

L'actualité et la pratique en Droit des affaires

- Droit bancaire
- Droit de la concurrence / Droit de la distribution
- Droit du financement

Rétrospective 2016

SOMMAIRE

Titre I - Législation

- 1/ Les lois adoptées en 2016 en droit des affaires
- 2/ Les principaux décrets de 2016
- 3/ Les principaux arrêtés du ministre des finances en 2016
- 4/ Les principales circulaires de la Banque Centrale de Tunisie en 2016

Titre II - Présentation et commentaire de la loi n°2016 - 48 du 11 juillet 2016 relative aux banques et établissements financiers

- 1/ Les nouveautés concernant les activités
- 2/ Les nouveautés concernant les acteurs
- 3/ Les nouveautés concernant la gouvernance
 - 3.1 Les organes d'administration
 - 3.2 Les organes de gestion
- 4/ Les nouveautés concernant le contrôle
 - 4.1 Le contrôle interne
 - 4.2 Le contrôle externe
 - 4.4 Le rôle de l'association professionnelle des banques et des établissements financiers (APBEF)
- 5/ L'adoption d'un nouveau régime spécial pour les banques et les établissements financiers en difficulté
 - 5.1 Le redressement
 - 5.2 Le sauvetage
 - 5.3 La liquidation



Titre III - La jurisprudence : Les grandes orientations du Conseil de la Concurrence des années 2015 -2016

- 1/ Les concentrations économiques et concessions : Affaire n° 141371 du 27 Octobre 2016 (Marché pertinent de l'exploitation des Duty-free Shop dans les aéroports)
- 2/ Les prix excessivement bas : Affaire n°151377 du 14 Juillet 2016 (Marché pertinent de l'Internet haut débit)
- 3/ Les ententes illicites et droit des sociétés : Affaire n° 91201 du 12 Mars 2015 (Marché pertinent de la fourniture des hôpitaux en équipements, appareils et autres outils à usage médical)
- 4/ Position dominante collective : Affaire n°121306 du 25 décembre 2015 (Marché pertinent de l'impression, de l'émission et de la distribution des tickets restaurants)
- 5/ Dépendance économique collective : Affaire n° 121301 du 25 décembre 2015 (Marché de la distribution des détergents à travers les grandes et moyennes surfaces)

Titre IV- La pratique du capital-risque en Tunisie

- 1/ Les conditions de la prise de participation
 - 1.1 Les mécanismes de prise de décision et d'organisation
 - 1.2 La composition et l'évolution de l'actionnariat
- 2/ La sortie du capital-risqueur
 - 2.1 Les clauses de liquidité dans le pacte d'actionnaires
 - 2.2 Clauses de sortie en faveur du fondateur

Conclusion



1/ Les lois adoptées en 2016 en droit des affaires

- Loi n°2016-5 du 16 février 2016 relative à la modification du code des procédures pénales.
- Loi n°2016-36 du 29 avril 2016 relative aux procédures collectives.
- Loi n° 2016-35 du 25 avril 2016 portant statuts de la Banque Centrale de Tunisie.
- Loi n° 2016-22 du 24 mars 2016, relative au droit d'accès à l'information.
- La loi n° 2016-48 du 11 juillet 2016 relative aux banques et établissements financiers.
- Loi n° 2016-53 du 11 juillet 2016 relative à l'expropriation pour cause d'utilité publique.
- Loi n° 2016-71 du 30 septembre 2016 portant sur l'investissement.

2/ Les principaux décrets de 2016

- Décret n°2016-771 du 20 juin 2016 fixant la composition et les prérogatives du conseil stratégique pour le partenariat entre les secteurs public et privé.
- Décret n°2016-772 du 20 juin 2016 fixant les conditions et les procédures d'octroi des contrats de partenariat entre les secteurs public et privé.
- Décret n°2016-1098 du 15 août 2016 fixant l'organisation et les modalités de fonctionnement de la commission tunisienne des analyses financières fixant l'organisation et les modalités de fonctionnement de la commission tunisienne des analyses financières.

