
**INSTITUT SUPERIEUR DE COMMERCE
ET D'ADMINISTRATION DES ENTREPRISES
CASABLANCA**

**Le capital-risque au Maroc :
Contribution à l'élaboration d'un cadre
juridique, fiscal, comptable et
d'accompagnement**

**MEMOIRE PRESENTE POUR L'OBTENTION
DU DIPLOME NATIONAL D'EXPERTISE COMPTABLE**

Mr Salah AISSE

JURY

PRESIDENT

Mr Rachid SEDDIK SEGHIR – Expert Comptable DPLE

DIRECTEUR DE RECHERCHE

Mr Abdelkader MASNAOUI – Expert Comptable DPLE

SUFFRAGANTS

Mr Fawzi BRITEL – Expert Comptable DPLE

Mr Mustapha MELSA – Professeur à l'ISCAE

Session de Novembre 2003

REMERCIEMENTS

Le présent mémoire est le fruit d'une expérience dans le domaine de l'ingénierie financière auquel plusieurs personnes ont contribué en donnant une partie de leur temps précieux, de leur expertise inestimable. C'est pourquoi je tiens à les remercier et leur exprimer ma sincère gratitude.

Je remercie Mr Abdelkader MASNAOUI qui a accepté d'encadrer ce travail et qui n'a cessé de m'apporter ses orientations et ses précieux conseils.

Je dois remercier particulièrement toutes les personnes qui m'ont encouragées tout au long de mon cursus. Qu'il me soit permis de leur traduire la reconnaissance que j'éprouve à leur égard.

J'exprime aussi ma gratitude et mon respect à toute ma famille dont le soutien moral m'a été très précieux.

Enfin, mes remerciements vont à chacun des membres du jury, pour l'aide qu'ils m'ont apportée et la confiance dont ils m'ont honoré.

Salah AISSE

Le capital-risque au Maroc : Contribution à l'élaboration d'un cadre juridique, fiscal, comptable et d'accompagnement

SOMMAIRE GENERAL

INTRODUCTION GENERALE	6
PARTIE I. ANALYSE DE LA PRATIQUE DU CAPITAL-RISQUE AU MAROC A LA LUMIERE DE CERTAINES EXPERIENCES INTERNATIONALES (BENCHMARKING).....	10
PARTIE II. PROPOSITION D'UN CADRE JURIDIQUE, FISCAL ET COMPTABLE SPECIFIQUE AU CAPITAL-RISQUE AU MAROC.....	56
PARTIE III. CONTRIBUTION DE L'EXPERT COMPTABLE DANS L'ACCOMPAGNEMENT DES INTERVENANTS EN CAPITAL-RISQUE	114
CONCLUSION GENERALE	160
■ GLOSSAIRE	
■ BIBLIOGRAPHIE	
■ LEXIQUE FRANÇAIS – ARABE	
■ ANNEXE 1 : PROJET DE LOI SUR L'ACTIVITE DE CAPITAL -RISQUE	
■ ANNEXE 2 : PRESENTATION DES PRINCIPAUX INTERVENANTS	

Le capital-risque au Maroc : Contribution à l'élaboration d'un cadre juridique, fiscal, comptable et d'accompagnement

SOMMAIRE DETAILLE

REMERCIEMENTS	2
INTRODUCTION GENERALE	6
PARTIE I. ANALYSE DE LA PRATIQUE DU CAPITAL-RISQUE AU MAROC A LA LUMIERE DE CERTAINES EXPERIENCES INTERNATIONALES (BENCHMARKING).....	10
INTRODUCTION DE LA PARTIE I.....	11
CHAPITRE 1. EXAMEN DE L'ACTIVITE DU CAPITAL-RISQUE AU NIVEAU INTERNATIONAL	12
<i>Section 1. Le capital-risque américain connaît un fort développement.....</i>	<i>12</i>
1. Le capital-risque moderne est d'origine américaine	12
2. Les facteurs clés de succès du capital-risque américain	12
<i>Section 2. Le capital-risque européen tente de rattraper son rival américain.....</i>	<i>16</i>
1. Les principales contraintes du capital-risque européen.....	16
2. Le capital-risque français est en pleine évolution	18
<i>Section 3. Le capital-risque maghrébin est d'origine très récente : analyse de l'exemple de la Tunisie 20</i>	<i>20</i>
1. Les intervenants en capital-risque en Tunisie	20
2. Le cadre légal et réglementaire du capital-risque en Tunisie	23
CHAPITRE 2. ETUDE APPROFONDIE DU MODELE DE CADRE LEGAL ET REGLEMENTAIRE DU CAPITAL-RISQUE FRANÇAIS	25
<i>Section 1. Analyse du régime juridique du capital-risque français.....</i>	<i>25</i>
1. Le régime juridique des Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR)	26
2. Le régime juridique des Sociétés de Capital-risque (SCR)	28
<i>Section 2. Etude du régime fiscal du capital-risque français.....</i>	<i>31</i>
1. Le régime fiscal des Fonds Communs de Placement en Capital-risque (FCPR)	31
2. Le régime fiscal des Sociétés de Capital-risque (SCR)	33
<i>Section 3. Synthèse des enseignements tirés du modèle français.....</i>	<i>35</i>
CHAPITRE 3. ETUDE DU CAPITAL-RISQUE AU MAROC : PRATIQUE ET CONTRAINTES	37
<i>Section 1. Cartographie du capital-risque au Maroc</i>	<i>38</i>
1. Réalisation d'une enquête sur l'activité de capital-risque au Maroc	38
2. Présentation et analyse des principaux résultats de l'enquête.....	41
<i>Section 2. Problématiques et contraintes liées à la pratique du capital-risque au Maroc.....</i>	<i>48</i>
1. Les contraintes propres aux PME et à leur environnement	48
2. Contraintes liées à l'environnement institutionnel du capital-risque	51
CONCLUSION DE LA PARTIE I.....	55
PARTIE II. PROPOSITION D'UN CADRE JURIDIQUE, FISCAL ET COMPTABLE SPECIFIQUE AU CAPITAL-RISQUE AU MAROC.....	56
INTRODUCTION DE LA PARTIE II.....	57
CHAPITRE 1. VERS UN CADRE JURIDIQUE PROPRE AU CAPITAL-RISQUE	58
<i>Section 1. Analyse du cadre juridique actuel du capital-risque au Maroc</i>	<i>59</i>
1. Présentation du cadre juridique applicable au capital-risque	59
2. Limites du cadre juridique actuel.....	62
<i>Section 2. Présentation du projet de loi relatif à l'activité du capital-risque au Maroc.....</i>	<i>64</i>
1. Contexte et objectifs du projet de loi	64
2. Conditions d'exercice de l'activité de capital-risque	66
3. Conditions tenant à la composition des actifs de l'OPCR.....	70
<i>Section 3. Analyse critique et recommandations d'améliorations du projet de loi sur le capital-risque 74</i>	<i>74</i>
1. Synthèse des conditions relatives à la détermination du quota de 50%.....	74
2. Principales remarques et suggestions pour l'amélioration du projet de loi.....	75
CHAPITRE 2. EBAUCHE D'UN CADRE FISCAL SPECIFIQUE AU CAPITAL-RISQUE	81
<i>Section 1. Rappel du régime fiscal actuel de droit commun</i>	<i>81</i>
1. Le régime fiscal des valeurs mobilières	81
2. Le régime fiscal spécifique aux OPCVM	87

Section 2.	<i>Proposition d'un régime fiscal spécifique au capital-risque</i>	89
1.	Les bases et fondements du régime fiscal spécifique au capital-risque	89
2.	Le régime fiscal incitatif proposé pour les OPCR	90
3.	Les principales mesures de mise en place et d'accompagnement du système proposé	95
Section 3.	<i>Étude de l'impact financier du régime fiscal proposé</i>	99
CHAPITRE 3.	ADAPTATION DU CADRE COMPTABLE AUX SPECIFICITES DU CAPITAL-RISQUE	102
Section 1.	<i>Traitement comptable des valeurs mobilières</i>	103
1.	Rappel succinct du traitement des titres de participation selon la norme comptable marocaine	103
2.	Rappel des dispositions normes IAS et IFRS en matière de traitement comptable des titres de participation	106
3.	Proposition d'adaptation de la norme comptable marocaine à l'activité de capital-risque ..	108
Section 2.	<i>La consolidation des comptes des OPCR</i>	111
1.	Rappel des principes de la consolidation des comptes dans le droit marocain	111
2.	Obligation de consolidation des comptes pour les sociétés de capital-risque (SCR)	112
CONCLUSION DE LA PARTIE II		113
PARTIE III. CONTRIBUTION DE L'EXPERT COMPTABLE DANS L'ACCOMPAGNEMENT DES INTERVENANTS EN CAPITAL-RISQUE		114
INTRODUCTION DE LA PARTIE III		115
CHAPITRE 1. L'EXPERT COMPTABLE : CONSEILLER JURIDIQUE EN CAPITAL-RISQUE		117
Section 1.	<i>Etude des conditions juridiques d'exercice de l'activité de capital-risque</i>	117
1.	Assistance dans le choix du régime spécifique du capital-risque	117
2.	Sensibilisation du capital-risqueur à sa responsabilité en tant que minoritaire	120
Section 2.	<i>Examen des outils juridiques de partenariat</i>	122
1.	Contribution à l'élaboration du pacte d'actionnaires	122
2.	Assistance dans le choix des outils juridiques de participation	126
CHAPITRE 2. L'EXPERT COMPTABLE : CONSEILLER FINANCIER DES ORGANISMES DE CAPITAL-RISQUE		132
Section 1.	<i>Accompagnement des PME faisant appel au capital-risque</i>	132
1.	Recherche de financement par capital-risque	132
2.	Elaboration du business plan ou plan d'affaires	134
Section 2.	<i>Accompagnement des organismes de placement en capital-risque</i>	139
1.	Diagnostic et analyse financière des participations de l'OPCR	139
2.	Evaluation financière du portefeuille de participations de l'OPCR	143
CHAPITRE 3. L'EXPERT COMPTABLE : AUDITEUR DES INTERVENANTS EN CAPITAL-RISQUE		153
Section 1.	<i>Contrôle des PME faisant appel au capital-risque</i>	153
1.	Audit préalable à la prise de participation : due diligence	153
2.	Contrôle légal et contractuel après la prise de participation	154
Section 2.	<i>Contrôle des organismes de placement en capital-risque (OPCR)</i>	156
1.	Commissariat aux comptes des OPCR	156
2.	Contrôle du respect des obligations légales	157
CONCLUSION DE LA PARTIE III		159
CONCLUSION GENERALE		160

■ Glossaire

■ Bibliographie

■ Lexique français – arabe

■ Annexe 1 : Projet de loi sur l'activité de capital-risque

■ Annexe 2 : Présentation des principaux intervenants

INTRODUCTION GENERALE

Les modes de financement des entreprises ont connu une évolution importante ces dernières années, passant d'un financement classique par endettement à un financement par des apports en fonds propres, à travers des prises de participation dans le capital des entreprises.

