

La pratique du capital risque en Tunisie



Yosra BACCAR
Avocate à la cour

Bien que la Tunisie ait le mérite d'avoir depuis de nombreuses années introduit le capital-risque comme mode de financement de son économie, la « Private equity » ne semble pas avoir connu un grand succès dans la pratique.

Il serait difficile d'imputer le manque de développement du capital risque à une cause unique, mais il semblerait que la transparence financière de la PME demeure à ce jour très insuffisante et que les investisseurs appelés à prendre des risques mesurés ne parviennent pas encore à mesurer le risque pour investir avec des perspectives sérieuses de gagner et de rembourser les fonds d'investissement.

En outre, il n'est pas exclu que le contexte politique et économique que connaît le pays depuis 2011, ait amplifié le risque que le capital risque comporte de par sa nature, pour le rendre peut-être dissuasif.

Vous trouvez la suite de cette étude au n° du mois de Février 2017 d'«Infosjuridiques»



LA PRATIQUE DU CAPITAL RISQUE EN TUNISIE

Maître Yosra BACCAR

Avocate, Société d'avocats

Boussayene Knani & Associés.

« Il est aujourd'hui bien connu qu'une très petite minorité des petites et moyennes entreprises sont à l'origine de la grande majorité des innovations et des créations nettes d'emplois de nos économies. Un des plus grands défis pour les entrepreneurs à la tête de ces entreprises est de trouver des ressources financières adaptées à leur stratégie de croissance »¹

¹ Guide du capital de croissance et du Buy-out en Belgique : http://www.bva.be/wp-content/uploads/2014/12/BUY-OUT-GUIDE_FR_FINAL.pdf

Le capital-risque (*Private equity*) est devenu aujourd'hui un acteur majeur dans le paysage financier international. Né aux Etats Unis dans la *Sylicon Valley*, et étroitement lié aux projets de haute technologie, la *Private Equity* a fait ensuite apparition au Royaume Uni et en France aux années 60 pour devenir actuellement une technique de financement bien répandue dans le monde.

Le capital investissement, selon les définitions généralement admises, s'insère dans une logique de financement des projets en quête de ressources en fonds propres ou en quasi fonds propres et vise l'investissement dans des sociétés non cotées en bourse.

En matière de capital investissement, la terminologie utilisée varie selon qu'on finance la création (capital risque), la croissance (capital développement, capital expansion), ou la survie de l'entreprise (capital transmission, restructuration financière), mais le terme « Capital-risque »² est souvent utilisé pour désigner ces différentes phases du cycle d'investissement.³

Les pratiques du *Private Equity* veulent qu'outre son apport de fonds, le « capital-risqueur » contribue à la gestion du projet, concourt activement à son développement et soit rémunéré par l'accroissement de la valeur de l'entreprise et cela sans aucune garantie réelle, les seules assurances étant dans la relation de confiance établie avec l'initiateur du projet et dans son *business plan*.

Ainsi ce qui distingue le Capital risque des autres mécanismes de financement est non seulement son mode d'intervention qui se fait par un apport en fonds propres aux entreprises non cotées, mais aussi sa capacité d'identifier et soutenir les projets à haute valeur ajoutée. Ce sont ces aspects « industriels » qui font la différence entre un « capital-risqueur » et un « banquier ».⁴

Pour tenir compte de cette économie en pleine croissance, la Tunisie a été le premier pays arabe et africain à pratiquer le capital risque en promulguant en 1988, la loi n°88-92 du 2 août 1988⁵. Cette loi a été modifiée à plusieurs reprises pour tenir davantage compte des spécificités de cette activité et de l'environnement de l'investissement en Tunisie.

² Avant 2005, le terme « capital risque » était souvent utilisé pour désigner ces différentes phases du cycle d'investissement. Mais depuis, le législateur tunisien, à la recherche de nouveaux véhicules d'investissement pour relancer le capital risque, a introduit de nouveaux véhicules soumis au contrôle et à la tutelle du Conseil du Marché Financier à savoir: les fonds d'amorçage (FA) et les fonds communs de placement à risque (FCPR).