3/ Les principaux arrêtés du ministre des finances en 2016

- Arrêté du ministre des finances du 12 Janvier 2016 portant visa du règlement du conseil du marché financier relatif au dépositaire central des titres.
- Arrêté du ministre des finances du 9 février 2016 fixant les taux et les modalités de perception de la contribution des institutions de microfinance revenant à l'autorité de contrôle de la microfinance et prévue à l'article 48 du décret-loi n°2011-117 du 05 novembre 2011 portant organisation de l'activité des institutions de microfinance tel que modifié par la loi n°2014-46 du 24 juillet 2014.
- Arrêté du ministre des finances du 24 Août 2016 relatif à la protection de la clientèle des institutions de microfinance.

4/ Les principales circulaires de la Banque Centrale de Tunisie en 2016

- Circulaire aux intermédiaires agréés n°2016-01 du 8 février 2016 relative aux marchés des changes et instruments de couverture des risques de change et de taux d'intérêts.
- Circulaire aux banques n° 2016-02 du 1er juillet 2016 relative aux modalités d'octroi, de contrôle et de refinancement des crédits.
- Circulaire aux banques et aux établissements financiers n°2016-06 du 11 octobre 2016 relative au système de notation des contreparties.
- Circulaire de la Banque Centrale de Tunisie n° 2016-07 du 9 décembre 2016 relative à l'assistance financière dans le cadre des articles 19,20 et 21 de la loi 2016-35 du 25 avril 2016 portant statuts de la Banque Centrale de Tunisie.



Titre II - Présentation et commentaire de la loi n°2016 - 48 du 11 juillet 2016 relative aux banques et établissements financiers

Par Boussayene - Knani & Associés

La loi n°2016-48 du 11 juillet 2016 relative aux banques et établissements financiers abroge et remplace la loi n°2001-65 du 10 juillet 2001 relative aux établissements de crédit.

Les banques et les établissements financiers demeurent soumis également aux dispositions du Code des Sociétés Commerciales.

Les banques et les établissements financiers non résidents demeurent soumis également aux dispositions du code de prestations de services financiers aux non résidents.

Les sociétés de leasing demeurent soumises aux dispositions de la loi n°1994-89 du 26 Juillet 1994 relative aux sociétés de leasing.

Avec ses **198 articles**, la nouvelle loi s'apparente à un code bien que les textes qui organisent le secteur bancaire et financier, demeurent toujours éparpillés.

L'impératif de s'aligner sur la loi récente relative à la Banque Centrale¹, semble avoir déterminé le législateur dans son élaboration de la loi nouvelle régissant les banques et les établissements financiers.

Les principales nouveautés touchent aux activités, aux acteurs, à la gouvernance, au contrôle et à la réglementation des banques et des établissements financiers en difficulté.

1/ Les nouveautés concernant les activités

Les opérations de finance islamique sont les seules nouvelles opérations introduites par cette nouvelle loi. C'est la grande nouveauté par rapport à la loi de 2001, même si certaines banques de la place (Al Baraka et Zitouna) pratiquaient déjà les opérations de finance islamique dont le régime juridique n'était pas défini par le législateur.

Ces opérations comprennent :

- La réception des dépôts du public
- L'octroi de crédits
- Le leasing
- Le factoring
- La finance islamique² :
 - Mourabaha, المرابحة
 - Ijaraa, التمويل بالاجارة مع خيار التملك
 - Moutharaba, المضاربة
 - Moucharaka, المشاركة
 - Istissnaa, الاستصناع
 - Salam, السلم
 - Wadaii istithmariya, الودائع الاستثمارية

L'article 11 de la nouvelle loi a prévu dans un délai de 2 mois une circulaire de la BCT pour définir les opérations de finances islamiques et déterminer leur mode et leurs conditions d'exercice. La loi nouvelle a, cependant, pris le soin de définir dans ses articles 12 à 15 les opérations de mourabaha المرابحة, ijaraa الاستصناع; Salam السلم et Wadaii istithmariya, الودائع الاستثمارية, en gardant le silence sur les contrats de Moutharaba, المضاربة et de Moucharaka, المشاركة.

Par ailleurs, la nouvelle loi a réduit de 30% à 20% le taux maximum de participation des banques dans le capital d'autres sociétés.

Cependant, ce seuil n'est pas applicable aux participations des banques dans le capital de sociétés qui exercent leurs activités dans le secteur des services bancaires, d'intermédiation en bourse ou d'assurance.

Le plafond de 20% n'est pas non plus applicable aux participations des banques ou des établissements financiers dans le capital de leurs filiales dans le cadre d'une assistance logistique lorsque cette assistance revêt un caractère exclusif.