Ce dernier mode de financement, plus connu sous le terme de capital-risque ou « venture capital », présente deux spécificités. La première tient à la nature des sociétés financées puisque celles-ci sont généralement des petites et moyennes entreprises (PME) non cotées sur les marchés boursiers. La seconde a trait à la technique employée pour apporter les fonds. Le capital-risque est, en effet, un financement par le haut de bilan, c'est-à-dire par l'apport de fonds propres ou quasi fonds propres.

Contrairement à l'acception la plus courante, le Capital-risque n'est pas un moyen de financement destiné exclusivement aux entreprises en phase de création (capital création) ; il a une vocation de financement plus large. Il s'intéresse également aux entreprises en phase de lancement (capital amorçage), aux entreprises déjà établies et en croissance (capital développement), aux entreprises faisant l'objet de transmission (capital transmission), ainsi qu'aux entreprises présentant des déséquilibres sur le plan financier (capital restructuration).

Parallèlement à ce classement par métier, il est possible de distinguer les organismes de capital-risque, selon la composition de leur actionariat. En effet, les capital-risqueurs peuvent être soit des organismes indépendants, captifs (lorsqu'ils sont contrôlés par un bailleur de fonds unique), semi captifs (indépendants, mais lèvent des capitaux auprès de divers investisseurs de référence) ou publics (l'Etat étant le principal bailleur de fonds).

Par ailleurs, le capital-risque est un mode de financement particulier ayant ses propres caractéristiques :

- *Un investissement lié aux perspectives de croissance* : Le capital-risqueur intervient dans des entreprises ayant des potentialités importantes de croissance à terme afin de maximiser la valeur de celle-ci et par la même sa propre rémunération à la sortie ;
- *Un investissement en fonds propres* : La particularité du capital-risque réside dans le fait que le financement s'opère par des fonds propres, en actions le plus souvent mais également en quasi fonds propres tels que les obligations convertibles en actions ;
- *Un investissement à long terme* : Le capital-risque intervient généralement sur une échéance plus ou moins longue : de 5 à 7 ans, avec un maximum de 10 ans ;
- *Un investissement à risque* : l'apport du capital-risqueur n'est garanti que par la capacité du projet à dégager à terme un taux de rentabilité interne (TRI) élevé ;
- *Un partenariat* : La relation entre l'entreprise et l'investisseur en capital-risque est fondée sur une forte implication de ce dernier dans le suivi de la gestion. On parle alors de politique de « hands in » (contrairement au « sleeping partner »).
- *Une rémunération variable* : perçue à l'échéance, la rémunération du capital-risque est principalement constituée des plus values réalisées au moment de la cession de la participation ;

Le capital-risque est une notion ancienne et d'actualité. Ancienne, dans la mesure où l'on peut dater les premières opérations aux premiers temps de l'islam, où la forme de financement couramment appliquée consistait à associer le prêteur et l'emprunteur ; un marchand aisé finançait une opération menée par un entrepreneur, et partageait à égalité profits et pertes. Ce système de finance associative relève d'une logique similaire à celle du capital-risque popularisé par la « nouvelle économie ». Il est fondé sur deux principes : mudaraba (une partie apporte le capital financier et l'autre le capital humain) et musharaka (les associés mettent en commun leur capital financier).

C'est également une notion d'actualité. Le capital-risque est au cœur des débats sur le financement et la mise à niveau des entreprises, notamment des petites et moyennes entreprises (PME). En effet, l'ensemble des analystes s'accorde, de par le monde, sur son importance dans le financement des entreprises, la création d'emplois et la relance de l'économie.

On peut néanmoins attribuer aux années quarante la naissance du capital-risque moderne aux Etats-Unis, après la seconde guerre mondiale. Les « capital-risqueurs » ont, par leurs investissements et leurs prises de risques, participé aux succès des entreprises des nouvelles technologies de l'information des télécommunications (NTIC), à l'expansion et à la suprématie actuelle de la recherche et développement américaine. On peut citer dans ce sens l'exemple des entreprises de la « Silicon Valley ».

Ce mode de financement s'est introduit plus tard en Europe, bien après les Etats-Unis, dans les années 70 et ne s'y est développé que durant les années 80, exception faite de l'Angleterre.

Il aura fallu attendre le début des années 90 pour voir introduire le capital-risque au Maroc, avec la contribution des organismes publics et des institutionnels, sous l'impulsion de certaines institutions financières internationales.

Le capital-risque au Maroc se chiffre actuellement à environ deux milliards et demi de dirhams de fonds levés, gérés par une quinzaine d'organismes de capital-risque, d'après une enquête réalisée auprès des professionnels. Les capital-risqueurs interviennent dans divers secteurs d'activité et financent essentiellement des entreprises en phase de développement. Ils lèvent des fonds auprès d'organismes publics, des institutionnels et des particuliers, mais également et de plus en plus, auprès d'investisseurs étrangers qui voient dans le Maroc une opportunité de développement à l'international.

Cependant, le capital-risque marocain n'a pas pu se développer suffisamment et s'élever au rôle qui aurait été le sien. Plusieurs facteurs d'ordre économique et social, juridique, fiscal et comptable, seraient à l'origine de ce retard.

Sur le plan économique, le financement d'entreprise par capital-risque est confronté à un environnement peu propice qui se caractérise par un marché financier morose, un manque de transparence des entreprises, un faible potentiel de développement de ces entreprises, une aversion au risque, un management inefficace, des blocages culturels, etc. Malgré les efforts importants de mise à niveau des entreprises marocaines et leur environnement, engagés par les pouvoirs publics à travers des programmes financés par l'Union Européenne (Meda, EME, ANPME, FOMAN, BEI-RCCEM, UGP,...), les résultats ne sont pas encore au rendez-vous.

Sur le plan juridique, l'activité de capital-risque est actuellement exercée dans le cadre des dispositions de droit commun. A l'exception de la loi relative à la charte de la PME qui annonce les structures juridiques susceptibles d'exercer le capital-risque ainsi que les bases d'une fiscalité incitative, il n'y a pas de cadre juridique spécifique susceptible d'accueillir un

dispositif fiscal incitatif. Cependant, à l'initiative des professionnels et des pouvoirs publics, un projet de loi sur l'activité de capital-risque est actuellement à l'étude. Celui-ci comporte un ensemble de dispositions traitant des conditions d'exercice du capital-risque au Maroc. Ces conditions nécessitent une analyse et une comparaison (benchmarking) avec les meilleures pratiques internationales, notamment française, afin de finaliser la mouture définitive du projet de loi.

Sur le plan fiscal, l'activité de capital-risque ne bénéficie actuellement d'aucun dispositif incitatif à l'investissement. Ce sont donc les dispositions de droit commun qui lui sont applicables, notamment celles relatives aux valeurs mobilières. Dans cette situation, il n'est pas rare de se heurter à des frottements fiscaux entraînant des impositions successives et doubles des fonds investis, d'abord au niveau des organismes de capital-risque, ensuite entre les mains des investisseurs. Par ailleurs, cette fiscalité ne manque pas d'altérer le rendement des capitaux investis, décourageant ainsi les fonds d'investissement à s'installer au Maroc. Notons que ces fonds sont pour la plupart installés dans des zones internationales défiscalisées. Il est donc prioritaire de se pencher sur l'étude et la création et la mise en place d'un cadre fiscal incitatif à l'activité de capital-risque, s'intégrant dans le dispositif juridique précédemment étudié.

Sur le plan comptable, les normes comptables marocaines conviennent globalement à l'activité de capital-risque. Cependant, il semble nécessaire d'apporter certaines améliorations pour respecter le caractère spécifique de l'activité. Ainsi, un rapprochement avec les normes internationales, notamment IAS/IFRS, permettrait d'examiner les possibilités d'intégration de la notion de « juste valeur » dans l'évaluation des titres de participation des organismes de capital-risque.

Enfin, sur le plan d'accompagnement, l'activité de capital-risque a besoin, comme toute activité nouvelle qui se recherche, d'une assistance de la part de professionnels dont la formation, le professionnalisme et l'expérience n'est plus à démontrer. Parmi ces professionnels, l'expert comptable pourrait intervenir pour assurer une consultance de qualité. Il peut ainsi intervenir dans le contrôle légal ou contractuel des organismes de capital-risque et des entreprises leur faisant appel, ainsi que dans le conseil en ingénierie juridique et financière.

Objectif et structure du mémoire ...

Le présent mémoire a pour objectif d'analyser la situation actuelle du capital-risque au Maroc, de contribuer à l'élaboration d'un cadre spécifique à l'exercice de l'activité sur les plans juridique, fiscal et comptable, et d'apporter un cadre d'accompagnement des intervenants dans le métier de capital-risque.

C'est ainsi que la *première partie* de ce mémoire a pour objet l'analyse de l'évolution du capital-risque au Maroc par un benchmarking avec les meilleures expériences internationales en la matière, notamment française. Cette analyse permettra, à travers notamment une enquête sur le terrain, d'identifier les principales contraintes au développement du capital-risque au Maroc.

La *deuxième partie* du mémoire a pour but d'étudier un cadre juridique, fiscal et comptable, spécifique au capital-risque au Maroc. Sur le plan juridique, une analyse approfondie sera consacrée au projet de loi sur l'activité de capital-risque, afin de proposer des recommandations d'améliorations des dispositions juridiques apportées par cette loi. Sur le plan fiscal, l'étude apportera, face au vide actuel en matière d'incitations à l'investissement par capital-risque, des propositions de mesures fiscales d'encouragements formant un cadre fiscal homogène, en faveur des intervenants dans le métier. Sur le plan comptable, une analyse des spécificités des traitements des opérations de capital-risque, notamment celles

relatives au traitement comptable des titres de participations, permettra de proposer, au vu des normes comptable marocaines et internationales, quelques adaptations de forme et de fond du traitement.

