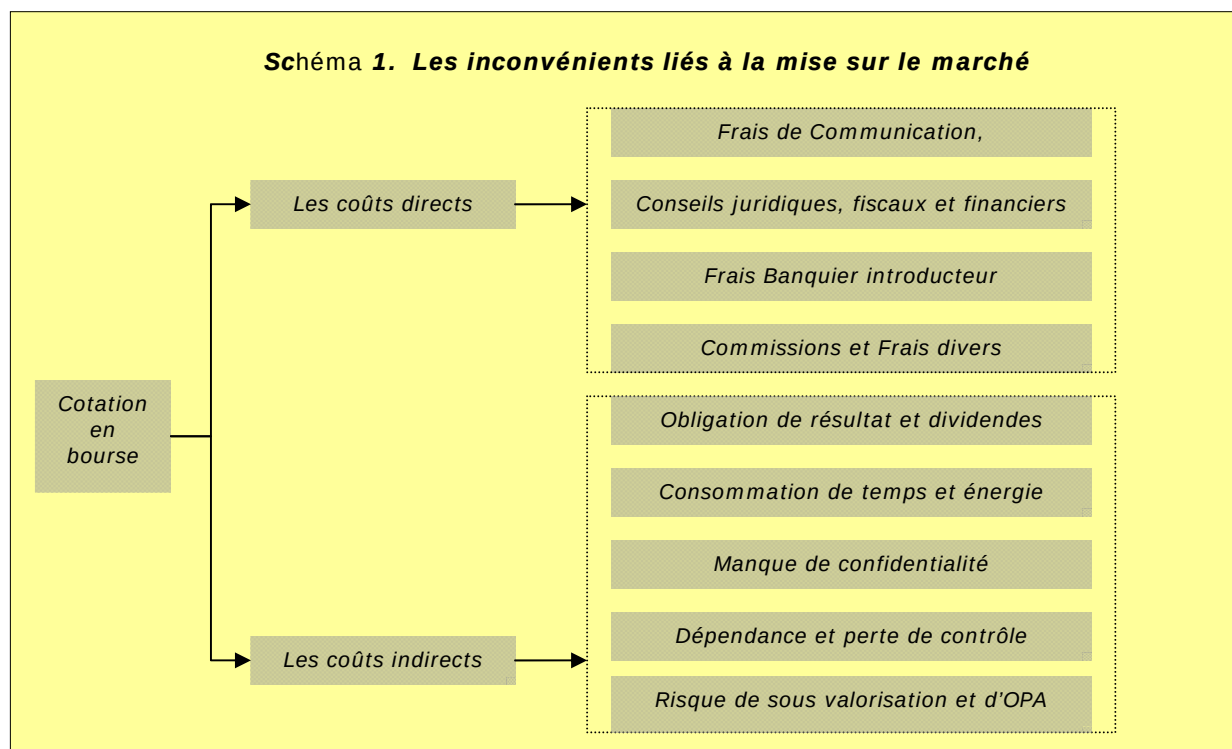
D'autant plus, la bourse intervient comme ultime système de contrôle, puisque les actionnaires ont la possibilité de vendre leurs titres sur le marché financier, baisser la valeur

¹⁶ Option d'achat de l'action de l'entreprise, elle permet à des dirigeants et à des employés d'une entreprise d'acheter des actions de celle-ci à une date et un prix fixé à l'avance. L'avantage est d'inciter les employés à agir pour faire monter le cours de leur entreprise.

de la société et agir sur la rémunération des managers voir les remplacer (Fadil, 2004¹⁷). 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 (Bodie et Merton, 2001¹⁸). D'autre part, La cotation améliore la durabilité, la survie et la pérennité de l'entreprise par la voie de la transmission des titres.

En Tunisie, la loi de finance accorde une multitude d'avantages fiscaux aux investisseurs et émetteurs de valeurs mobilières qui adhèrent au marché financier. Ces avantages allant de la réduction de l'impôt sur les bénéfices (20% pour les sociétés diffusant 30% de leur capital), à l'exonération de la plus-value et les dividendes, la déductibilité des moins-values et provisions jusqu'à la défiscalisation de l'épargne investie en actions cotées.

7.2.3. Les problèmes inhérents à l'introduction en bourse



Ceci étant, l'introduction n'est pas sans contre partie. Elle imposera éventuellement un prix énorme pour les entreprises tunisiennes de petite ou moyenne taille et engendrera des coûts directs et indirects en rapport avec les exigences de cotation. La cotation est consommatrice de temps et d'énergie et engendre un coût énorme pour une petite ou moyenne entreprise. Elle accroît le risque de perte de contrôle, astreint à distribuer régulièrement des dividendes, payer les intermédiaires et différents types de commissions et frais et répondre à des exigences de transparence. Faute de quoi, à certaines conditions, elle sera sanctionnée par le marché et risquerait une offre publique d'achat (OPA).

