

Intervention de Mme Zeineb GUELLOUZ

**au séminaire de Libreville
les 4, 5 et 6 décembre 2006**

*« Les Journées du Marché Financier
de l'Afrique Centrale »*

**COMMENT AMENER LES BONNES ENTREPRISES
A SE FINANCER PAR LE MARCHÉ ?**

Mesdames et Messieurs,

Je remercie du fond du cœur mes amis de la COSUMAF pour m'avoir donnée cette belle occasion de me rendre ici à Libreville et présenter une réflexion sur les moyens de développer nos marchés boursiers afin de donner toutes leurs chances à nos économies de se construire sur des bases saines.

Notre premier thème de réflexion aujourd'hui est « Comment amener les bonnes entreprises à se financer par le marché ? »

Je suis tentée d'éliminer le qualificatif « bonnes » puisque de mon point de vue, la réflexion doit être plus large pour que celles qui peuvent paraître moins bonnes aujourd'hui aient l'opportunité de devenir très bonnes grâce à leur recapitalisation d'une part et à l'application des principes de transparence et de bonne gouvernance imposés par le marché, d'autre part.

Mesdames et Messieurs,

Les défis auxquels nos pays sont confrontés sont de taille.

A l'aube du 3^{ème} millénaire, avec la mondialisation des échanges, la révolution technologique, le fossé ne cesse de se creuser entre les pays du Nord et ceux du Sud.

Si nous voulons combler le fossé et réduire la fracture, nous devons donner à nos entreprises toute leur chance de trouver les financements les plus appropriés à leurs besoins pour leur assurer un développement harmonieux.

Certes, le secteur bancaire a un rôle à jouer dans le processus de développement puisque c'est le principal apporteur de liquidités à l'économie.

Mais à lui seul, il est incapable d'assurer un développement harmonieux à l'entreprise.

Le seul financement bancaire ou lorsqu'il atteint certaines proportions (plus de 70%), conduit à une économie d'endettement, fragile et incapable de relever les défis du développement qui nécessitent des capitaux permanents importants que la banque n'a pas vocation à financer.

L'endettement excessif des entreprises fragilise également le secteur bancaire lui-même en raison du niveau élevé des impayés qu'il génère.

Le financement bancaire, s'il est nécessaire, n'est pas suffisant. Les capitaux longs et les fonds propres sont l'affaire du marché boursier, même s'il arrive qu'ils transitent par le capital risque (au sens large du terme).

Nous devons donc créer nos marchés boursiers mais nous devons également **les adapter aux spécificités propres de nos tissus économiques** pour qu'ils puissent être accessibles aux entreprises qui en ont besoin (I).

Mais le fait de créer des marchés accessibles aux entreprises est-il suffisant pour qu'elles s'y intéressent ? D'où la question : Pourquoi l'entreprise ne s'adresse-t-elle pas **spontanément** au marché financier et continue à préférer le financement bancaire alors même que sa pérennité peut être menacée ?

Que faut-il faire pour convaincre l'entreprise que son avenir est tributaire du marché ? (II)

I – L’adaptation des conditions d’accès au marché à la nature et aux spécificités de l’économie.

Partant du principe que le marché doit être au service du développement, il doit être accessible aux entreprises qui en ont besoin.

Partant, par ailleurs, du constat que les entreprises qui ont besoin du marché ne répondent pas aux critères exigés pour un financement par le marché, des mesures devront être prises pour, d’une part, assouplir les conditions d’accès au marché tout en maintenant les règles essentielles et en les renforçant, à savoir :

- la transparence,
- la bonne gouvernance,
- la disponibilité de l’information,
- des perspectives d’avenir prometteuses,

d’autre part, créer un marché alternatif devant contribuer au financement de la PME et au financement de la création d’entreprise par APE.

Là encore, les exigences de transparence et d’informations rejoignent le niveau de celles relatives au marché de la cote.