2/ Les nouveautés concernant les acteurs

La nouvelle configuration des acteurs se présente comme suit :

Loi n°2001-65				Loi n°2016-48	
Etablissements de crédit				Banques	Etablissements financiers
Banques	Etablissements financiers				- Factoring
	Factoring	Leasing	Banques d'affaires		- Leasing
				- Banques d'affaires	
				- Etablissements de paiement	
				Système de fenêtre Finance islamique Autorisation BCT ²	



¹ Loi n°2016-35 du 25-04-2016, portant statuts de la Banque Centrale de Tunisie.

² L'exercice des opérations de la finance islamique par les banques et les institutions financières est subordonné à l'accord de la BCT.

S'agissant des conditions d'accès à la profession pour l'exercice des opérations bancaires, l'agrément qui sous l'empire de la loi ancienne revêtait un caractère discrétionnaire et était accordé par arrêté du ministre des Finances, sur rapport de la BCT (article 8 de la loi 2001-65), est désormais de la compétence **d'une commission des agréments présidée par le Gouverneur de la BCT**. (Articles 25, 26).

Le fonctionnement de cette commission est entouré de certaines garanties. C'est ainsi qu'une obligation de motivation lui est imposée en cas de refus d'agrément.

La loi nouvelle consacre la mise en place d'une étape **d'agrément provisoire**. En vertu de son article 30, cet agrément provisoire peut être délivré au requérant, en attendant la réalisation des conditions requises pour l'obtention de l'agrément définitif.

S'agissant de la forme de la société exigée, il s'agit toujours d'une société anonyme, mais la loi nouvelle a augmenté le montant du **capital minimum requis** comme suit :

Catégorie	Capital minimum	
	Loi n°2001-65	Loi n°2016-48
Banques	25 millions de dinars	50 millions dinars
Banques d'affaires et établissements de factoring	Banques d'affaires : 3 millions dinars	10 millions dinars
	Etablissements de factoring : 10 millions dinars	
Etablissements de paiement	-	5 millions dinars
Autres Etablissements financiers	10 millions dinars	25 millions dinars

La nouvelle loi a créé aussi **un registre des banques et des établissements financiers agréés**.

Il s'agit d'une nouveauté tendant à instaurer une grande transparence en la matière. L'article 33 exige la tenue par la BCT d'un registre des banques et des établissements financiers agréés. Ce registre qui doit être publié sur le site web de la BCT contient l'ensemble des informations relatives aux établissements agréés (catégorie de l'établissement, siège social, liste des actionnaires, dirigeants sociaux etc...). Les banques et les établissements financiers sont appelés à fournir à la BCT les informations et documents nécessaires pour l'actualisation de ce registre.

En outre, la loi n°2016-48 consacre les notions **d'actionnaire de référence et d'actionnaire principal**.

La notion **d'actionnaire de référence** existait déjà dans la loi 2006-19 modifiant et complétant la loi 2001-65 (article 40).

Selon l'article 27 de la loi de 2016, l'agrément est soumis à l'appréciation de la qualité des actionnaires directs et indirects et notamment de l'actionnaire de référence. De même, l'article 35 de la loi nouvelle soumet à certaines conditions la cession totale ou partielle par l'actionnaire de référence de ses actions.

L'actionnaire de référence est défini dans l'article 102 comme étant un ou plusieurs actionnaires liés par un pacte déclaré, détenant directement ou indirectement une fraction du capital leur conférant la majorité des droits de vote ou le contrôle de la banque ou de l'établissement financier.

Quant à **l'actionnaire principal** qui est défini comme étant celui qui détient au moins 10% du capital social (article 102 in fine), sa qualité est également prise en considération tant lors de l'agrément que lorsque la situation financière de la société appelle un soutien financier.

Le gouverneur de la BCT peut lui enjoindre de fournir un tel soutien, même si le manquement à cette obligation ne semble pas se traduire le cas échéant par une exécution forcée sur son patrimoine.

La nouvelle loi bancaire consacre aussi la notion de **banque systémique**.

Selon l'article 69 de la loi de 2016 qui a introduit cette notion nouvelle par rapport à la loi de 2001, la **banque ou l'établissement financier systémique** est toute banque ou établissement financier dont les difficultés ou la liquidation peuvent se répercuter sur d'autres établissements du secteur financier et menacer leur stabilité.