Pour s'introduire en bourse, il est indispensable d'avoir recours à des conseillers fiscaux, juridiques et financiers, la PME doit avancer des perspectives de croissance, une trésorerie

¹⁷ Fadil, Nazik et Ayouz, Mourad « la gouvernance par le marché financier et la performance : test à partir d'un modèle dynamique à équations simultanées appliqué aux PME » working paper, 2004.

¹⁸ Bodie, Zvi et Merton, Robert, « Finance », Village Mondial, Paris, Pearson Education France, 2001.

suffisamment saine et un plan d'affaire prometteur. Ces procédures entraîneront une communication des états financiers et politiques stratégiques de l'entreprise ce qui emmènera à un manque de confidentialité.

En plus du contrôle permanent, l'entreprise est exposée aussi à une pression importante sur ses résultats trimestriels et annuels. Lorsqu'elle est cotée, la PME tunisiennes est obligée de veiller pour une meilleure gestion, des décisions intelligentes et stratégiques d'investissement, donc, une assurance de performance à court terme, pour permettre à l'entreprise une meilleure durabilité et influence sur le public.

Enfin, l'ouverture du capital de l'entreprise au public réduira le pouvoir de contrôle des dirigeants et du conseil d'administration ainsi que leur intervention dans la gestion de l'entreprise. Elle rend la société dépendante de la situation actuelle du marché qui peut être indépendante de la position réelle de l'entreprise.

8. Conclusion

L'inauguration du marché alternatif sur la bourse des valeurs mobilières de Tunis marque un nouvel épisode de l'histoire des PME tunisiennes. Ce compartiment de la bourse offre désormais la possibilité à des entreprises dont la taille empêche la cotation sur le marché principal de prendre recours au grand public, sous des conditions plus souples, et bénéficier ainsi d'une panoplie de choix de ressources à moindre coût.

Nombreux sont les avantages que procure la cotation sur le marché alternatif. En effet, elle permet la diversification des ressources, la réduction des coûts de financement, l'augmentation des fonds propres, le renforcement de la notoriété et l'image de marque, elle permet aussi de profiter des avantages fiscaux offerts et préparer une introduction potentielle au marché principal. Toutefois, la cotation n'est pas sans contre partie, l'entreprise doit réunir certains critères, présenter de bonnes perspectives et supporter certains coûts liés notamment en terme de publication des états financiers, de transparence informationnelle, de distribution de dividendes et de dilution du pouvoir de contrôle. A préciser enfin qu'une société mal gérée, c'est-à-dire une société dont la valeur est nettement en dessous de la valeur qui aurait pu être atteinte compte tenu de ses ressources, pourra risquer une sanction par le marché et une offre publique d'achat (OPA).

Les PME tunisiennes désavantagées par leurs faibles tailles et manque d'expérience dans le mécanisme de financement direct vont faire face à plusieurs difficultés dans l'intégration du système. Les coûts d'introduction et de sortie de la bourse sont parfois énormes pour les PME locales ce qui les décourage de se cotée (une seule PME SOPAT cotée). Cela dit, les avantages de l'introduction sont multiples les permettant d'augmenter leurs ressources, tailles et diversifier leurs activités vers d'autres domaines et marchés.

Avant de s'introduire sur le marché alternatif les entreprises tunisiennes doivent considérer les avantages et inconvénients et poser plusieurs questions concernant les enjeux et conséquences de la cotation. Car même si ce marché semble plutôt efficace, les entreprises tunisiennes doivent tirer des leçons de l'expérience du nouveau marché français, menacé par la disparition en 2002, et son homologue allemand le « Neuer Markt » fermé à cause de son sous-emploi par les entreprises.

Par ailleurs, le lancement du marché alternatif le 3 décembre dernier met officiellement fin à la structure traditionnelle du système monétaire et financier du pays, un système d'endettement dans le secteur bancaire assure à lui seul le financement à 80%, et dont la part

du marché financier est de 8% avec comme objectif immédiat de l'augmenter à hauteur de 20%.

Cependant, la création du marché alternatif reste encore une expérience récente en Tunisie, ce marché est encore jeune (3 mois en mars 2008) d'où il est trop tôt de tirer des conclusions sur l'amplitude de son impact pour l'économie nationale et le financement de ses PME.

SOPAT, seule moyenne entreprise cotée jusqu'à aujourd'hui, compte lever des fonds pour se désendetter et développer son activité en amont. Elle expose de bonnes perspectives futures après son introduction et une hausse de ses indicateurs de performance, notamment grâce à la réduction de son endettement jugé élevé par les principaux analystes et la hausse de ses fonds propres qui favorise la conduite des stratégies d'intégration verticale pour lesquelles elle a optées.

Toutefois, opérant dans le secteur avicole, la société est exposée à certains facteurs de risque tel que la concurrence, la grippe aviaire, la hausse des prix des inputs, mais les nouvelles opportunités sur le marché et la nouvelle lois en vigueur dans le secteur qui réglemente l'abattage de la volaille et la baisse radicale des charges financières devraient permettre à la SOPAT de maintenir un bon potentiel de croissance.