³ Le capital risque en Tunisie Une décennie de réformes Un secteur de « capital sans risque », Rédigé le 29 septembre 2006, Tunisie valeurs, Département Recherches et Etudes <http://www.tunisievaleurs.com.tn/fr/revues/20061101.pdf>

⁴ Note et analyse de l'ITCEQ n°33 mars 2016 « Pourquoi les investisseurs en capital ne jouent pas pleinement leur rôle ? » Hanen Baklouti Trabelsi

⁵ La loi 88-92 a porté création de 2 catégories de sociétés d'investissement à savoir les Sociétés d'Investissement à Capital Variable `SICAV' et les Sociétés d'Investissement à Capital Fixe `SICAF' qui ont entre autre pour objectif de participer financièrement aux capitaux des entreprises.

En effet, la **loi 95-87 du 30 Octobre 1995** modifiant et complétant la **loi 88-92** relative aux sociétés d'investissement, a institutionnalisé le capital risque en Tunisie et a introduit, pour la première fois, une nouvelle catégorie de société d'investissement, à savoir les sociétés d'investissement à capital risque « SICAR ». ⁶

L'évolution du capital investissement a été marquée sur le plan juridique par un développement considérable du recours aux pactes d'actionnaires, document extrastatutaire et souvent confidentiel, visant à organiser les relations entre les parties. Le recours au pacte d'actionnaires, a pour vocation d'une part, d'organiser les relations entre les actionnaires initiaux (souvent appelés « les actionnaires fondateurs ») et les investisseurs tout au long de l'investissement et d'autre part de régir les différentes situations susceptibles de se produire à l'issue de l'investissement.

La présente étude se propose d'analyser la pratique des pactes d'actionnaires à travers ses différentes étapes, à savoir :

- I) La prise de participation de la SICAR dans le capital de la société;
- II) La gestion de la société ;
- III) La sortie de l'investisseur.

I/ LES CONDITIONS DE LA PRISE DE PARTICIPATION

Il y a lieu, tout d'abord, de présenter les modalités d'intervention en capital-risque, qui peuvent être plus ou moins sophistiquées selon les cas. L'article 22⁷ nouveau de la loi n°88-92, tel que modifié par les textes subséquents pose les différents types d'intervention du capital-risqueur. Le capital-risqueur peut en effet, souscrire à des actions ordinaires, à des actions à dividende prioritaire ou à des certificats d'investissement (il s'agit plus précisément d'un « **financement en fonds propre** »).

⁶ L'article 21 nouveau du décret loi N°2011-99 du 21 Octobre 2011, modifiant et complétant la loi de 1988 relative aux sociétés d'investissement définit les Sociétés d'Investissement à Capital Risque comme suit :

« Les sociétés d'investissement à capital risque ont pour objet la participation, pour leur propre compte ou pour le compte des tiers et en vue de sa rétrocession ou sa cession, au renforcement des opportunités d'investissement et des fonds propres des sociétés établies en Tunisie et non cotées à l'exception de celles exerçant dans le secteur immobilier relatif à l'habitat et ce à raison de 80% au moins de leur capital libéré et 80% au moins de chaque montant mis à leur disposition sous forme de fonds à capital risque etc. »

⁷ « Les sociétés d'investissement à capital risque interviennent au moyen de la souscription ou de l'acquisition, d'actions ordinaires ou à dividende prioritaire sans droit de vote, de parts sociales, ou de certificats d'investissement. Les participations des sociétés d'investissement à capital risque doivent faire l'objet de conventions avec les promoteurs fixant les modalités et les délais de la réalisation des opérations de rétrocession ou de cession. **Aucune société d'investissement à capital risque ne peut détenir à elle seule la majorité du capital**. Ces conventions ne doivent pas stipuler des garanties hors projet ou des rémunérations dont les conditions ne sont pas liées aux résultats des projets. Les sociétés d'investissement à capital risque peuvent également intervenir au moyen de la souscription ou de l'acquisition de titres participatifs, d'obligations convertibles en actions et d'une façon générale de toutes les autres catégories assimilées à des fonds propres conformément à la législation et la réglementation en vigueur. Comme elles peuvent accorder des avances sous forme de compte courant associés. Les limites et les conditions de ces interventions sont fixées par décret. »

Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (ADP)⁸ ont l'avantage de préserver les intérêts de l'investisseur, puisqu'elles sont rémunérées par préférence aux actions ordinaires. Elles ont également l'avantage de protéger les intérêts des actionnaires initiaux qui ne risquent pas de perdre le contrôle de l'entreprise en ayant recours à cette technique de financement. Ces actions de préférence semblent cependant très peu utilisées en Tunisie et n'attirent pas ou peu les investisseurs.

La prise de participation de l'investisseur peut également prendre la forme d'un **financement en quasi fonds propre (Quasi-equity)**. Ces instruments, qu'on qualifie d'hybride, peuvent être des obligations convertibles en actions (OCA), des titres participatifs (TP)⁹ ou des comptes courant associés.

Ceci étant exposé, l'entrée de ce nouvel actionnaire nécessite de régler minutieusement deux grandes familles de dispositions contractuelles dans un pacte d'actionnaires : les clauses relatives à l'organisation et au contrôle de la gestion de la société d'une part, et les clauses relatives à la composition et l'évolution de l'actionnariat, d'autre part.

1/ LES MECANISMES DE PRISE DE DECISION ET D'ORGANISATION

Le pacte d'actionnaires régit, en principe, les mécanismes de prise de participation entre investisseurs et actionnaires. C'est un outil contractuel précieux, car il permet de prévenir les difficultés et de prévoir à l'avance les solutions lorsque les investisseurs et les actionnaires initiaux se trouvent en conflit. En effet, les impératifs de rendement du capital-risqueur et les horizons différents des acteurs recèlent des risques d'une divergence d'intérêt. Une organisation appropriée de la gouvernance est donc indispensable.

Les dispositions qu'on retrouve habituellement dans les pactes d'actionnaires sont généralement : le simple droit d'information sur la gestion, l'agrément pour certaines opérations, la participation à des comités ou conseils particuliers (par exemple comité stratégique, comité d'audit, comité d'investissement), mais aussi l'obtention de sièges au conseil d'administration qui leur permettra d'avoir un droit de regard sur la gestion de la société et dans certains cas une voix délibérante au conseil de surveillance et même un droit de veto sur les décisions les plus importantes que les assemblées générales de la société pourraient prendre.

De façon générale, on peut trouver une infinie variété de clauses qui ne peuvent être présentées de manière exhaustive dans cette étude.¹⁰ Nous nous limiterons à exposer ci-dessous celles qui sont les plus usuelles et les plus courantes :

⁸En Droit Français, les Actions De Préférence regroupent les actions de priorité, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote et tout type d'actions particulières qui dérogent au principe de proportionnalité (1 action = 1 voix = une fraction proportionnelle des dividendes).

⁹ En Tunisie, les investisseurs sont très peu attirés par cet instrument financier notamment au vu de sa qualification de créance de dernier rang, et malgré une contrepartie intéressante en termes de plus value.

¹⁰ http://www.mascre-heguy.com/htm/fr/conseils/conseil_convention_investissement_pacte_actionnaires.htm

- **Clause d'information renforcée :** La relation de confiance repose sur un **droit à l'information** dont dispose légalement tout actionnaire de la société et a fortiori l'investisseur. Il comporte, a minima, la communication des informations financières de la société ; mais l'information est beaucoup plus étendue dans le cadre d'un investissement en capital. Les informations contenues dans le reporting ainsi que la fréquence de celui-ci sont souvent minutieusement détaillées dans le pacte d'actionnaire. Ainsi le respect de ces obligations d'information s'avère indispensable à l'entretien de la relation de confiance entre les deux parties.