La qualification de « systémique » est déterminée par le volume d'activités de l'institution, la complexité de celles-ci, la connexité avec les autres institutions du secteur financier et l'absence d'alternatives pour les services qui sont fournis par la banque ou l'établissement financier systémique.

La loi de 2016 autorise la BCT à soumettre les banques et les établissements financiers systémiques à des règles prudentielles spécifiques notamment en termes de fonds propres et de contrôle (article 69 alinéa 2).



3/ Les nouveautés concernant la gouvernance⁴

La loi nouvelle prescrit aux banques et aux établissements financiers de se doter d'un système de bonne gouvernance³ assurant leur stabilité et la protection des déposants, des créanciers et des actionnaires.

Les instruments juridiques mis en œuvre pour asseoir une bonne gouvernance sont axés sur :

3.1 Les organes d'administration

La nouvelle loi instaure **un comité des nominations et rémunérations** et ce en plus du **comité d'audit** et du **comité des risques**. Le cumul des fonctions de membre du comité de l'audit interne et du comité des risques est interdit.

L'article 47 prescrit la nomination de deux administrateurs indépendants ou de deux membres indépendants du conseil de surveillance. Il impose, en outre, la désignation d'un administrateur représentant les petits porteurs au sens de la loi régissant le marché financier pour les banques et les établissements financiers dont les titres sont cotés à la Bourse de Tunis.

Le conseil d'administration est dans l'obligation de désigner un responsable de l'audit interne sur proposition du Directeur Général ou du directoire.

A l'instar de ce qui est prévu ailleurs dans les banques islamiques, l'article 54 de la loi nouvelle consacre le **comité de supervision charaïque** appelé à se prononcer sur la conformité des opérations financières pratiquées par la banque ou l'établissement financier à la chariâa.

La référence à la chariâa a suscité au sein de l'Assemblée des Représentants du Peuple des débats passionnés lors de l'élaboration de la loi.

Il est également prévu un contrôle de cette conformité par un auditeur spécialisé.

Les membres de la commission doivent être de nationalité tunisienne et remplir les conditions de compétence et d'intégrité requises.

La loi de 2016 maintient le contrôle de la BCT sur la composition des organes d'administration et de gestion des banques et des établissements financiers en prévoyant une **obligation d'information** pour toute nomination d'un président ou d'un membre du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, d'un directeur général, d'un directeur général adjoint, d'un président ou d'un membre du directoire.

La BCT dispose d'un délai d'un mois pour s'opposer le cas échéant à la désignation dont elle est informée. La loi nouvelle a, cependant, exigé que le veto de la BCT soit motivé et que cette motivation soit basée sur les critères fixés par le législateur lui-même dans l'article 56 de la même loi (intégrité, compétence, absence d'interdiction ou d'incompatibilité).

La réforme met ainsi fin au pouvoir discrétionnaire dont les autorités financières étaient dotées en la matière⁴.

3.2 Les organes de gestion

L'article 46 impose pour les banques la **séparation** des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration.

Pour les établissements financiers en revanche, on peut déroger exceptionnellement à cette règle avec l'autorisation de la BCT si la nature de l'entreprise et le volume de ses activités le justifie.

L'article 46 interdit aux directeurs généraux et aux directeurs généraux adjoints des banques et des établissements financiers d'être membres du conseil d'administration. Cette interdiction n'exclut pas à notre avis leur participation aux travaux du conseil sans droit de vote.



³ Certaines règles relatives à la bonne gouvernance des établissements de crédit sont actuellement régies par les dispositions de la circulaire BCT n° 2011-06.

Les établissements de paiement sont exclus de l'application des dispositions relatives à la gouvernance des établissements financiers (article 20).

⁴ Certaines règles relatives à la bonne gouvernance des établissements de crédit sont actuellement régies par les dispositions de la circulaire BCT n° 2011-06.

Les établissements de paiement sont exclus de l'application des dispositions relatives à la gouvernance des établissements financiers (article 20).

4/ Les nouveautés concernant la contrôle

4.1 Le contrôle interne

Un dispositif de contrôle interne, de gestion des risques, de conformité aux exigences réglementaires et de lutte anti-blanchiment est prévu.

4.2 Le contrôle externe

Les critères pour la nomination des CAC sont prévus dans l'article 95.