La *troisième partie* du mémoire définira le rôle de l'expert comptable dans la fourniture de la consultance pour les opérations juridiques et financières du capital-risque, d'une part, et dans le contrôle des intervenants dans l'activité d'autre part. Ainsi, parmi les prestations d'accompagnement de l'expert comptable, cette partie traitera du choix d'outils juridiques de concrétisation du partenariat entre le capital-risqueur et la société cible, de l'assistance à l'évaluation de ces sociétés, de la préparation du plan d'affaires et du contrôle légal et contractuel des intervenants en capital-risque.

**PARTIE I. ANALYSE DE LA PRATIQUE DU
CAPITAL-RISQUE AU MAROC A LA
LUMIERE DE CERTAINES
EXPERIENCES INTERNATIONALES
(BENCHMARKING)**

INTRODUCTION DE LA PARTIE I

L'industrie de capital-risque est à des stades de développement très différents selon les pays. Aux Etats Unis, le venture capital est arrivé à maturité, après avoir traversé plusieurs cycles d'investissement et joué un rôle considérable dans le financement de l'innovation. En revanche, il est beaucoup plus récent en Europe ; sa croissance est rapide notamment en France, grâce au soutien des pouvoirs publics et des instances européennes. Au Maroc, introduit il y'a moins de dix ans, le capital-risque est encore à ses débuts. Son développement est cependant entravé par différentes contraintes principalement d'ordre économique, juridique et fiscal.

Nous allons tout d'abord analyser l'évolution du capital-risque au niveau international à travers les modèles américain, français et tunisien. Ces différentes expériences nous permettront d'identifier les clés de succès du capital-risque ainsi que d'examiner les caractéristiques du cadre juridique et fiscal du capital-risque dans ces pays et notamment la France.

Nous allons ensuite présenter les conclusions d'une enquête que nous avons réalisée sur le terrain auprès des organismes de capital-risque au Maroc. Cette enquête couvre l'analyse des informations collectée par le biais d'un questionnaire et l'identification des principales caractéristiques et contraintes au développement du capital-risque au Maroc.

Chapitre 1. EXAMEN DE L'ACTIVITE DU CAPITAL-RISQUE AU NIVEAU INTERNATIONAL

Section 1. LE CAPITAL-RISQUE AMERICAIN CONNAIT UN FORT DEVELOPPEMENT

1. LE CAPITAL-RISQUE MODERNE EST D'ORIGINE AMERICAINE

Le capital-risque contemporain est né aux Etats-Unis au milieu des années quarante. Il a connu un véritable essor à partir de 1950 sous le nom de venture capital, lorsque l'industrie électronique a inondé le monde de ses nouveaux produits (semi-conducteurs, ordinateurs...).

Dès 1958, le Small Business-Investment Act codifie les pratiques disparates des sociétés de capital-risque et établit les Small Business-Investment Companies. Cette formule était assortie d'un certain nombre d'avantages financiers et fiscaux.

Il faudra cependant attendre le train de mesures fiscales libérales de 1978, comme la réduction de l'imposition des plus-values et l'assouplissement des règles de gestion des caisses de retraite, pour assister à un véritable décollage du capital-risque.

De 1979 à 1983, les montants investis en capital-risque ont été multipliés par dix pour dépasser les douze milliards de dollars, dès lors le monde s'est intéressé à ce modèle de financement¹.

Ainsi, au début du 21^{ème} siècle, les statistiques ont recensé plus de mille fonds d'investissements aux USA, dont les deux tiers sont spécialisés dans le financement de projets innovants et high-tech.

2. LES FACTEURS CLES DE SUCCES DU CAPITAL-RISQUE AMERICAIN

Le développement du capital-risque américain doit son succès à une série de facteurs clés que l'on peut résumer dans les principaux points suivants :

2.1. Un fort esprit d'entreprise

Certaines idées bien connues, largement véhiculées sur les USA et l'esprit d'entreprise de la population ne sont pas sans intérêt pour expliquer le fait que ce pays dispose de capitaux d'amorçage largement plus importants qu'en Europe² :

- Fort degré d'acceptation et de diffusion des idées nouvelles (nouveaux biens et services, nouvelles pratiques...) au sein de la population ;
- Culture de Success Stories, promotion de la réussite, droit à l'échec.

¹ Le capital-risque en Europe et aux Etats-Unis – CPR Private Equity – mars 2001

² Financement de l'amorçage en France : Etat des lieux, benchmark et proposition, Up&Up sept.-02

2.2. De fortes concentrations géographiques d'entreprises : les Clusters ou zones d'activité

Les Clusters sont des concentrations d'entreprises du même secteur d'activité, regroupées dans un même site géographique. Les Etats-Unis comptent des centaines de Clusters dynamiques et très actives. Elles regroupent des entreprises qui ont commencé de rien et qui se sont développées et sont devenues très importantes au niveau international. Nous pouvons citer, à titre d'exemple, les principales zones abritant les meilleures entreprises des Etats-Unis : Silicon Valley (Microelectronics, Biotechnology, Venture Capital), Los Angeles Area (Defense Aerospace, Entertainment), Oregon (Electrical Measuring, Woodworking Equipment), etc...

2.3. Des incubateurs performants

Au sein de ces clusters, les incubateurs jouent un rôle fondamental. Néanmoins, le bon fonctionnement du modèle de l'incubation aux USA est largement dû à l'existence et à l'importance des clusters, qui facilitent le développement de synergies et de réseaux au sein même des différentes catégories d'acteurs et entre elles.

L'incubateur US fournit, en plus de nombreux services d'assistance logistique et technique, une offre de services opérationnels à forte valeur ajoutée (conseil stratégique, marketing et commercial, conseil juridique et financier, mise à disposition de réseaux, aide à la recherche de financements...) qui assure une plus grande aide au lancement des projets qu'ils incubent.

Enfin, compte tenu du rôle central des incubateurs, ceux-ci sont considérés par les fonds de capital-risque comme d'excellents pourvoyeurs de dossiers... et jouent donc également un rôle de baromètre de la qualité des projets.

2.4. Des fonds de capital-risque puissants

Le capital-risque aux USA est de très loin le plus actif et le plus puissant de l'OCDE : 95% du marché de capital-risque dans le monde (en terme de capitaux investis) revient à 10 pays, dont les Etats-unis détient la première place.

Ces fonds de capital-risque sont alimentés par l'épargne concentrée au sein des fonds de pension qui bénéficient d'une exonération fiscale sur les plus-values et drainent en conséquence une épargne colossale.

2.5. Des Business Angels nombreux et structurés

Les Business Angels sont une catégorie de capital-risqueur personnes physiques. Ils apportent, en plus du financement, une assistance et une expertise pointue par leur implication directe dans la gestion de la société. Ils jouent un rôle important, au sein des Clusters, dans les premières phases de développement des projets. Ils apportent non seulement des capitaux mais aussi leur carnet d'adresses, leur expérience technologique, leur savoir-faire dans la gestion et le marketing... et beaucoup de leur temps.

Structurés en réseaux ou en clubs, ils font circuler l'information et sont une puissante source de financement d'autant plus qu'ils sont sensibilisés aux problèmes de management, ayant été eux-mêmes des entrepreneurs.

2.6. Des aides importantes accordées par l'Etat

Les aides dont bénéficient les entreprises, notamment en création, peuvent être accordées soit au niveau national par le Gouvernement Fédéral et les agences gouvernementales ou les administrations fédérales, soit au niveau régional, par l'Etat ou par les différentes agences ou administrations régionales.

Ces aides directes et indirectes se traduisent par des :

- **Allègements fiscaux** : certains impôts sont réduits pour les jeunes entreprises (pour cause d'embauche, de R&D, d'investissements productifs...)
- **Subventions ou primes**, que le porteur peut demander à une administration qui a un lien direct avec son activité. Un projet dans le domaine de l'énergie, par exemple, pourra ainsi postuler aux subventions accordées chaque année aux entreprises innovantes par le US Department of Energy... Le porteur n'est pas tenu de rembourser la somme qui lui est versée par l'administration ;
- **Garantie de prêts** : certaines administrations publiques ont pour mission de se porter garantes afin que le secteur bancaire puisse accorder des prêts à des conditions acceptables à des jeunes entreprises. En cas de défaillance, ces administrations assument partiellement ou totalement le sinistre.
- **Prêts à taux réduit** : Les conditions de ce type de prêt sont largement plus avantageuses que les conditions du marché :
 - ✓ Taux d'intérêt faible (nul dans certains cas)
 - ✓ Période de remboursement plus longue
 - ✓ Pas de pénalités en cas de non-remboursement à l'échéance prévue

A travers ces quatre types de mesures, le secteur public alloue d'importantes sommes directement aux entrepreneurs qui peuvent par ailleurs cumuler plusieurs issues de plusieurs administrations différentes, à des degrés de compétence territoriale différents (national ou régional)...

Par ailleurs, le marché américain bénéficie d'autres mesures incitatives que l'on peut résumer dans les points suivants :

2.6.1. Un cadre légal et réglementaire incitatif

De tradition fiscale, les pays anglo-saxons de manière générale et les Etats-Unis en particulier, ont toujours préféré une imposition forfaitaire avec des taux relativement faibles et un minimum de régime privilégié. Ce ci traduit leur souci de simplicité et d'égalitarisme devant l'impôt, d'efficacité de l'impôt et leur conviction qu'il n'y a pas de meilleur régulateur que le marché lui-même.

Par ailleurs, ces pays sont libre-échangistes et sont donc les plus souples et les moins discriminants possibles à l'égard des investisseurs étrangers. Ce ci les a amené à travers un très grand nombre de conventions fiscales, telle que visée par l'OCDE, à éviter toute double imposition et, le plus possible, toute retenue à la source et à accorder à l'investisseur étranger le meilleur des statuts entre celui de sa nationalité d'origine et celui du pays d'investissement.

A partir de là, ces pays n'ont pas construit de statut fiscal particulier pour le capital-risque visant à appuyer son développement, contrairement au cas français où des mesures fiscales ont été mises en place dès le départ pour mobiliser l'épargne privée et financer les véhicules de capital-risque qui ont été créés.

Par contre, la législation américaine offre des conditions particulièrement avantageuses à l'investissement dans certains domaines d'activité, notamment dans la recherche et l'innovation.