- **Clauses de limitation de pouvoirs :** L'investisseur n'a pas vocation à s'immiscer dans la gestion quotidienne de la société. Ce n'est en effet pas son rôle. Par contre, lors de la négociation, les parties décident une liste de décisions «stratégiques» qui nécessiteront soit un avis, soit un accord de l'investisseur et qui sont généralement soumises à l'autorisation du conseil d'administration, à celle du conseil de surveillance ou à celle de l'assemblée générale. Cette liste se compose généralement des opérations dites «non courantes». Parmi ces décisions dites stratégiques, on peut citer la cession partielle d'actif, le recrutement ou le licenciement d'un cadre clé, la résiliation d'un marché déterminant pour l'entreprise ou la fusion avec une autre société. On parle dans ce cas, de contrôle négatif.

- **La distribution de bénéfices :** Pour assurer un rendement minimum à un actionnaire minoritaire, un associé majoritaire peut s'engager à distribuer des dividendes dès lors qu'un bénéfice distribuable sera constaté. Cette clause est très prisée des investisseurs. Elle permet d'éviter que le fondateur (qui, dispose d'une majorité de voix à l'assemblée et peut donc décider de la distribution ou non des bénéfices) décide de ne pas distribuer de dividendes et de laisser les bénéfices en réserve, sans que les investisseurs qui ne disposent pas de suffisamment de voix à l'assemblée, puissent s'y opposer.

Ces pratiques ont tendance à affaiblir le pouvoir des actionnaires initiaux ; mais ceux-ci les acceptent en vue de sécuriser les SICAR . Il s'agit cependant d'une arme à double tranchant, car les bénéficiaires de ces prérogatives doivent éviter que l'exercice de larges pouvoirs de gestion de leur part, conduise à les considérer comme étant des dirigeants de fait, avec toutes les conséquences négatives qui s'attachent à cette qualification.

2/ LA COMPOSITION ET L'EVOLUTION DE L'ACTIONNARIAT

Les clauses relatives à l'actionnariat visent à préserver en principe les droits des minoritaires (les investisseurs). Ces clauses diffèrent en fonction des objectifs poursuivis par les investisseurs. De telles clauses peuvent être :

- **Clause anti-dilution** : Cette clause va permettre à l'investisseur de maintenir en pourcentage pendant la durée de son investissement le niveau de participation qu'il a atteint lors de son entrée au capital. Elle se justifie par des raisons financières (être assuré de tirer de l'opération d'investissement le profit escompté) et juridiques (conserver une minorité de blocage au niveau de l'assemblée générale). Techniquement, la clause prévoit soit de réserver une augmentation de capital à l'investisseur, soit de lui céder un nombre de droits sociaux suffisant au maintien de sa participation. Cette clause s'analyse en une promesse unilatérale de vente sous condition suspensive d'augmentation de capital.

Cette clause est souvent cumulée avec la clause de garantie de valeur, dite **clause de « ratchet »** qui permet de prémunir les investisseurs contre une baisse de valorisation de la société. Concrètement, la clause de « ratchet » permet d'ajuster automatiquement à la hausse le pourcentage de détention du capital détenu, et ce, proportionnellement à la baisse de valorisation de la société. Ainsi, en cas d'opération sur le capital intervenant à une valorisation inférieure à celle établie lors de l'entrée de l'investisseur dans la société, un système de compensation permet de ramener la valeur d'acquisition des titres de l'investisseur à la nouvelle valeur proposée.

En pratique, le mécanisme de ratchet prévoit que la société émettra de nouvelles actions au profit des investisseurs à un prix symbolique, afin qu'ils détiennent autant d'actions que s'ils avaient souscrit à l'augmentation de capital précédente au prix de l'augmentation de capital en cours. Cela conduit souvent à diluer très fortement les fondateurs, ce qui pose alors le problème de leur motivation.

Il est important de noter que le dirigeant aura du mal à refuser une telle clause qui ne trouvera à s'appliquer que si la valorisation, qu'il avait défendue, s'avère excessive.