La nomination du CAC nécessite **l'accord préalable de la BCT**. Même en cas de démission du CAC, il faut informer la BCT et lui fournir les motifs de sa démission. Il s'agit là d'une nouveauté qui semble s'expliquer par le fait que la démission du commissaire aux comptes peut être motivée par des considérations graves qui appellent de la part des autorités financières des investigations particulières.

L'article 92 déroge au droit commun en matière de commissariat aux comptes⁶ en limitant à un seul renouvellement le mandat de 3 ans pour les personnes physiques, comme pour les personnes morales⁵, fixe les mandats des CAC à 6 ans et le nombre des banques ou établissements financiers contrôlés à deux au maximum.

La sécurité financière semble commander plus de rigueur que ce qui est normalement admis dans les autres secteurs, même si le même commissaire aux comptes peut reprendre ses fonctions dans la même banque ou le même établissement financier trois années après la cessation de son mandat initial.

4.3 Le contrôle de la BCT

► C'est un contrôle très étendu qui traduit le caractère fort réglementé de la profession.

- Toute opération d'achat directe ou indirecte des actions et/ou droits de vote d'une banque ou d'une institution financière via concert est soumise à un accord exprès de la BCT.
- Une autorisation préalable est requise pour tout nouveau produit, commission, tarification ou service et toute modification des conditions de service, de la politique de rémunération interne, des administrateurs et dirigeants.
- Sont soumises à un cahier des charges fixé par la BCT, toute ouverture ou fermeture de toute agence ou succursale ou commercialisation à travers des canaux digitaux (article 84).
- Une autorisation pour l'exercice des activités de finance islamique et un contrôle sur la conformité de l'activité et des produits aux normes internationales de finance islamique, sont désormais exigés par le nouveau dispositif.

4.4 Le contrôle de l'association professionnelle des banques et des établissements financiers (APBEF)

► Une **Instance de médiation** bancaire créée par l'APBEF est prévue par l'article 187. En outre, les banques et les établissements financiers peuvent créer leur propre structure de médiation bancaire.

► L'APBEF doit établir un **code déontologique** qui s'impose à tous les intervenants du secteur.



⁵ L'on sait qu'en droit commun, le code des sociétés commerciales prévoit des règles plus souples (article 13 bis CSC).

5/ L'adoption d'un nouveau régime spécial pour les banques et les établissements financiers en difficulté

C'est la partie la plus volumineuse de la nouvelle loi bancaire. Elle comporte plus que 60 articles.

L'apport majeur de la nouvelle loi bancaire est d'instaurer un régime spécial pour le redressement des banques et des établissements financiers qui passent par des difficultés économiques, même si la loi ancienne comportait elle aussi des dispositions dérogatoires au droit commun en la matière ; mais le droit commun lui-même a connu une refonte récente par la loi n° 36/2016 en date du 29 avril 2016.

5.1 Le redressement

La BCT intervient pour soumettre la banque ou l'institution financière à un plan de redressement. Elle peut appeler **l'actionnaire de référence** à apporter son soutien à la banque ou l'institution financière en difficulté.

5.2 Le sauvetage

La banque ou l'institution financière nécessitant un plan de sauvetage est celle dont la situation financière menace sa pérennité et expose les actionnaires et les créanciers aux pertes, ou celle dont les mesures nécessaires pour le redressement de sa situation financière difficile sont devenues non réalisables.

Le plan de sauvetage est établi et suivi par la **commission de sauvetage**.

5.3 La liquidation

En cas de cessation de paiement et impossibilité de redressement, la commission de sauvetage décide le transfert du dossier de la banque ou l'institution financière en difficulté devant le tribunal de 1^{ère} instance pour liquidation.

Le jugement de liquidation engendre la désignation d'un liquidateur et le retrait de l'agrément de la banque ou l'institution financière en question.

Un classement des créanciers par ordre de priorité et de privilège, est prévu lors de la distribution du produit de la liquidation.

La loi crée aussi le « **fonds de garanties des dépôts bancaires** » sous forme d'établissement public doté de la personnalité juridique et de l'autonomie financière et administrative pour la protection et l'indemnisation des déposants dans les limites d'un plafond fixé par décret.

Le fonds dont le capital est fixé à 5 millions de dinars, détenu par l'Etat et la BCT, est en outre appelé à contribuer à la sécurité financière en apportant son soutien aux banques en difficultés.