A – En ce qui concerne l’assouplissement des conditions d’accès à la cote :

Dans les pays à économie développée, n’accèdent à la cote de la Bourse que les plus belles sociétés, les fleurons de l’économie. Ces sociétés ont compris tout l’intérêt de faire partie de la vitrine à savoir :

- la capacité de lever des capitaux très rapidement pour être en mesure de financer leurs projets sans délais,
- de profiter de financements bancaires à des conditions privilégiées,
- d’asseoir leur notoriété vis-à-vis de leurs fournisseurs et clients sur les plan national et international.

Dans nos pays où le paysage économique est différent, où les belles sociétés sont peu nombreuses et peuvent ne pas éprouver le besoin de rechercher du financement, et où plusieurs sociétés par contre, si elles étaient recapitalisées, pourraient devenir rapidement très compétitives, on pourrait assouplir les conditions d’accès à la Bourse pour donner l’opportunité à ces sociétés prometteuses d’intégrer le marché par une opération d’augmentation de capital salvatrice.

Ainsi, les sociétés qui s'inscrivent à la cote à l'occasion d'une offre publique de souscription, pourraient ne pas être soumises à l'exigibilité de résultats bénéficiaires antérieurs ni à la distribution antérieure de dividendes.

Il doit seulement ressortir de leur business plan qui doit être approuvé par leur conseil d'administration et soumis au commissaire aux comptes, que la levée de fonds sur le marché engendrera des bénéfices pour l'entreprise dès l'année de son introduction.

Il est évident que, la société doit répondre par ailleurs, à toutes les exigences du marché.

B – Création du marché alternatif mieux adapté au tissu productif de notre région :

Le tissu économique dans notre région est constitué en majeure partie de PME, PMI souffrant d'un déficit chronique de fonds propres, alors qu'aujourd'hui et plus que jamais, la PME/PMI doit trouver le financement nécessaire à un développement qui doit lui assurer pérennité et croissance.

Pour faire face aux défis de la mondialisation, la PME/PMI doit mobiliser les fonds nécessaires :

- à sa mise à niveau matérielle et immatérielle (formation, normalisation)
- à l'adaptation de ses produits aux besoins de marchés de plus en plus exigeants en matière de qualité et d'innovation ce qui nécessite l'engagement de dépenses pour la recherche et le développement,
- à la conquête de nouveaux marchés à l'international etc...

Il est clair que l'investissement destiné à la mise à niveau matérielle et immatérielle, à la recherche, au développement et à la conquête de marchés, ne peut être réalisé par le moyen de l'endettement bancaire.

Par contre, la contribution du capital risque représente aujourd'hui un pilier important et incontournable pour le financement de la PME car il allie à l'apport de capitaux permanents une assistance au management et à l'apprentissage de la bonne gouvernance.

Mais le capital risque doit pouvoir disposer de mécanismes de valorisation de ses participations et de moyens de sortie autre qu'un simple engagement du promoteur de racheter la participation.

Valorisation et liquidité, c'est ce que le marché procure. Mais dans ce cas il s'agira d'un marché spécifique, plus risqué que la cote :

Le Marché Alternatif

Expériences d'adaptation pour financer les PME par le marché

- AIM anglais qui existe depuis 11 ans.
- Alternex lancé en France en mai 2005 et qui a connu un franc succès puisque pas moins de 62 sociétés y sont listées aujourd'hui.
- Bruxelles a également lancé son Alternex le 30 mai 2006 et plus récemment Amsterdam.

Ce marché facilite l'accès de l'entreprise à l'épargne publique.

L'entreprise est accompagnée pour la préparation de son introduction par un listing sponsor qui s'assure de la réalité du projet et rassure les investisseurs.

Il continuera à accompagner l'entreprise après son introduction pour s'assurer du respect de ses obligations d'informations.

La liquidité sur ce marché sera renforcée par la présence de Market Makers.

Les investisseurs sur ce marché peuvent être des institutionnels ou des particuliers.