- **Une clause de « Pay-to-play »** peut limiter l'exercice de la clause de « ratchet » aux investisseurs souscrivant à la nouvelle levée de fonds. La clause « *Pay to play* » (littéralement, « payer pour jouer ») a pour objet de sanctionner un investisseur qui refuse de participer à un tour postérieur de levée de fonds, en le privant de certains droits qui lui ont été accordés lors de son investissement. La clause « *Pay to play* » a fait irruption sur le marché du capital-risque à la suite de l'explosion de la bulle internet en 2001. Elle est toutefois considérée comme « dure » par les investisseurs et son inclusion dans un pacte d'actionnaires dépend du pouvoir de négociation des parties, de l'étendue et de

l'importance des droits spécifiques accordés aux investisseurs, ainsi que des besoins de financement prévisibles de l'entreprise.¹¹

- **Clause de préemption** : La stipulation d'une clause de préemption permet au bénéficiaire de la clause d'acquérir, par préférence à toute autre personne, les actions ou les parts sociales dont un associé souhaiterait se défaire. La clause de préemption donne donc la faculté à son bénéficiaire d'augmenter sa participation actuelle dans la société en se portant acquéreur des actions en passe d'être cédées. Cette clause est très classique.

L'exercice du droit de préemption est encadré par diverses conditions : délais d'offre et de levée d'option, informations à transmettre, modalités de la transmission etc. Par ailleurs, ce droit est intégralement modulable en fonction des associés bénéficiaires et de leur « priorité » conventionnelle (droit à des niveaux et sur des volumes de titres différents). Ainsi, lorsque les associés sont répartis en plusieurs catégories (par exemple le « groupe familial » et les « investisseurs ») et dans la mesure où un objectif de stabilité dans la répartition du capital a été posé, il est opportun de prévoir un « ordre de priorité » entre les bénéficiaires du droit de préemption : par exemple, le « groupe familial » bénéficie du rang 1 pour préempter les titres du chef d'entreprise avec, éventuellement, une possibilité pour chaque préempteur d'exercer ce droit à proportion du pourcentage de capital/droits de vote qu'il détient), puis le « groupe investisseurs » au rang 2, etc. De multiples combinaisons peuvent être prévues, notamment au moyen d'actions de préférence. La clause pourra également prévoir une expertise en vue de réviser le prix si celui indiqué est manifestement trop élevé aux yeux du bénéficiaire du droit de préemption.

- **La Clause d'agrément** : est aussi une clause classique qui permet de refuser l'entrée d'un tiers dans la société. Les objectifs poursuivis par la clause d'agrément sont proches de ceux de la clause de préemption. Toutefois, le champ d'application des deux clauses diffère.

Ainsi, si le droit de préemption ne peut être exercé (faute de moyens suffisants permettant aux actionnaires de racheter les actions de l'actionnaire sortant), l'entrée du tiers acquéreur dans la société pourra néanmoins être bloquée par le jeu de la clause d'agrément.

L'association d'une clause d'agrément et d'une clause de préemption est techniquement délicate. Ces clauses doivent être rédigées avec attention pour s'assurer que les procédures qu'elles prévoient sont compatibles.

- On trouve également des **clauses d'inaliénabilité** : Pour certains investisseurs, la considération de la personne du ou des fondateurs peut être déterminante dans la décision d'une prise de participation. Il est donc possible de prévoir, dans le pacte d'actionnaires, une clause selon laquelle le ou les actionnaires fondateurs s'engagent à ne pas céder tout ou partie des titres détenus ou à détenir

¹¹ <http://www.le-droit-des-affaires.com/la-clause-%C2%AB-pay-to-play-%C2%BB-article51.html>

dans la société tant que l'investisseur demeure actionnaire. Juridiquement, cette clause est valable dans la mesure où elle est justifiée par un intérêt légitime et qu'elle est limitée dans le temps.

Il apparaît clairement de ce qui précède que le montage financier et juridique constitue une phase délicate et stratégique tant pour le capital-risqueur que pour le fondateur. Cette phase a pour objectif de formaliser l'opération de financement envisagée, de définir les divers instruments financiers de l'intervention et les modalités du suivi et de limiter le cadre partenarial entre le capital investisseur et le chef d'entreprise mais également de préparer la sortie du capital-risqueur, qui est la phase la plus importante de l'opération d'investissement.