On sait que de grands débats ont eu lieu à l'ARP lors de l'institution de ce fonds qui a au moins le mérite d'exister malgré le caractère apparemment modeste de ses ressources par rapport aux risques qu'il est appelé à couvrir. Ceci explique les exclusions nombreuses que la loi a prévu en la matière (dépôts de l'Etat et des entreprises publiques, dépôts de la BCT, des banques et des établissements financiers, des actionnaires détenant plus de 5% du capital, des investisseurs institutionnels etc...).

Des délais ont été accordés aux banques et institutions financières pour se conformer aux dispositions de cette nouvelle loi:

- ▶ **Une année** pour se conformer à la condition du capital social.
- ▶ **Six mois** pour se conformer aux dispositions relatives aux règles de gouvernance.
- ▶ **Trois ans** pour se conformer aux dispositions relatives à la prise de participation.



Boussayene Knani & Associés a jugé opportun de publier une sélection de décisions récentes et inédites dans un certain nombre d'affaires dont certaines ont été traitées par le Cabinet. La jurisprudence du Conseil de la Concurrence (2015-2016) a permis à plusieurs reprises de pallier les limites ou les insuffisances de la loi relative à la concurrence et aux prix. Cette publication essaye de rendre compte de l'évolution de la jurisprudence dans ce domaine.

1/ Les concentrations économiques et concessions : Affaire n° 141371 du 27 Octobre 2016 (Marché pertinent de l'exploitation des Duty-free Shop dans les aéroports)

La requérante a mis en cause la légalité d'octroi de la concession d'exploitation des free-shops au profit de la société TUNISIA DUTY FREE SA. Cette société a vu le jour suite à l'appel d'offre international organisé par l'OACA en 2014 et remporté par un consortium constitué par les trois sociétés HEINEMANN, ATU et HAMILA.

La plaignante DUFY International AG⁶, société immatriculée en Suisse, qui a exploité pendant une durée de 17 ans⁷ les Duty-free Shop dans les aéroports Tunisiens à l'exception de ceux d'Enfidha et de Monastir et qui a participé sans succès à l'appel d'offre précité a souligné que la société ATU est devenue en position dominante dans la mesure où elle contrôle directement les aéroports d'Enfidha et de Monastir et, indirectement, à travers le consortium, ceux du reste de la Tunisie.

Elle a conclu que la constitution d'un consortium composé de toutes les sociétés opérant dans le domaine des free Shops aéroportuaires en Tunisie à l'exception de la société plaignante, constitue une entente illicite visant à se répartir le marché et engendre une situation de monopole et de concentration économique non autorisée.

Dans son jugement, le Conseil a d'abord exclu l'existence d'une situation de concentration en violation des articles 7 et 8 de la loi de la concurrence et des prix, dans la mesure où l'appel d'offre est international et prévoit que « le candidat pourra agir seul sous la forme d'une société ou d'un groupement incluant un ou plusieurs partenaires résidents ou non résidents ».

En outre, en réponse aux griefs dénonçant une entente illicite, le Conseil s'est référé au Décret n° 2013-4631 du 18 novembre 2013, modifiant et complétant le décret n° 2010- 1753 du 19 juillet 2010, fixant les conditions et procédures d'octroi des concessions pour conclure que la participation à un appel d'offre à travers un groupement a été autorisée par l'article 13 quater⁸ et ne pouvait donc être assimilée à une entente illicite.

2/ Les prix excessivement bas : Affaire n°151377 du 14 Juillet 2016 (Marché pertinent de l'Internet haut débit)

Les agissements dénoncés avaient pour objet l'adoption par les sociétés Orange Tunisie et Orange Tunisie Internet d'une politique de prix excessivement bas au sens de l'article 5 de la nouvelle loi sur la concurrence et les prix.

Le Conseil rappelle sa définition constante selon laquelle « les prix excessivement bas sont ceux qui n'englobent pas les éléments du prix réel qui devrait inclure le coût fixe, le coût variable et la marge commerciale, ce qui engendre une exclusion des concurrents et constitue une infraction aux règles de la concurrence »

En l'espèce le Conseil a jugé que les tarifs ont donné lieu à des remises atteignant 47% mais sans conséquences sur le prix qui englobe le coût fixe, le coût variable et la marge commerciale.



⁶ Ex Weitnauer Tunisie

⁷ Avant le 1er Juillet 1997, l'Office de l'Aviation Civile et des Aéroports gère par ses propres moyens l'exploitation des Duty-free Shop dans tous les Aéroports Tunisiens.