Ainsi, le développement du capital-risque aux Etats-Unis est soutenu par un environnement favorable à l'investissement de manière générale dans les PME (Small business companies) et à l'investissement en capital de manière spécifique.

En effet, l'autorité fiscale américaine encourage la mobilité de l'argent en exemptant d'impôts le bénéfice sur des investissements dans des petites entreprises, s'il est réinvesti dans les soixante jours³. Elle accorde ainsi des réductions d'impôts sur les plus-values réalisées par les investissements à risque. Notons que ces mesures relèvent du gouvernement fédéral mais peuvent aussi être d'initiative régionale.

2.6.2. Des Fonds publics et des organismes de garanties des investissements

Tant au niveau des états qu'au niveau fédéral, les pouvoirs publics ont adopté une politique de stimulation des investissements en phase d'amorçage en co-investissant, soit de façon directe dans les projets, soit de façon indirecte dans un fonds privé. Dans ce dernier cas, il s'agit de mesures dites de « fonds de fonds ». Outre les fonds de fonds gérés au niveau fédéral, les Etats sont en concurrence pour attirer un maximum de capitaux privés, ce qui les a conduit à adopter des mesures visant à :

- Débloquer des fonds publics destinés à être investis dans des fonds de capital-risque qui s'installeraient ou investiraient sur leur territoire. Les montants alloués et les conditions de ce partenariat public/privé varient selon les Etats ;
- Garantir une partie des montants investis par les fonds de capital-risque sur le territoire de l'Etat. Avec cette garantie, l'Etat s'engage à prendre en charge les pertes éventuellement réalisées par un fonds. Ce taux de couverture selon les Etats mais reste généralement inférieur à 50% du montant de l'investissement.

Au-delà de ces mesures qui ont conduit à dégager des capitaux importants, l'explosion du capital-risque américain est aujourd'hui fortement dû au développement de nouveaux créneaux (High-tech) basés notamment sur l'Internet et l'e-commerce, potentiellement rémunérateurs, ainsi qu'à la compétence et l'engagement des nouveaux apporteurs de fonds.

³ Silicon Valley : Le capital intelligent – Christian Simm, PhD – Article publié dans la revue Le Temps du 7/10/2000

Section 2. LE CAPITAL-RISQUE EUROPEEN TENTE DE RATTRAPER SON RIVAL AMERICAIN

Parti avec plus de 20 ans de retard, le capital-risque européen s'efforce depuis plusieurs années de rattraper son aîné américain.

Durant les périodes de très fort dynamisme économique sous l'effet du développement des NTIC (Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication) et des biotechnologies, le capital-risque européen a vu ses montants investis progresser rapidement.

Malgré les efforts d'investissement très importants, le capital-risque européen reste encore loin d'atteindre la taille de son homologue américain, dont il est 3 à 5 fois plus petit suivant qu'on le mesure en valeur absolue ou en valeur relative rapportée au PIB.

Outre la taille, certaines différences subsistent entre les deux marchés :

- le marché européen est un marché fragmenté et hétérogène qu'il s'agisse des montants investis ou des degrés de maturité atteints par le développement de l'activité dans les différents pays.
- les contraintes réglementaires appliquées aux investisseurs, la fiscalité et les lourdeurs administratives à la création d'entreprise entravent le développement de l'activité dans plusieurs pays d'Europe.

Pour mieux illustrer ces différences entre les marchés européen et américain de capital-risque, nous examinerons dans un premier temps, les principales contraintes au développement de l'activité en Europe ainsi que les efforts entrepris pour les éliminer. Ensuite, nous nous intéresserons plus en détail au marché français classé parmi les pays les plus avancés en la matière.

1. LES PRINCIPALES CONTRAINTES DU CAPITAL-RISQUE EUROPEEN

Malgré la différence de taille, le capital-risque européen présente des caractéristiques communes avec son homologue américain :

- une très forte concentration sur les secteurs de NTIC et des biotechnologies ;
- des rentabilités moyennes sur le long terme, fortement croissantes ;
- une dynamique d'entreprises de capital-risque

Le développement du capital-risque européen a été fortement stimulé par celui des valeurs de croissance et tout particulièrement des valeurs technologiques. Ces marchés apparaissent en effet comme la porte de sortie idéale pour les investisseurs en capital-risque, à la fois pour les facilités de sortie qu'ils permettent et pour la base d'évaluation qu'ils représentent.

Cependant, le développement du capital-risque européen demeure entravé par des contraintes réglementaires, fiscales, et par une forte fragmentation.

- **Des barrières institutionnelles et réglementaires**

Le cadre institutionnel et réglementaire n'est pas propice à la transparence, à la stabilité et à la prévisibilité indispensables à l'expansion du capital-risque.

On notera comme lacunes principales : des restrictions pour les investisseurs institutionnels traditionnels, une entrée en vigueur tardive de la directive sur les services d'investissement, une faible utilisation des prospectus dans le cadre des transactions transfrontalières et des règles comptables qui imposent des présentations de comptes différentes.

- **Des barrières fiscales**

Du point de vue fiscal, le capital-risque européen, malgré des avancées dans plusieurs grands pays de l'Union, souffre d'une trop forte taxation des plus-values. L'exemple du marché américain, démontre que suite à la baisse de l'imposition des plus-values en 1978, l'activité s'est fortement accrue et s'est réduite en 1986 après un raffermissement de la politique fiscale.

Il apparaît également qu'il n'existe pas une réelle harmonisation des politiques fiscales des différents états membres. Dans certains cas, il est possible de constater une double imposition des dividendes, freinant ainsi les investissements transfrontaliers.

- **Des barrières administratives**

Enfin, l'existence de barrières affecte considérablement la création d'entreprises en Europe et donc l'activité de capital-risque. En effet, plus il existe de contraintes, notamment administratives, moins le marché du capital-risque est dynamique. Dans certains pays européens tels que l'Allemagne, l'Espagne ou encore l'Italie, il faut plusieurs semaines et une dizaine de procédures administratives lourdes pour créer une entreprise, à l'inverse des Etats-Unis où seulement deux semaines suffisent.

- **Une rareté des ressources humaines spécialisées**

En plus du financement, le capital-risqueur apporte une expertise financière, technique ainsi qu'à accès à des réseaux relationnels. Les compétences qualifiées dans ce domaine restent encore rares. L'EVCA⁴ a comptabilisé seulement 3 000 investisseurs en capital-risque équivalent temps-plein en Europe. Et malheureusement les possibilités de formation en la matière sont peu nombreuses.

- **Des barrières culturelles**

Enfin, une dernière condition nécessaire d'ordre culturel est loin d'être remplie ; l'esprit d'entreprise, l'approche du risque, la mobilité sont des concepts encore peu développés en Europe, ce qui freine les créations d'entreprises.

Consciente de l'existence de ces freins, les pays européens ont initié un certain nombre de mesures. Dans ce sens, la Commission des Communautés Européennes a élaboré un plan d'action sur le capital-investissement (PACI) particulièrement centré sur le capital-risque et les investissements technologiques, et ouvrant un vaste éventail d'initiatives à prendre au niveau communautaire et national.

⁴ Rapport annuel de l'European Venture Capital Association (EVCA)

Malgré ces efforts, l'écart continue de se creuser entre le nouveau et le vieux continent en matière de financement des entreprises par capital-risque.

Pour illustrer l'évolution du capital-risque en Europe, nous avons choisi de présenter le cas français qui se positionne en troisième place, après l'Angleterre et l'Allemagne. Nous estimons, à plus d'un titre, que le modèle français est plus proche du cas marocain, et dans plusieurs domaines, d'ailleurs.

2. LE CAPITAL-RISQUE FRANÇAIS EST EN PLEINE EVOLUTION

Contrairement aux Etats Unis où le capital-risque s'est développé par le jeu d'investisseurs privés, en France, l'essor du capital-risque est dû à l'action des pouvoirs publics, un peu tardivement puisqu'il a fallu attendre le début des années 1970 pour que soit bâti le premier cadre spécifique au capital-risque français.

Depuis 1997, le capital investissement en France connaît une progression formidable. L'évolution de l'année 2000 a été importante avec plus de € 6.1 milliards de capitaux levés par les organismes de capital-risque (SCR, FCPR, SFI...) pour plus de € 5 milliards investis⁵. Ce chiffre est dû en partie au fort développement des marchés financiers mais aussi à la montée en force structurelle du capital-risque.

Ce développement a permis à la France de figurer aujourd'hui parmi les pays les plus avancés dans ce secteur, même si elle se présente derrière l'Angleterre et l'Allemagne et très loin derrière les Etats-Unis.

2.1. La professionnalisation du métier

Le marché français du capital-risque est en pleine croissance et est loin d'avoir atteint son stade de maturité. Le nombre d'organismes est passé de 67 en 1989 à 172 en 2001 avec des fonds gérés multipliés par 20 sur la même période⁶. Cette croissance s'est accompagnée d'une forte professionnalisation de l'activité.

En effet, les réseaux, autrefois assez informels et limités aux connaissances personnelles des membres de l'organisme, se sont multipliés et formalisés. On trouve aujourd'hui des organismes avec des personnes employées uniquement à gérer ce réseau de relation d'experts.

De même, on trouve aujourd'hui des organismes traitant avec des fournisseurs potentiels qui s'engagent à travailler pour les entreprises du portefeuille d'un investisseur à un tarif préférentiel.

Si la décision d'investissement reste, et cela est très compréhensible, basée sur l'intuition et la relation personnelle entre l'investisseur et le porteur du projet, il n'en reste pas moins que l'analyse du projet est de plus en plus poussée.

2.2. Les réalisations du capital-risque français

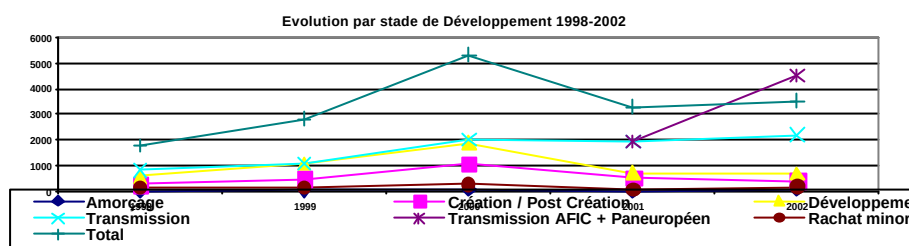
Le capital-risque connaît une forte augmentation en France, accompagné par les pouvoirs publics qui l'ont doté d'instruments fiscaux incitatifs. Selon l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), les fonds levés ont été multipliés par huit sur moins de cinq ans.