II/ LA SORTIE DU CAPITAL-RISQUEUR

La sortie constitue la préoccupation majeure des capital-risqueurs qui doivent restituer les liquidités aux fonds d'investissement qui leur ont confié des fonds. En effet, l'intervention du capital-risqueur est ponctuelle et limitée dans le temps. Les options de sortie sont ainsi discutées en amont de la signature du pacte d'actionnaire.

L'anticipation des conditions de sortie amène l'investisseur et le fondateur à arrêter les éléments suivants : le calendrier¹², les modalités de sortie, la recherche d'acquéreurs¹³. Dans le pacte d'actionnaires, les conditions de sortie font l'objet d'une « clause dite de sortie » qui encadre ce moment précis de la phase à travers, notamment, la hiérarchisation des possibilités de sorties (introduction en bourse, sortie industrielle¹⁴, cession de la participation du partenaire financier à un autre investisseur financier, rachat par l'entrepreneur de la participation de son partenaire financier).

La discussion sur les modalités et conditions de sortie est ainsi une phase primordiale. Les intérêts, parfois divergents entre les parties, rendent ce débat préliminaire indispensable de façon à trouver un juste équilibre entre, d'une part les exigences de rentabilité de l'investisseur et, d'autre part la prise en considération des objectifs stratégiques de l'entreprise.

1/LES CLAUSES DE LIQUIDITE DANS LE PACTE D'ACTIONNAIRES

¹² L'élaboration d'un calendrier en concertation avec l'investisseur permet de formaliser, dans le pacte d'actionnaire, la date à partir de laquelle seront engagés les efforts de sortie qui porteront sur la valorisation de l'entreprise, les modalités de sortie et la recherche d'acquéreurs potentiels.

¹³ La recherche d'acquéreurs : Cette étape se traduit dans le pacte d'actionnaires par une clause de « meilleurs efforts » qui spécifie la date fixée pour initier le processus de sortie. A ce terme, les concertations avec l'investisseur se multiplient pour évaluer si les critères de sortie définis en amont sont atteints.

¹⁴ Elle s'opère par la cession de la totalité du capital de l'entreprise à un tiers.

Ces clauses ont pour vocation d'organiser dès son entrée, la future sortie de l'investisseur. Elles seront d'une « intensité juridique » variable selon le niveau de contrainte exigée par l'investisseur, lié au risque accepté par lui.

Parmi les principales clauses demandées par le capital-risqueur, on peut citer :

- **La clause de sortie forcée ou clause de sortie conjointe** appelée encore « *Drag-along* » ou « clause de liquidité », permet à certains actionnaires souhaitant vendre leurs actions de contraindre les autres actionnaires à vendre les leurs en même temps et aux mêmes conditions, notamment de prix. La clause de sortie forcée est présente dans la quasi-totalité des pactes d'actionnaires conclus avec des capital-investisseurs. Elle leur permet d'assurer, à terme, la liquidité de leur investissement. Cette clause est souvent perçue comme « dure » ou dangereuse pour les fondateurs de la société, car elle est de nature à leur faire « perdre la main » sur la société.

Cependant, la sortie d'un investisseur financier du capital de la société dans laquelle il investit est inhérente à son investissement. Ainsi, la sortie d'un investisseur financier d'une société peut être organisée selon des modalités différentes, qui concilient les intérêts des fondateurs et l'objectif de liquidité de l'investisseur. Cette clause est ainsi d'ailleurs combinée généralement à une **clause de préférence**¹⁵ permettant au fondateur d'acheter les titres du capital-risqueur.¹⁶

On trouve également dans le même esprit des clauses qui donnent à l'investisseur, si aucune solution de sortie n'est acceptée par lui, la possibilité de sortir du capital en contraignant le majoritaire. Il s'agira de donner **mandat** à un tiers pour trouver un acquéreur de la totalité du capital ou pour procéder à l'introduction en bourse de l'entreprise. L'application de ces deux types de clauses a pour conséquence de faire perdre au majoritaire le contrôle de son entreprise et, très souvent, sa direction. En marge, on retrouve le dispositif anglo-saxon de « **buy or sell** » appelé également clause de « **roulette russe** » ou « **shot-gun** » qui permet à l'investisseur de proposer par promesse unilatérale de vente au majoritaire le rachat de sa participation à un prix donné.