A compter du 1er Juillet 1997, l'exploitation des Duty-free Shop dans tous les Aéroports Tunisiens a été confiée à la société Dufry Tunisie pour une période qui s'étalait du 01/07/1997 au 30/06/2014.

⁸ Article 13 (quater) - Le concessionnaire est autorisé à soumissionner seul ou dans le cadre d'un seul groupement. Le soumissionnaire peut s'appuyer sur les capacités d'autres membres du groupement.

3/ Les ententes illicites et droit des sociétés : Affaire n°91201 du 12 Mars 2015 (Marché pertinent de la fourniture des hôpitaux en équipements, appareils et autres outils à usage médical)

Le Conseil souligne que « l'existence d'un groupement d'entreprises indépendantes juridiquement mais liées structurellement opérant d'une manière collective sur le marché pertinent et coordonnant leur activité dans le but de réaliser un objectif commun ne les exonère pas de se plier aux principes gouvernant la concurrence, notamment les dispositions de l'article 464 du code des sociétés commerciales qui prévoit que le groupe de sociétés ne peut pas avoir une finalité contraire à la loi telle que celle d'éviter l'impôt ou l'atteinte aux règles de la concurrence ».

4/ Position dominante collective : Affaire n°121306 du 25 décembre 2015 (Marché pertinent de l'impression, de l'émission et de la distribution des tickets restaurants)

Une nouvelle évolution de la notion de position dominante collective a été déclenchée par la décision n°121306 du 25 décembre 2015 qui marque un alignement total sur la jurisprudence européenne consacrée par l'arrêt « Airtours » du 6 Juin 2002.

Le Conseil confirme le principe de la position dominante collective à travers une interprétation encore plus extensive mettant en œuvre de nouveaux critères.

En effet, il est désormais possible de qualifier un comportement de position dominante collective même dans l'absence des critères classiques à savoir les liens juridiques ou structurels entre des entreprises tels que des liens en capital ou encore des accords formalisés entre elles, même si l'adoption d'une ligne commune d'action sur le marché n'a pas été établie.

La nouveauté dans cette décision⁹ c'est qu'en absence de ces liens, il est désormais possible qu'une position dominante collective soit retenue si trois conditions cumulatives sont réunies¹⁰, à savoir :

- la structure oligopolistique et la transparence du marché pertinent
- la possibilité d'exercer des représailles sur les entreprises déviant de la ligne d'action commune
- la non contestabilité du marché ou l'absence de concurrence potentielle.

Le Conseil affirme qu'en l'espèce toutes les conditions sont réunies pour qualifier le comportement des entreprises poursuivies de position dominante collective :

A titre principal, le Conseil a fait recours aux conditions classiques ; l'existence de liens juridiques et structurels entre entreprises a été confirmée. Les investigations menées ont permis de déceler l'existence d'accords formalisés suite à la découverte d'une fiche de comportement signée par les entreprises.



⁹ Article 13 (quater) - Le concessionnaire est autorisé à soumissionner seul ou dans le cadre d'un seul groupement. Le soumissionnaire peut s'appuyer sur les capacités d'autres membres du groupement.

¹⁰ (أوجود درجة شفافية عالية بسوق ذات احتكار الأقلية (ب)و(في إمكانية وجود آليات ردع ومعاقبة للمؤسسات التي تحيد عن إتباع السلوك المتوازي (ت) وفي غياب سياسة تنافسية شرسة بالسوق أو عدم قدرة منافسين جدد على الولوج إلى السوق)

5/ Dépendance économique collective: Affaire n° 121301 du 25 décembre 2015 (Marché de la distribution des détergents à travers les grandes et moyennes surfaces)

Le Conseil de la Concurrence a forgé une notion qui n'a pas été prévue expressément par la loi sur la concurrence et des prix. Il s'agit de l'abus de dépendance économique collective.

Dans l'affaire n° 121301 du 25 décembre 2015 relative au marché de la distribution des détergents à travers les grandes et moyennes surfaces, le Conseil a jugé que la société STID était dans une situation de dépendance économique collective par rapport aux (GMS) grandes et moyennes surfaces : Carrefour, Magasin Général et Monoprix. Ces GMS étaient accusées de profiter de cette situation pour commettre des abus différents impliquant leur condamnation pour abus de dépendance économique collective.