⁵ Rapport de l'AFIC 2001 - Price Waterhouse Cooper et Ernst & Young (Cabinet Barbier Frinault)

⁶ Mémoire sur Le Capital-risque en France - ESC Rennes

Cependant, de toutes les activités du capital-risque, le Capital création reste le parent pauvre car il n'offre pas assez de garanties. Une trop grande volatilité, et le fort taux d'échec de création d'entreprises poussent les investisseurs vers des firmes déjà pérennes. Il n'en reste pas moins que le capital création reste rémunérateur mais demande une forte expertise pour le suivi et des équipes de qualité dès la naissance pour améliorer les chances de survie de l'entreprise et le potentiel de croissance.

En terme d'investissement, le capital-risque français connaît une évolution soutenue depuis cinq ans, exception faite du pic enregistré en 2000. Cependant, certains analystes voient dans cette courbe une sorte de cycle de vie du capital-risque qui se manifeste, d'ailleurs, de la même manière aux Etats-Unis. La tendance se présente comme suit (en millions d'euros) :



Source : Statistiques AFIC 2002 – Présentation de l'activité 2002 – mars 2003

2.3. Les Performances du capital-risque français⁷

Il est courant d'entendre que les capital-risqueurs exigent un taux de rentabilité interne (TRI) d'au moins 30% sur la revente de leur part, c'est à dire hors frais de gestion et intérêts lié à leur participation. Ce taux, très élevé, est justifié par les risques encourus, surtout si l'intervention de l'investisseur se fait très tôt dans la vie de l'entreprise. Cependant, il varie selon les stades d'intervention du capital-risqueur. Ainsi, les performances du capital-risque français, en 2001 et 2002, se présentent comme suit :

TRI brut / 10 ans	Total		En portefeuille		Sortie de portefeuille	
	Etude 2001	Variation 2002/2001	Etude 2001	Variation 2002/2001	Etude 2001	Variation 2002/2001
Capital amorçage	28,2%	(13,3%)	0,1%	(16,9%)	59,1%	8,5%
Capital développement	27,3%	1,6%	23,8%	(2,5%)	31,1%	5,5%
Transmission/LBO	23,1%	7,4%	10,0%	9,1%	33,8%	9,2%
Autres	15,4%	(10,9%)	6,2%	(8,9%)	18,1%	(9,7%)
Global	24,8%	1,1%	14,1%	(1,9%)	33,3%	6,2%

Malgré une faible rentabilité des titres détenus en portefeuille, le taux de rentabilité interne (TRI) brut global sur 10 ans (selon un analyse de la période 1993-2002) reste élevé et se situe aux alentours de 25%, grâce notamment au TRI des sorties de portefeuille (33%).

⁷ Extrait de l'étude réalisée par l'AFIC en collaboration avec Ernst & Young – Mars 2003

Section 3. LE CAPITAL-RISQUE MAGHREBIN EST D'ORIGINE TRES RECENTE : ANALYSE DE L'EXEMPLE DE LA TUNISIE

L'expérience du capital-risque dans les pays du Maghreb est d'origine très récente et remonte à moins d'une décennie. Les premiers résultats sont difficiles à obtenir et encore moins à interpréter faute de recul ; l'unité temps du métier étant la décennie, correspondant à un cycle de vie d'une participation en capital-risque.

Cependant, le capital-risque bénéficie sans aucun doute d'un effet de mode consécutif à la désillusion des banques de développement et à la défaillance des marchés financiers. Il trouve sa justification dans sa simplicité, dans son effet d'entraînement, dans son indépendance et dans l'attente de la maturité des marchés boursiers.

Dans les pays du Maghreb, on remarque en premier lieu l'expérience de la Tunisie en raison d'une certaine avancée légale et réglementaire en la matière, accompagnée d'incitations fiscales. Le Maroc suit de très près cette évolution grâce à une offre intéressante en terme d'opportunités d'investissement, mais manque cruellement de cadre juridique et fiscal incitatif à l'investissement. Quant au capital-risque algérien, il demeure loin derrière en raison notamment de la situation sécuritaire et économique prévalant ces dernières années, rendant difficile, à l'exception du secteur des hydrocarbures, les investissements étrangers.

Nous allons présenter, dans cette section, les principaux traits spécifiques au capital-risque tunisien, en présentant tout d'abord les intervenants en capital-risque en Tunisie et dans les pays du Maghreb, et en analysant ensuite le cadre légal du capital-risque tunisien.

1. LES INTERVENANTS EN CAPITAL-RISQUE EN TUNISIE

En Tunisie, le capital-risque a commencé à se développer lentement depuis plus d'une décennie. Mais il a fallu attendre l'élaboration d'un cadre légal aux sociétés d'investissement en Capital-risque, à travers la loi n° 95-87 du 30 octobre 1995, pour créer une véritable dynamique du secteur et l'apparition de plusieurs intervenants.

On distingue deux catégories d'intervenants : les européens et les tunisiens.

1.1. Les principaux intervenants européens en Tunisie

Les années 90 ont vu une augmentation considérable des flux financiers nets vers les pays en développement, qui sont passés de 101 milliards de dollars US\$ en 1990 à plus de 300 milliards de dollars US\$ en 2000⁸. Les aides publiques en provenance des pays développés ont diminué de manière considérable pendant que les flux privés enregistraient une augmentation importante.

Au cours de la même période, il y a eu également un élargissement remarquable de la composition des flux de capitaux privés acheminés vers les pays en développement. Alors que les emprunts bancaires représentaient par le passé plus de 65% de l'ensemble des flux privés, les investissements directs étrangers en constituent désormais l'essentiel et, en particulier leur élément le plus constant et le moins volatile.

⁸ Le capital investissement dans les pays du Maghreb : Etat des lieux et perspectives d'évolution – Karim Faidi – mémoire de fin d'études 2000.

C'est dans ce cadre et bien avant l'émergence des opérateurs en capital-risque locaux, que l'Union Européenne a engagé des fonds de capitaux à risque dans les pays du bassin méditerranéen afin d'encourager et de soutenir les réformes des structures économiques et sociales de ses partenaires méditerranéens.

Notons enfin que la France, l'Espagne, l'Italie et l'Allemagne, au travers respectivement de CFD/Proparco, Cofides, Simest et Deg (les équivalents de CFD/PROPARCO en France) ont développé dans la région différents types d'interventions notamment en fonds propres et en complément d'accords de prêt.

1.1.1. Les principaux instruments d'intervention européens

Parmi ces programmes, on peut citer le programme MEDA et les facilités du European Community Investment Partners (ECIP). La gestion de ces fonds est confiée, à travers la Banque Européenne d'investissement, à des opérateurs locaux.

↳ Le programme MEDA

Afin d'aider ses partenaires sud méditerranéens à s'adapter à la mondialisation, l'Union Européenne a élaboré le programme MEDA et y a engagé plusieurs milliards d'euros, dont plus de 4 milliards d'euros au titre d'un fonds spécial destiné à l'investissement en capital.

Cependant, moins du tiers de ces engagements a donné lieu à des paiements, les réformes conditionnelles n'ayant pas été menées avec suffisamment de rapidité. On notera qu'exception faite de l'Algérie (le montant de l'aide ne respecte pas l'importance du marché) et de l'Egypte (ce montant excède de beaucoup l'importance du marché), les sommes engagées dans les différents pays correspondent à peu près aux débouchés qu'ils représentent pour les biens et services européens.

↳ Le Capital-risque de la Banque Européenne d'investissement (BEI)

Le capital-risque BEI est utilisé en priorité pour la mise à disposition de fonds propres en faveur d'entreprises privées, en particulier celles auxquelles s'associent des personnes physiques ou morales ressortissantes d'un Etat membre de l'UE.

Les bénéficiaires des lignes de la BEI sont les promoteurs maghrébins présents dans le capital de sociétés établies en joint-venture avec des entreprises européennes. Les capitaux à risques sont destinés à financer des projets de création, de réhabilitation ou d'extension d'entreprises des secteurs productifs, plus particulièrement industriels.

Les projets financés concernent aussi bien des investissements publics que privés et relèvent de secteurs différents : énergie, environnement, infrastructures et communication.

1.1.2. Les principaux intervenants français en Tunisie

↳ La Société de Promotion et de Participation pour la Coopération Economique (PROPARCO)

PROPARCO est une filiale de la Caisse Française de Développement (CFD) ainsi que des principales banques françaises et d'organismes financiers français et internationaux.

PROPARCO propose différents produits financiers destinés à la promotion du secteur privé dans les pays du Maghreb. Elle intervient en fonds propres, sous forme d'actions, de compte courant d'actionnaires et d'obligations convertibles. Ses participations restent toujours

minoritaires. Elles représentent moins de 30% du capital d'une société qu'elle rétrocède au terme de quelques années (entre 3 et 8 ans).

La Société Financière Internationale SFI (membre du Groupe Banque Mondiale)

Pour remplir sa mission de développement, la Société Financière Internationale, membre du groupe Banque Mondiale, cherche à servir de catalyseur afin d'inciter les investisseurs privés à participer à des projets, en jouant un rôle d'investisseur minoritaire.

La SFI fonctionne en partenariat avec le secteur privé, prenant les mêmes risques, afin de créer des entreprises rentables. Ce faisant, la SFI pense apporter une contribution durable au revenu national et à la création d'emploi.

1.2. Les principaux intervenants tunisiens en capital-risque

Depuis la mise en place d'une réglementation spécifique au capital-risque, plusieurs intervenants ont vu le jour, dont les plus importants sont les suivants :

1.2.1. S.P.P.I. (Société de Participations et de Promotion de l'Investissement)

Créée en 1990, la S.P.P.I. est dotée d'un capital social de 12 Millions de Dinars tunisiens (9,5 M Euros). Ses principaux actionnaires sont : la Banque de Tunisie (22,5 %) ; B.D.E.T (16,2 %), PROPARCO (10,4 %), Autres banques (41,7 %) et Autres (9,2 %)

La S.P.P.I. gère plusieurs lignes de financement notamment celle de la BEI et opère principalement dans le capital création, le capital développement et le LBO. Elle a investi depuis sa création 13,3 Millions de Dinars (10,5 M euros) dans 29 participations dans des secteurs aussi diverses que l'informatique, l'industrie pharmaceutique, l'agroalimentaire ou la confection.