Les attentes

Il est attendu de la création du marché alternatif, l'accès des entreprises à un financement sain et adapté à leurs besoins.

Tout en diversifiant ses sources de financement, l'entreprise :

- renforce ses fonds propres,
- apprend à s'adapter aux exigences du marché,
- s'initie aux règles de bonne gouvernance et
- attire les capitaux rassurés par la transparence et la liquidité.

Côté investisseurs il procure des opportunités de placement dans du développement dans un cadre offrant transparence et liquidité requises.

L'investisseur et particulièrement le capital risque disposera d'une juste valorisation de l'entreprise.

Il aura la possibilité de sortie qu'elle soit programmée ou qu'il ait besoin de liquidité.

De ce fait les affaires financées seront transparentes et l'investisseur bénéficiera de la sécurité des mécanismes de marché.

Cependant, la disponibilité de financement par le marché suffit-elle pour que l'entreprise s'y intéresse ?

II – Que faut-il faire pour amener les entreprises au marché ?

Que faut-il faire pour convaincre l'entreprise que son avenir est tributaire du marché ?

Si nous posons ce problème en ces termes aujourd'hui c'est que dans tous nos pays nous ressentons cette désaffection de l'entreprise pour le marché à un moment où les moyens traditionnels de financement ont prouvé leurs limites et où la pérennité de l'entreprise devient une question d'intérêt public.

Nous allons essayer tout au long de cette partie de recenser les différents obstacles pour essayer de recommander des mesures pour les dépasser.

Si l'entreprise ne s'adresse pas au marché pour satisfaire ses besoins de financement où va t-elle trouver l'alternative ?

Souvent auprès des banques

Pour plusieurs raisons :

- *Traditionnelles* : au lendemain de nos indépendances les banques publiques se sont chargées de financer l'économie.

- *Culturelles* : les entreprises préfèrent avoir affaire à leur banquier qu'elles connaissent, qui ne s'immisce pas dans leur gestion et qui tolère le manque de transparence parce qu'il s'intéresse davantage aux garanties proposées qu'au projet qu'il finance.

En matière d'évasion fiscale, l'entreprise soumet au banquier des états financiers bénéficiaires et déclare au fisc des résultats déficitaires. Le chef d'entreprise s'imagine garder pour lui-même l'image reflétant la réalité de l'entreprise mais il a été prouvé que cette image n'est pas fidèle du fait qu'elle est imprégnée de subjectivité.

Les recommandations :

Améliorer la transparence par la loi :

- en organisant et en responsabilisant les commissaires aux comptes,
- en mettant en place des normes comptables fiables
- en obligeant les sociétés quelque soit leur forme juridique à avoir un ou plusieurs commissaires aux comptes dès lors qu'elles atteignent une taille ou un niveau d'endettement déterminé,
- en responsabilisant les dirigeants

- en instituant le contrôle interne
- en intégrant petit à petit les principes de bonne gouvernance
- en obligeant les entreprises à déposer leurs états financiers auprès du registre du commerce.

Complémentarité et non concurrence des financements par la banque et par le marché

Il faut d'autre part étudier les conditions de financement offertes par les banques et travailler en concertation avec les banques centrales pour que les conditions d'octroi de crédit (taux à appliquer et durée de remboursement) tiennent compte du risque que l'entreprise fait supporter à la banque et de l'adéquation entre ses ressources et ses emplois.

Le marché est à même d'offrir des produits plus adaptés aux besoins de l'entreprise et on peut proposer chaque fois que cela peut s'avérer utile, un financement à remboursement IN FINE permettant à l'entreprise d'être à l'aise pendant toute la période d'investissement et régler ses dettes par le retour sur l'investissement financé.

Avantage fiscal

Pour encourager la transparence, l'Etat peut accorder des avantages fiscaux à l'entreprise qui entre en Bourse. Mais cet avantage doit être consistant et ne doit pas être absorbé par d'autres avantages fiscaux (cas de la Tunisie).