Le conseil a énuméré et étudié les critères d'usage pouvant justifier la dépendance économique d'un fournisseur par rapport aux distributeurs:

- la notoriété de la marque des distributeurs ;
- la part de marché des distributeurs ;
- le degré d'influence des grandes et moyennes surfaces dans le chiffre d'affaires réalisé par la requérante ;
- l'inexistence de solutions alternatives de commercialisation

Le Conseil a conclu que « la requérante était dans une situation de dépendance économique d'un type spécial qu'on peut qualifier sous le vocable de dépendance économique collective envers les grandes et moyennes surfaces »

6/ Abus de position dominante : Affaire n° 141360 du 21 Avril 2016 (Marché pertinent des compresses imprégnées de vaseline stériles)

La requérante « société Alliance Pharma » a intenté une action contre la Pharmacie Centrale de Tunisie dénonçant un abus de position dominante. Elle reproche à la Pharmacie Centrale l'exclusion des appels d'offres des compresses imprégnées de vaseline stériles.

Le Conseil a eu l'occasion de rappeler sa jurisprudence constante en matière d'abus de position dominante individuelle. « Celle-ci peut être prouvée si deux conditions sont réunies : D'abord, une position de puissance économique détenue par une entreprise. Ensuite, l'exploitation abusive de cette position. »

«...L'entreprise dominante dispose d'un pouvoir économique lui fournissant la possibilité de comportements indépendants vis à vis de ses clients, de ses concurrents et des consommateurs, sans se soumettre aux contraintes du marché et de ses exigences et d'une manière lui permettant d'imposer ses conditions et d'avoir une influence radicale sur la situation des opérateurs sur le marché en cause, et ce, en raison de sa part de marché ou de son avancée technologique ou de sa stratégie commerciale ou de sa puissance financière, voire de son positionnement géographique »

En l'espèce le Conseil a conclu que les agissements de la Pharmacie Centrale sont de nature à exclure les producteurs locaux du marché de production de compresses imprégnées de vaseline stériles et à porter atteinte à l'équilibre du marché.



« 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 »¹¹

Le capital-risque (Private equity) est devenu aujourd'hui un acteur majeur dans le paysage financier international. Né aux Etats Unis dans la Silicon 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 »¹² est souvent utilisé pour désigner ces différentes phases du cycle d'investissement.¹³

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 »¹³.

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 1988¹⁵. 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.

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 »¹⁶.

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.



¹¹ 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

¹² 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).

¹³ 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>

¹⁴ Note et analyse de l'ITCEQ n°33 mars 2016 « Pourquoi les investisseurs en capital ne jouent pas pleinement leur rôle ? » Hanan Baklouti Trabelsi

¹⁵ 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.

¹⁶ 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. »

1/ 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 22¹⁷ 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** »).

Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (ADP)¹⁸ 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)¹⁹ 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.

1.1 Les mécanismes de prise de décision 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 étude²⁰. Nous nous limiterons à exposer ci-dessous celles qui sont les plus usuelles et les plus courantes :

- **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.



¹⁷ « 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. »

¹⁸ En 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).

¹⁹ 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.

²⁰ http://www.mascre-heguy.com/htm/fr/conseils/conseil_convention_investissement_pacte_actionnaires.htm

1.2 La composition et l'évolution 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 ²¹.

- **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 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.

²¹ <http://www.le-droit-des-affaires.com/la-clause-%C2%AB-pay-to-play-%C2%BB-article51.html>
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.

²² 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.

²³ Elle s'opère par la cession de la totalité du capital de l'entreprise à un tiers.

2 / 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 calendrier²², les modalités de sortie, la recherche d'acquéreurs²³. 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 industrielle²⁴, 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.

2.1 Les clauses de liquidité dans le pacte d'actionnaires

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**²⁵ permettant au fondateur d'acheter les titres du capital-risqueur²⁶.

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 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'autres 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

²² 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.

²³ 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.

²⁴ Elle s'opère par la cession de la totalité du capital de l'entreprise à un tiers.

²⁵ Par la clause de préférence, les actionnaires se voient octroyer une priorité de souscription en cas de nouvelle émission de titres.

²⁶ 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.

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'investisseur ²⁷.

2.2 Les 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)²⁸, 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.



²⁷<http://www.village-justice.com/articles/recours-capital-risque-ouvrir-son,17084.html>

²⁸ 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 ! »²⁹

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.

²⁹ 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>