1.2.2. Tuninvest Finance Group (TFG)

Tuninvest est une société de Conseil en Investissement de fonds et d'Investissement de capital-risque – capital développement en Tunisie. Elle compte parmi ses actionnaires de référence ses cadres ainsi que le groupe français SIPAREX. Tuninvest gère les principaux fonds et sociétés suivants :

- Tuninvest Sicar : coté sur la Bourse de Tunis et doté de 10 Millions de Dinars.
- Tunisie Sicar : 5 Millions de Dinars.
- Tuninvest International Sicar : 10 Millions de Dinars
- Tuninvest International Ltd : fonds non résident (Géorgie-USA) doté de 13,5 M USD.

Ces fonds ont pour actionnaires des institutions internationales telles que la Société Financière Internationale (Groupe Banque Mondiale), la Banque Européenne d'Investissement, la FMO (Agence Hollandaise de Développement), le SECO (Agence Suisse de Développement), et la PROPARCO (Agence Française de Développement), des institutions tunisiennes (Tunisie Leasing, Amen Bank,...) et des petits porteurs tunisiens.

Par le biais des fonds qu'elle gère, Tuninvest a acquis des participations dans plus d'une trentaine d'entreprises tunisiennes privées non cotées à la Bourse, exerçant dans des secteurs très divers (agricole, agro- alimentaire, textile, transport aérien, pharmaceutique, industriel, services,...) qui évoluent d'une manière très satisfaisante. Ces participations concernent aussi bien des starts-ups (nouvelles créations) que des extensions et des projets de mise à niveau.

1.2.3. COTIF – Société d'investissement à capital-risque

Créée en 1996 et ayant pour vocation principale la prise de participations minoritaires dans des PME-PMI innovantes et qui présentent de fortes perspectives de croissance, la COTIF-SICAR est une société d'investissement à capital-risque du Groupe Financier les « Assurances Carte ».

Dotée d'un capital social de 5 millions de dinars, les fonds levés par la COTIF-SICAR s'élèvent à plus de 15 millions de dinars. Ses principaux actionnaires sont : Les Assurances Carte, Les mutuelles du Mans, SEPCM et La banque du Sud. COTIF-SICAR présente la particularité d'être gérée par un cabinet de conseil en stratégie, la société Tema Consulting.

1.2.4. SUD SICAR – Société d'Investissement à capital-risque

Créée en Juin 1997, la SUD SICAR a pour objet la prise de participation minoritaire, à hauteur maximum de 49% dans le capital social de Sociétés Anonymes, et ce pour une durée déterminée.

2. LE CADRE LEGAL ET REGLEMENTAIRE DU CAPITAL-RISQUE EN TUNISIE

La Tunisie a adopté, depuis 1995, un cadre légal et réglementaire spécifique à l'activité de capital-risque. Ce cadre est régi par les lois n°95-87 du 30 octobre 1995, modifiant et complétant la loi n°88-92 du 2 Août 1988 relative aux sociétés d'investissement, et n°95-88 du 30 octobre 1995, portant dispositions fiscales relatives aux sociétés d'investissement.

Il expose les principales dispositions d'ordre juridiques et fiscales des sociétés de capital-risque.

2.1. Le cadre juridique de l'intervention en gestion de portefeuille et en capital-risque tunisien

On distingue, en Tunisie, trois catégories d'intervenants en gestion de portefeuille et dans l'investissement en capital : Les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF), les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et les sociétés d'investissement à capital-risque (SICAR).

2.1.1. Les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF)

Les sociétés d'investissement à capital fixe ont pour objet la gestion au moyen de l'utilisation de leurs fonds propres, d'un portefeuille de valeurs mobilières ainsi que des opérations connexes.

2.1.2. Les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV)

Les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) ont pour objet unique la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. Leurs ressources sont constituées de leurs fonds propres à l'exclusion de toute autre ressource.

2.1.3. Les sociétés d'investissement à capital-risque (SICAR)

Les sociétés d'investissement à capital-risque (SICAR)⁹ ont pour objet la participation, pour leur propre compte ou pour le compte des tiers et en vue de sa rétrocession, au renforcement des fonds propres des entreprises et notamment :

⁹ Loi tunisienne n° 95-87 du 30 octobre 1995

- des entreprises promues par les nouveaux promoteurs,
- des entreprises implantées dans les zones de développement régional,
- des entreprises objet d'opérations de mise à niveau ou rencontrant des difficultés économiques et bénéficiant de mesures de redressement conformément à la législation en vigueur,
- des entreprises qui réalisent des investissements permettant de promouvoir la technologie ou sa maîtrise ainsi que l'innovation dans tous les secteurs économiques,
- dans des opérations connexes.

Le capital minimum libéré des sociétés d'investissement à capital-risque ne peut être inférieur à 500 milles dinars.

Les SICAR interviennent au moyen de la souscription ou de l'acquisition, d'actions ordinaires ou à dividende prioritaire sans droit de vote, de certificats d'investissement, de titres participatifs, d'obligations convertibles en actions et de parts sociales et d'une façon générale de toutes les autres catégories assimilées à des fonds propres.

Le contrôle des SICAR est assuré par :

- un commissaire aux comptes, membre de l'ordre des experts comptables de Tunisie, qui certifie l'exactitude des informations données sur leurs états financiers.
- Le Conseil du Marché Financier (CMF) qui s'assure de la conformité de l'activité de ces sociétés aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

2.2. Le régime fiscal propre au capital-risque

En Tunisie, le gouvernement a, dès 1990, profondément réformé le système fiscal pour encourager précisément la transparence fiscale. Cette réforme a notamment porté sur les principaux points suivants :

- ✓ L'exonération totale des dividendes et des plus values ;
- ✓ La limitation à 35% de l'impôt sur les sociétés (avec des possibilités de réduction à 20%);
- ✓ La consolidation du régime des entreprises totalement exportatrices ;
- ✓ La généralisation de la TVA.

La transparence des entreprises tunisiennes a, par conséquent, progressé d'une façon remarquable.

En ce qui concerne le secteur du capital-risque en Tunisie, la réglementation en vigueur prévoit un certain nombre de mesures fiscales conditionnelles visant à encourager cette activité.

En effet, pour bénéficier des abattements fiscaux accordés aux organismes de capital-risque (équivalents au montant de leur participation sous réserve de l'impôt minimum sur les bénéfices), les fonds investis dans le capital-risque ne peuvent être retirés pendant une période de 5 ans à partir du 1er janvier de l'année qui suit celle du placement.

Il est à noter que les placements à travers les SICAR font bénéficier des meilleurs abattements fiscaux, pour les entreprises à forte rentabilité. Les rendements de ces placements bénéficient de l'exonération fiscale sur les revenus des valeurs mobilières.

Outre les avantages classiques du recours au capital-risque, les entreprises qui financent leur programme de mise à niveau par des fonds propres, donc par des SICAR, bénéficient d'une subvention (du COPIL) de 20% contre 10% seulement pour un financement bancaire.

Chapitre 2. ETUDE APPROFONDIE DU MODELE DE CADRE LEGAL ET REGLEMENTAIRE DU CAPITAL-RISQUE FRANÇAIS

Bien que le cas français ne représente pas la référence type européenne, puisque chaque pays a ses propres caractéristiques, nous nous proposons d'approfondir l'analyse de ce modèle en terme d'activité et sur les plans juridique et fiscal, pour les principales raisons suivantes :

- Historiquement, le Maroc s'est toujours inspiré de la France, son pays colonisateur, dans plusieurs domaines, notamment juridique et fiscal. D'ailleurs, le droit positif marocain rejoint de très près celui de la France notamment dans ses bases et fondements. En effet, les principaux textes législatifs et réglementaires du pays représentent une reproduction adaptée aux spécificités locales. Rappelons à ce titre que le texte de la loi relatif aux sociétés anonymes est une reprise retouchée du texte français de 1969, bien que ce dernier soit entièrement dépassé actuellement en France et remplacé par un autre plus récent.
- Le capital-risque français occupe actuellement la troisième place européenne en terme d'activité, juste après la Grande Bretagne et l'Allemagne. Ainsi, en dehors du modèle anglais, similaire à plus d'un titre à celui des Etats-Unis, et du modèle allemand qui est très différent sur le principe, le cas français est le plus proche de l'environnement législatif.
- La disponibilité d'information sur le modèle français ainsi que la proximité linguistique, facilitent son étude et son exploitation à des fins comparatifs (benchmarking).
- A titre de rappel, les professionnels du capital-risque au Maroc, en collaboration avec les autorités compétentes, se sont largement inspiré du modèle français pour l'élaboration du projet relatif à l'activité de capital-risque au Maroc que nous aurons l'occasion d'étudier dans la seconde partie de notre travail.

Pour ces raisons, et bien d'autres, nous étudierons, ci-après et en détail, le cadre juridique et fiscal du capital-risque français.

Section 1. ANALYSE DU REGIME JURIDIQUE DU CAPITAL-RISQUE FRANÇAIS

Il existe plusieurs types de structures d'intervention en capital-risque français ; néanmoins, dans la pratique, deux types de structures ont acquis la faveur des investisseurs en capital :

- les fonds communs de placement à risque (FCPR), dans la catégorie desquels se trouvent les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) ;
- les sociétés anonymes pouvant opter pour le régime fiscal de faveur, dénommée ainsi des sociétés de capital-risque (SCR) ou des sociétés financières d'innovation (SFI) ;
- Par ailleurs, il existe d'autres formes juridiques d'investissements en capital, plutôt publiques, notamment les sociétés de développement régional (SDR), les Instituts Régionaux de Participation (IRP).

A l'origine, la volonté du législateur était de réserver les SCR aux grands investisseurs et aux investisseurs avertis. A partir de là, dans le cadre du fonctionnement du droit des sociétés,

une grande souplesse existait sauf en matière d'objet puisque la bonification fiscale ne se justifiait que par le respect d'un certain ratio d'investissement dans des titres non cotés.