Références bibliographiques

Amraoui, Hayfa, Zarrouk, Héra, Slimani, Meriam, Ben Jemia, Najla et Daadaa, Sana, « Introduction de SOPAT sur le marché alternatif », Maxula bourse intermédiaire en bourse, décembre 2007.

Bellegarde, Roland, « la bourse et le financement des PME », Conférence Tunis, mardi 15 novembre 2006.

Belletante, Bernard et Parnaque, Bernard, « Accès aux marchés financiers et performances des entreprises industrielles », Bulletin de la banque de France, numéro 53, mai 1998,

Ben Jemaa, Ahmed, Smart finance et Robinson, Ian, Gma Capital Markets, « Etude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie » Etude réalisée pour le Conseil des marchés financiers CMF, cmf.org.tn

Bodie, Zvi et Merton, Robert, « Finance », 2001, Village Mondial, Paris, Pearson Education France

BORCHANI, Salma, « Gestion des actions réactions stratégiques et innovation : cas des entreprises tunisiennes leaders du secteur textile habillement », Université Paris 12, France, École Supérieure de Commerce de Sfax, 2007.

BOUDRIGA, Ablkader, & HASSEN, Majdi, « Impact de Bâle 2 sur le financement de l'entreprise tunisienne », Maison de l'entreprise, 2008.

Bourse des valeurs mobilière de Tunis « Le marché alternatif » Publication du 31/12/2007, (Central Babel, Bloc E, Mont Plaisir, 1073 Tunis)

Carter, R., et Manaster, S., « Initial Public Offerings and underwriter reputation », The Journal of Finance, septembre 1990, 1045-1067.

Carter, R., Dark, F. et Singh, A., « Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks », The Journal of Finance, février 1998, 285-311.

Commission des C.E. Rapport au conseil, sec 92, 351- 29 Avril 1992

Desroches, J. et V. jog, « La PME et le financement public », Montréal, Institut de recherches politiques, 1991, p. 110.

Di Tommasso, Marco R., Lanzoni, Elena et Rubini, Lauretta, « Soutien aux PME dans les pays arabes. Le cas de la Tunisie », Projet coordonné par Stefano Giovanelli.

D'Souza, Juliet et Megginson, William L. et Forthcoming, « The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s », août 1999, Journal of Finance.

Fadil, Nazik et Ayouz, Mourad « la gouvernance par le marché financier et la performance : test à partir d'un modèle dynamique à équations simultanées appliqué aux PME », 2004.

Faugeron-Crouzet, A.M. et Ginglinger, E., « Introduction en bourse et émission d'actions nouvelles sur le marché français », Décembre 2001, Finance.

Gargouri Ben Hamadou, Rym, Kamoun, Lilia, Akkari, Abderrahman Bougacha, Nazih et Limaïem, Fédi, «introduction sur le marché alternative - SOPAT», Tunisie Valeurs intermédiaire en bourse, 3 décembre 2007.

Hogan, C., « Costs and benefits of audit quality in the IPO market: A self-selection analysis », The Accounting Review, janvier 1997, 67-86.

Huang, Samuel G. H. et Song, Frank M., « The Financial and Operating Performance of China's Newly Listed H-firms », School of Economics and Finance Faculty of Business and Economics, the University of Hong Kong, Pokfulam Road, Hong Kong

Husson, B. et Jacquillat, B., « Sous-évaluation des titres et méthodes d'introduction au second marché », Finance, 1990, 11, 123-134.

Jain, B., et O. Kini, «The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms», The Journal of Finance 49, 1.699-1.726, (1994).

Kim, J., I. Krinsky, et J. Lee, «The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Korea», (1995), Pacific-Basin Finance Journal 3, 429-448.

Loughran T., Ritter J., et Rydqvist K., «Initial public offerings: International Insights», Pasific-Basin Finance Journal, (1994), volume. 2, p. 165-199.

Meggison W.L., Netter J.M. et Schwartz A.L. « The Long-Run Return to Investors in Share Issue Privatization », (2000), Financial Management, vol.29, n°1,p. 67-77. 21

Miloud, Tarek « les déterminants de la performance à long terme des introductions en bourse le cas des valeurs technologique » working paper

Morisson, Christian, et Talbi, Béchir, « financial sector reform in Marocco and Tunisia », 1996, imf.org

Murphy, Emma, C., « Economic and Political Change in Tunisia: from Bourguiba to Ben Ali », 1999

Obeid, Hassan « La performance boursière des entreprises française privatisées », 2007, CERAG (UMR CNRS 5820)

Sentis, P., « Performances opérationnelles et boursières des introductions en bourse: le cas français 1991-1995 », 2001, Finance, 22, 87-118.

SICOFI et MAC sa, intermédiaire en bourse des valeurs mobilières de Tunis, « IPO SOPAT », décembre 2007

STRAUSS, Steve, « Le rôle de l'État dans le développement de la petite entreprise », Perspectives économiques, janvier 2006.