Le majoritaire dispose de deux options : s'il achète, il reprend la participation minoritaire, s'il refuse ou n'opte pas, il cède lui-même ses propres droits sociaux aux mêmes conditions financières. Dans

¹⁵ Par la clause de préférence, les actionnaires se voient octroyer une priorité de souscription en cas de nouvelle émission de titres.

¹⁶ Aussi, la clause de sortie forcée peut subordonner l'exercice, par les associés sortants, de leur droit de forcer les autres associés à sortir :

- à la condition que le prix payé pour leurs actions ne soit pas inférieur à un certain montant ou constitue un prix de marché ;
- à la condition que les actions des associés sortants ne représentent pas moins d'un pourcentage spécifié du capital de la société (généralement plus de 50%)
- à la condition que l'offre d'acquisition porte sur un pourcentage minimum du capital de la société (généralement, au moins 70%)
- à la condition que l'acquéreur des actions ne soit pas une société ou personne liée aux associés sortants
- etc.

La clause de sortie forcée devra également envisager les modalités de la vente des actions, et notamment, le paiement du prix, le transfert des titres, les garanties devant être données par les associés, le partage des frais de conseil, etc.

cette dernière circonstance, l'investisseur devient alors majoritaire, voire associé unique, et peut librement, mais à brefs délais, céder l'entreprise. Cette clause peut toutefois être utile pour éviter une situation de blocage dans une société détenue à parts égales par deux actionnaires. Elle devra cependant être évitée et/ou subordonnée si les rapports de force sont déséquilibrés. En effet la partie la plus faible n'aurait pas les moyens suffisants pour racheter la part de l'autre et la clause ne pourrait dès lors jouer qu'au bénéfice d'une seule partie, qui est généralement l'investisseur.

- **La clause de cession majoritaire** : est aussi contraignante que la clause précédente : Elle instaure que, si le financier trouve preneur pour sa participation minoritaire mais que son acheteur veut acquérir la majorité, le fondateur devra lui vendre les titres qu'il faut pour atteindre les 51 %.

- **Les clauses d'impasse** : Outre les clauses relatives au capital et ceux relatifs au pouvoir, le capital investisseur a la possibilité d'insérer des clauses qui lui permettent de mettre fin à ses rapports avec les partenaires qui ne partagent plus les mêmes visions. Dès lors deux mécanismes d'intervention distincts peuvent être mis en place : **Clause d'offre alternative «shot gun»**: le mécanisme y afférent consiste en l'acquisition des titres de l'une des parties par l'autre à un prix fixé unilatéralement. **L'intervention d'un tiers** : il se traduit par la cession des titres de l'une des parties au profit d'un tiers préalablement désigné. En cas de rapport déséquilibré entre les parties et afin de protéger le fondateur/ dirigeant qui est généralement le plus lésé par cette clause, il pourrait être envisagé de combiner cette clause avec **une clause de parachute dorée** « *golden parachute* » qui constitue une clause contractuelle qui fixe les indemnités, versées à l'intéressé lors d'une éviction, d'un remerciement, d'une fusion, ou encore lors d'un départ volontaire et programmé.

- **Clause de retrait** : Dans un certain nombre de circonstances, l'investisseur va pouvoir exiger du majoritaire que ses droits sociaux soient rachetés. La circonstance la plus fréquente est le non-respect de tout ou partie des conditions du protocole (« Cas de défaut »). Le droit de retrait pourrait également s'exercer si la société change de contrôle, mais aussi et dans des cas plus rares si les prévisions arrêtées lors de l'entrée de l'investisseur au titre d'un business-plan ne sont pas respectées. Ce droit est souvent assorti d'une méthodologie de fixation du prix de sortie et s'articule autour d'une promesse unilatérale d'achat par le majoritaire, sous condition suspensive.

- **La clause d'introduction en bourse** : Cette clause a pour objet de préciser dans qu'elles conditions, en cas de cotation de la société à une bourse de valeurs, les actionnaires devront mettre en vente tout ou partie de leurs titres.