En revanche les FCPR (et FCPI), visant un public plus large et moins averti, devait respecter les contraintes du régime des OPCVM (Loi du 23 décembre 1988). Le développement et donc le succès du produit amenèrent une première réforme en 1996 qui introduisit des règles d'encadrement plus strictes pour les FCPR qui faisaient l'objet de publicité et de démarchage. La globalisation du marché et l'explosion boursière des années 1998 et 1999 amenèrent la seconde réforme qui distingue maintenant les FCPR agréés et les FCPR allégés non plus sur la base d'un critère formel de publicité et de démarchage (difficile à administrer à l'usage), mais sur la base de la décision de distribution du FCPR (responsabilisant les réseaux de distribution) :

- soit à des investisseurs « avertis » (loi 99-532 du 25 juin 1999, créant l'article 22-2 de la loi du 23 décembre 1988) et donc il s'agit d'un FCPR « allégé » ;
- soit au public en général et il s'agit des FCPR « agréés » déjà soumis au contrôle étroit de la COB qui a ainsi émis deux instructions : celle du 6 juin 2000 en application du règlement 98-05 pour les FCPR allégés et une deuxième en même date portant application du règlement 89-02 pour les FCPR agréés.

Depuis les textes fondateurs de 1985 pour les SCR et 1983-1988 pour les FCPR, ces entités bénéficient d'un régime fiscal de faveur à condition de respecter des ratios prudentiels et des obligations d'information.

Nous allons étudier successivement le régime juridique applicable aux FCPR et celui des SCR.

1. LE REGIME JURIDIQUE DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT A RISQUE (FCPR)

Créés par la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983, les fonds communs de placement à risque (FCPR) constituent une émanation des fonds communs de placement (FCP), destinés spécifiquement au capital-risque. Ils ne disposent donc pas de la personnalité juridique et ne sont qu'une simple copropriété de valeurs mobilières.

Contrairement au FCP, les FCPR ont pour obligation d'investir une partie de leurs fonds dans des petites et moyennes entreprises non cotées.

Gérés obligatoirement par une société de gestion, soumise au contrôle de la Commission des valeurs boursières (COB), les FCPR peuvent prétendre bénéficier d'un régime fiscal de faveur. La structure duale, qui associe au fonds proprement dit une société de gestion, n'est pas sans rappeler celle, tant appréciée des investisseurs anglo-saxons, du limited partnership.

Il faut noter que les FCPR constituent actuellement le type de structure privilégiée par les investisseurs en capital-risque.

Nous allons tout d'abord présenter les règles juridiques de droit commun applicables aussi bien aux FCP qu'aux FCPR, avant d'aborder les règles spécifiques aux FCPR ainsi que celles relatives aux FCPI qui sont eux même une émanation de ces derniers.

Il existe donc des règles juridiques applicables aux FCPR, en tant que FCP (règles de droit commun) et des règles spécifiques au régime de faveur dont ils peuvent bénéficier.

1.1. Les règles juridiques de droit commun applicables aux FCP et FCPR

Les FCPR sont une catégorie spécifique de FCP et obéissent, en conséquence, aux règles générales qui leur sont applicables en tant qu'organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

En effet, les FCPR sont une copropriété de valeurs mobilières dont les parts sont émises à la demande des porteurs. Ils n'ont pas de personnalité juridique.

Les FCPR sont constitués à l'initiative d'une société de gestion (de portefeuille ou non) et d'une personne morale dépositaire des actifs du fonds, qui établissent le règlement du fonds.

La société de gestion est soumise aux règles d'agrément et de contrôle par la commission des opérations de bourse (COB). Elle a pour objet exclusif la gestion du fonds.

1.2. Les dispositions juridiques spécifiques aux FCPR

En plus des règles juridiques de droit commun, les FCPR doivent se conformer à des règles juridiques qui leur sont spécifiques.

1.2.1. Conditions liées à la composition de l'actif d'un FCPR

L'actif d'un FCPR doit être constitué, pour 50%¹⁰ au moins (quota) de :

- de titres donnant accès directement ou indirectement au capital de sociétés non cotées (en France ou à l'étranger) ; les valeurs étrangères ne peuvent excéder la moitié de cette fraction ;
- de parts de SARL de droit français ou de sociétés étrangères ayant un statut équivalent dans leur Etat d'origine.

L'actif d'un FCPR peut comprendre 15% au plus d'avances en comptes courants pour une période de 3 ans au maximum, consenties à des sociétés dans lesquelles le fonds détient au moins 5% du capital.

Les titres détenus depuis au moins un an, continuent à être retenus pour le calcul du quota de 50% pendant une durée de 5 ans, même après leur cotation sur un marché européen réglementé.

Il est également possible d'inclure dans ce quota des titres de sociétés cotées sur le Nouveau Marché ou sur un marché de valeurs de croissance au sein de l'Espace Economique Européen (EEE), à la condition que ces titres soient détenus par le fonds depuis cinq ans au plus.

Le FCPR bénéficiant d'une procédure allégée pourra employer 100% de son actif en valeurs mobilières d'un même émetteur.

1.2.2. Le FCPR à procédure allégée

Initialement, il existait deux types de FCPR : des FCPR faisant l'objet de publicité ou de démarchage (fonds ouverts) et ceux n'y faisant pas appel (fonds fermés). Cependant, la pratique avait démontré qu'il était nécessaire d'établir pour chacun d'eux une réglementation plus adaptée. C'est ainsi que furent créés des FCPR à « procédure allégée ».

¹⁰ L'harmonisation des règles juridiques et fiscale, introduites par la loi de finances 2002, a fait passer le quota de 40% initialement à 50%.

A condition de ne faire appel qu'à des investisseurs «avertis», il ne sera plus nécessaire de soumettre le règlement du fonds à procédure allégée, à un agrément préalable de la COB ; une simple déclaration auprès de celle-ci suffirait.

Ainsi, une nouvelle distinction s'opère entre les FCPR faisant l'objet d'un agrément (fonds ouverts), et ceux dits à procédure allégée (fonds fermés).

En ce qui concerne la définition d'investisseurs «avertis », la COB a retenu les critères suivants :

- les investisseurs institutionnels
- les dirigeants et cadres de la société de gestion
- tout investisseur de plus de 500 mille euros
- tout investisseur de plus de 30 mille euros répondant aux conditions suivantes :
 - ✓ apporter une assistance technique ou financière à la société
 - ✓ apporter une assistance à la société de gestion du fonds
 - ✓ posséder une connaissance du capital-risque ou avoir la qualité de souscripteur dans un OPCR.

1.3. Les règles juridiques spécifiques aux FCPI

Les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) sont une catégorie particulière des FCPR, orientés principalement vers l'investissement dans des sociétés non cotées à caractère innovant. En plus des mêmes conditions de composition d'actifs des FCPR, les FCPI doivent satisfaire d'autres conditions afin de bénéficier d'avantages fiscaux supplémentaires, principalement au profit de leurs membres personnes physiques (actif est constitué pour 60% au moins de valeurs mobilières de sociétés non cotées, de parts de SARL et de comptes courants).

Les principales conditions liées aux sociétés émettrices sont les suivantes :

- un effectif de moins de 500 salariés ;
- le capital n'est pas détenu majoritairement par des personnes morales dépendantes d'autres personnes morales ;
- avoir réalisé, au cours des 3 derniers exercices précédents, des dépenses cumulées de recherches d'un montant au moins égal au tiers du chiffre d'affaires ou justifier de la création de produits, procédés ou techniques à caractère innovant reconnu par les règles juridiques de droit commun applicables aux FCP et FCPR.

2. LE REGIME JURIDIQUE DES SOCIÉTÉS DE CAPITAL-RISQUE (SCR)

Les sociétés de capital-risque¹¹ (SCR), comme c'est le cas des sociétés financières d'innovation (SFI), ne sont pas structurellement destinées à la base à une telle activité. Ce sont d'abord des sociétés anonymes de droit commun français qui exercent l'activité de capital-risque et, pour bénéficier d'avantages fiscaux, doivent **opter pour le régime de faveur** et satisfaire à un certain nombre de conditions. La SCR est donc une notion purement fiscale.

¹¹ Les SCR sont régies par l'article 1er-1 de la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985

Les sociétés de capital-risque ont pour objet essentiel de concourir au renforcement des fonds propres des sociétés non cotées. Elles doivent donc détenir un quota de leur portefeuille investi dans des titres de sociétés de cette nature¹².

Elles doivent avoir leur siège social en France et être constituées sous la forme de sociétés par actions (société anonyme, société en commandite par actions ou société par actions simplifiées) cotées ou non cotées, régies par le code de commerce.

Considérées encore il y'a peu comme le véhicule privilégié des capital-risqueurs, les SCR semblent avoir subi de revers l'engouement suscité par les FCPR.

L'essentiel des dispositions qui vont suivre ont été instauré par la loi fiscale française.

2.1. L'objet social et l'activité des SCR

Les SCR ont pour objet social exclusif la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. Aussi, sous réserve des certaines conditions relatives à la filialisation des activités accessoires, les SCR ne peuvent pas exercer d'autres activités.

Toutefois, les SCR dont le total du bilan n'a pas excédé 10 millions d'euros au cours de l'exercice précédent peuvent, dans certaines conditions, effectuer à titre accessoire des prestations de services dans le prolongement de leur objet social, sans perdre le bénéfice de leur régime fiscal particulier.

2.2. Conditions tenant à la composition de l'actif

La SCR, étant une société par action, doit satisfaire à un ensemble de conditions édictées par la loi fiscale, pour prétendre à des avantages fiscaux. Ces conditions sont relatives principalement à la structure de l'actif de la SCR, à sa situation nette et à la nature des titres détenus.

2.2.1. Quota de 50%

Comme pour les FCPR, la situation nette d'une SCR doit être représentée de manière permanente, à hauteur de 50% au moins, de parts, actions, titres de participation, obligations convertibles ou titres assimilés, de sociétés :

- Ayant leur siège dans un Etat de la communauté européenne ;
- Dont les actions ne sont pas cotées sur un marché autre que le Nouveau ;
- Qui exerce une activité commerciale, industrielle ou artisanale ;
- Et qui sont soumis à l'IS en France ;

Les participations rentrant dans le quota de 50%, ne doivent pas conférer à la SCR directement ou indirectement, plus de 40% des droits de vote dans une même société, sinon la totalité de ces titres sont exclus du quota.

2.2.2. Situation nette comptable de référence

Le quota de 50% peut n'être atteint qu'à l'expiration de *trois ans de l'option pour le régime de SCR*. Par ailleurs, les sommes provenant des *augmentations de capital* des SCR ne sont pris en compte dans le quota de 50% qu'à compter de la *deuxième année* suivant celle de l'augmentation.