En Tunisie, il s'est avéré que l'avantage fiscal n'a pas été convaincant, au Maroc non plus. Le Vénézuéla qui a abaissé le taux de l'impôt de 34 à 1% n'a pas enregistré un véritable rush vers le marché.

Cela signifie que la fiscalité à elle seule n'est pas capable de drainer les sociétés à la Bourse.

En Tunisie une nouvelle tentative est faite au niveau des groupes de sociétés. Elle consiste à défiscaliser les plus-values dégagées à l'occasion de leur restructuration financière en vue d'une introduction en bourse.

De même, l'intégration fiscale des résultats des sociétés de groupe est acceptée si la holding ou la société mère est cotée en Bourse.

Marchés souvent erratiques pouvant altérer l'image de marque des sociétés cotées

La désaffection de l'entreprise pour le marché découle également de la hantise d'être listée sur un marché erratique l'exposant à des fluctuations de sa valeur qui ne reflètent pas l'évolution de son activité et qui peuvent ternir son image de marque.

Ceci se vérifie sur nos marchés où la carence de l'information financière et où l'absence de professionnels de l'analyse financière est chronique.

Nous sommes restés au stade où la détention de l'information crée le pouvoir que ce soit sur le plan macro ou micro économique.

Il faut donc désacraliser l'information économique et financière.

Il faut inculquer la culture de la communication financière parce que la non disponibilité de l'information prive le marché de son outil d'analyse et réduit sa visibilité, provoquant la désaffection des investisseurs, et aboutissant à une demande irrégulière induisant des cycles de hausse et de baisse souvent injustifiés.

Devant les mouvements erratiques, **le marché ne peut pas offrir de repères pour les émetteurs**. Ainsi, ils n'envisageront pas sérieusement un recours au marché parce que là encore se posera pour eux un problème d'image de marque.

Faiblesse de la demande institutionnelle

La faiblesse de la demande institutionnelle est également une carence pour nos marchés parce qu'elle engendre une volatilité néfaste pour l'épargnant et l'émetteur.

Les institutionnels sont indispensables pour limiter la volatilité et attirer les émetteurs.

Mais pour que les institutionnels s'intéressent à nos marchés, il faut qu'ils soient liquides.

Nous pouvons augmenter la liquidité de nos marchés en envisageant selon les possibilités offertes et les contextes :

- des systèmes d'apporteurs de liquidités
- des mécanismes de régulation par les sociétés elles-mêmes
- des contrats d'animation
- des prêts emprunts de titres
- l'achat et la vente à découvert

Nous devons aussi veiller à augmenter le flottant et à élargir les fourchettes pour ne pas bloquer les transactions.

Régulateur fort

Favoriser la confiance de l'investisseur, nécessite la perception d'un régulateur fort qui sache allier la protection de l'investisseur et l'optimisation des opérations d'appel au marché pour que l'émetteur ne ressente pas que le régulateur constitue pour lui un obstacle.

- Promotion du marché par la Bourse

La Bourse doit avoir une stratégie de marketing pour s'adapter à son environnement et augmenter son attractivité.

- Les intermédiaires en Bourse.

Ils doivent véhiculer une bonne image de la Bourse parce qu'ils constituent la vitrine humanisée d'une bourse quasi virtuelle et cela parce qu'il n'y a pas de contact entre investisseurs et émetteurs.

Les intermédiaires doivent être compétents et faire preuve de professionnalisme en prodiguant leurs conseils aux investisseurs et aux émetteurs.

Ils doivent respecter un code de déontologie.

Ils doivent jouer un rôle dans l'enrichissement de la cote, ils doivent démarcher les sociétés et disposer de bons analystes dans leurs équipes.

Privatisation

Enfin, la privatisation est le principal moteur de la Bourse.

En effet, en privatisant l'entreprise publique, la concurrence public/privé produit des effets vertueux ce qui sécurise le privé et le met en situation de ne plus envisager la transparence comme une contrainte ou un handicap.

Merci.