- On trouve, mais moins souvent, des mécanismes de **promesses unilatérales dites « croisées »** au titre desquelles le majoritaire s'engage unilatéralement pour une durée donnée à une échéance donnée à acquérir les droits sociaux de l'investisseur à un prix déterminable en fonction des performances de l'entreprise. Corrélativement, l'investisseur s'engage unilatéralement pour une durée donnée à une échéance donnée - mais distincte de celle couverte par la promesse d'achat - à céder les droits sociaux qu'il détient, à un prix déterminé sur les mêmes bases.
- Enfin, les clauses de sortie de l'investisseur sont parfois assorties d'un **droit de suite** dans l'hypothèse où, après le rachat des droits sociaux de l'investisseur, le majoritaire cède l'entreprise à bref délai. Dans l'hypothèse où une plus-value est réalisée à cette occasion, le majoritaire en rétrocédera tout ou partie à l'investisseur¹⁷.

2/ CLAUSES DE SORTIE EN FAVEUR DU FONDATEUR

Le fondateur dispose également d'un certain nombre d'armes juridiques permettant de prévenir la sortie de l'investisseur. Il y a lieu d'en citer quelques unes:

- **L'option d'achat des actionnaires fondateurs**: Avec cette clause, les fondateurs peuvent contraindre les investisseurs de leur revendre leurs titres à une date ou une période fixée dans le pacte d'actionnaires.
- Une clause de sortie pour les actionnaires majoritaires (**Tag along**): dans l'hypothèse où l'investisseur, détenant plus de 50% du capital social (après conversion des OCA par exemple)¹⁸, envisagerait le transfert de l'intégralité de ses actions à un tiers, il devra de ce fait obtenir l'accord irrévocable du cessionnaire sur l'achat de l'ensemble des actions et valeurs mobilières des autres parties selon les mêmes modalités et aux mêmes conditions de prix que celles offertes par le cessionnaire au cédant.
- **La clause de l'associé le plus favorisé**, qui prévoit que tous les avantages octroyés aux nouveaux entrants ou aux nouvelles actions émises profitent aussi à cet associé.
- **Une clause d'agrément et de préemption classique**
- **Clause de partage de plus value** qui permet à l'actionnaire majoritaire, dans le cas où l'investisseur réalise au moment où il va se désinvestir un pourcentage prévu à l'avance (généralement en fonction du Taux de Rendement Intérieur (TRI)), de demander un pourcentage de la plus value.

¹⁷ <http://www.village-justice.com/articles/recours-capital-risque-ouvrir-son,17084.html>

¹⁸ Etant à préciser que l'article 22 nouveau de la loi n°88-92 limite la détention de la participation de l'investisseur dans les sociétés cibles. En effet, le capital-risqueur ne peut pas détenir à lui seul la majorité du capital.

CONCLUSION :

Pour conclure, il semble que « la sortie soit une problématique qui décourage l'entrée ! »¹⁹

Tel est le constat de la pratique du capital risque en Tunisie.

En effet, bien que la Tunisie ait le mérite d'avoir depuis de nombreuses années introduit le capital-risque comme mode de financement de son économie, la « *Private equity* » ne semble pas avoir connu un grand succès dans la pratique.

Il serait difficile d'imputer le manque de développement du capital risque à une cause unique, mais il semblerait que la transparence financière de la PME demeure à ce jour très insuffisante et que les investisseurs appelés à prendre des risques mesurés ne parviennent pas encore à mesurer le risque pour investir avec des perspectives sérieuses de gagner et de rembourser les fonds d'investissement.

En outre, il n'est pas exclu que le contexte politique et économique que connaît le pays depuis 2011, ait amplifié le risque que le capital risque comporte de par sa nature, pour le rendre peut-être dissuasif.

¹⁹ Le capital risque en Tunisie : Une décennie de réformes, Rédigé le 29 septembre 2006, Tunisie valeurs, Département Recherches et Etudes <http://www.tunisievaleurs.com.tn/fr/revues/20061101.pdf>