¹² Instruction n° 4 H-5-02 de la direction générale des impôts du 24 octobre 2002, relative à la réforme du régime des sociétés de capital-risque.

Le calcul de la situation nette est opéré en retenant la dernière situation nette comptable connue (semestrielle ou annuelle). Elle ne comprend pas les subventions d'investissement et les provisions réglementées.

Le capital d'une SCR ne peut être détenu, directement ou indirectement, à plus de 30% des droits dans ses bénéfices par une personne physique.

2.2.3. Participations détenues dans d'autres OPCR

Lorsque la SCR détient des participations dans une autre SCR, elles ne sont pas prises en considération dans la situation nette (ce qui est avantageux pour la SCR). Cependant, lorsqu'il s'agit d'une participation détenue dans un FCPR, elles ne sont prises en compte, dans le quota de 50%, qu'à hauteur de 50%, dans la mesure où le FCPR répond aux conditions nécessaires.

2.2.4. Annulation ou dépréciation des titres

En cas de liquidation ou dépréciation d'une participation, la SCR dispose d'un *délai d'un an* à compter du jugement ou de la constitution de la provision ou de l'annulation des titres. Pendant ce délai, ces titres demeurent pris en compte dans le quota de 50%.

2.2.5. Règles prudentielles de participation

La SCR ne peut employer plus de *25% de sa situation nette* dans les titres ou parts émis d'une même société.

Section 2. ETUDE DU REGIME FISCAL DU CAPITAL-RISQUE FRANÇAIS

La particularité des organismes de capital-risque, qu'il s'agisse des FCPR que des SCR, réside dans le fait qu'ils sont d'abord des structures juridiques de droit commun qui bénéficient d'un certain nombre d'avantages fiscaux intéressants. Ces avantages sont toutefois conditionnés par l'*option* pour le régime fiscal de faveur et la satisfaction de conditions particulières à ce régime.

1. LE REGIME FISCAL DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT EN CAPITAL-RISQUE (FCPR)

Il faut signaler que, depuis la loi de finances 2002, un certain nombre d'aménagements ont été introduits dans le régime fiscal des organismes de capital-risque afin d'harmoniser entre les FCPR et les SCR.

Nous examinerons ci-après les principales conditions d'application du régime fiscal de faveur pour les FCPR ainsi que les principaux avantages octroyés par ce régime.

1.1. Conditions d'application du régime fiscal spécifique aux FCPR

En plus des conditions juridiques, les FCPR doivent satisfaire aux principales conditions suivantes :

- **opter pour le régime de faveur** et satisfaire à un certain nombre de conditions édictées par la loi fiscale pour bénéficier du régime fiscal de faveur.
- **Respecter les conditions** annoncées dans le régime juridique, notamment celle de la composition de l'actif ;

1.2. Les avantages fiscaux spécifiques aux FCPR

Rappelons que les FCPR sont d'abord des FCP et sont donc soumis, à ce titre, au régime fiscal de ces derniers¹³. Cependant, les FCPR susceptibles de bénéficier du régime fiscal de faveur sont ceux qui remplissent les conditions relatives au quota de 50%. Ce régime concerne les membres des FCPR personnes physiques et, dans une moindre mesure, les sociétés membres soumises à l'IS.

1.2.1. Transparence fiscale totale des FCPR

Les principaux avantages fiscaux des FCPR concernent les éléments suivants :

1.2.1.1. Exonération des droits d'enregistrement

De la souscription à la cession, les opérations auxquelles donneront lieu les parts de FCPR sont exonérées des droits d'enregistrement, qu'il s'agisse de :

- souscription de parts ;
- rachat de parts ;
- cession de parts.

¹³ Nous n'allons pas exposer dans ce travail le régime fiscal des FCPR, c'est-à-dire de ses membres ; les FCPR étant transparents fiscalement.

1.2.1.2. Exonération des produits et plus values de placement

Le FCPR n'ayant pas de personnalité morale, les plus-values font l'objet d'imposition entre les mains des membres du FCPR. En effet, le FCPR bénéficie d'une *transparence fiscale* complète.

Le régime fiscal de faveur des membres des FCPR concerne les personnes physiques et les personnes morales soumises à l'IS.

1.2.2. Fiscalité des membres des FCPR personnes physiques

Les membres personnes physiques bénéficient d'une *exonération totale* des *revenus de placement* dans des FCPR¹⁴ ainsi que des *plus-values de cession* de ces parts. Cependant, ces exonérations sont assorties de conditions suspensives.

↳ Exonération totale des produits et revenus de participation

Sont exonérées de l'impôt sur les sommes ou valeurs distribuées par le FCPR respectant le quota de 50% et sur les plus values réalisées à l'occasion de la cession ou rachat des parts d'un tel FCPR, les personnes physiques fiscalement domiciliées en France, qui :

- ne détiennent pas, directement ou indirectement, plus de 25% des droits dans les bénéfices des sociétés dans lesquels le FCPR détient des participations, pendant les 5 dernières années ;
- ont souscrit les parts du FCPR à l'émission ;
- Prennent l'engagement de conserver ces parts pendant 5 ans ;
- Réinvestissent immédiatement dans le FCPR la totalité des sommes ou valeurs distribuées au titre de ces parts et de l'engagement pris ci-dessus

↳ Exonérations conditionnelles des revenus des parts des FCPR

Si le contribuable ou le FCPR cessent de remplir les conditions d'exonération (notamment la conservation pendant 5 ans), les sommes ou valeurs exonérées d'impôts sur le revenu (IR) sont rapportées au revenu imposable. Ainsi, le défaut total ou partiel de réinvestissement ou le désinvestissement même partiel,¹⁵ entraîne la perte totale de l'exonération.

↳ Exonérations conditionnelles des plus-values de cession des parts des FCPR

Sont exonérées les plus-values réalisées à l'occasion de la cession ou du rachat des parts du FCPR après la période couverte par l'engagement de conservation des titres. Ainsi, le défaut total ou partiel de réinvestissement ou le désinvestissement même partiel, entraîne l'imposition totale de la plus-value.

1.2.3. Fiscalité des membres des FCPR personnes morales soumises à l'IS

1.2.3.1. Exonérations conditionnelles de la variation de la valeur liquidative du FCPR

Rappelons que les membres des FCPR, comme c'est le cas des FCP, ont l'obligation, pour la détermination de leur résultat imposable, d'évaluer leurs parts à la clôture de chaque exercice, à leur valeur liquidative. L'écart entre la valeur liquidative à l'ouverture et à la clôture de chaque exercice est compris dans le résultat imposable au taux normal.

¹⁴ Ces FCPR doivent satisfaire aux conditions relatives au quota de 50%

¹⁵ Sauf cas d'invalidité, décès, départ à la retraite, licenciement

En ce qui concerne les parts d'un FCPR respectant les conditions du quota de 50%, ses membres peuvent s'abstenir de constater la variation de la valeur liquidative, à condition de s'engager à conserver ces parts pendant un délai d'au moins cinq ans. En cas de rupture de cet engagement, outre l'imposition du résultat de la cession, la société membre du FCPR doit acquitter l'impôt qui aurait dû être versé au titre des exercices précédents, sans préjudice de pénalités et majorations de retard.

1.2.3.2. Exonérations conditionnelles de la plus-value

Lorsque l'actif d'un FCPR, respectant les conditions du quota de 50%, est composé de plus de 90% d'actions, la condition de conservation de ses parts est ramenée à 2 ans au lieu de 5 ans.

1.2.4. Fiscalité des membres des FCPI personnes physiques

Les FCPI procurent à leurs membres personnes physiques des avantages supplémentaires, consistant en des réductions d'impôt sur les revenus (IR), allant jusqu'à 25% du total des souscriptions effectuées au cours d'une même année. Cet avantage temporel est accordé jusqu'au 31 décembre 2006.

2. LE REGIME FISCAL DES SOCIETES DE CAPITAL-RISQUE (SCR)

2.1. Des exonérations conditionnelles à l'accomplissement des formalités d'option

Les sociétés anonymes qui souhaitent bénéficier du régime de faveur du capital-risque doivent « opter » pour ce régime, par une lettre adressée à l'administration fiscale, accompagnée d'un exemplaire des statuts et du détail des actifs susceptibles de satisfaire au quota de 50%.

Les SCR ne devraient pas détenir des immeubles ou des fonds de commerce, à l'exception des biens meubles et immeubles nécessaires à leur fonctionnement.

Une SCR dont le total de bilan n'a pas excédé 65 millions de francs au cours de l'exercice précédent peut effectuer à titre accessoire des prestations de services dans le prolongement de son objet social.

2.2. Le régime fiscal des résultats des SCR

L'activité d'une société de capital-risque se décompose comme suit :

- un **secteur exonéré**, comprenant les produits et plus-values provenant :
 - ✓ de son « portefeuille », composé de tous les titres de participation qu'elle détient ;
 - ✓ des « autres formes de placement ».
- un **secteur taxable**, comprenant les éventuelles prestations de conseil et d'assistance, par ses propres équipes d'analystes financiers, qu'elle réalise soit à l'occasion d'études de dossiers en vue d'une prise de participation soit pour le compte de ses participations.

La SCR bénéficie d'une exonération de l'IS sur les produits et plus-values nets provenant de son « portefeuille » ainsi que des autres placements dans certaines limites.

2.2.1. L'exonération des produits et plus-values provenant du « secteur exonéré »

Le « secteur exonéré » bénéficie des avantages et d'exonération suivants :

- Le « portefeuille exonéré », composé de tous les titres qui satisfont aux conditions du quota de 50%, est totalement exonéré. Il constitue l'essentiel du « secteur exonéré » ;
- des « autres formes de placement », exonérées dans la double limite de :
 - ✓ la différence entre la situation nette comptable et leur valeur d'entrée
 - ✓ le taux d'intérêt légal

L'article 8 de la Loi de Finances pour 2001, a étendu cette exonération d'IS à l'ensemble des produits et plus-values nets provenant de titres cotés ou non cotés de la nature de ceux qui sont retenus dans le quota de 50%.

Cette exonération s'applique également aux bénéfices relatifs aux activités de prestations de services extérieures réalisées par les SCR de taille modeste, c'est à dire dont le total au bilan est inférieur à 65 millions de francs, dans la limite de 250 milles francs par période de 12 mois.

En revanche, sont soumis à l'IS dans les conditions de droit commun :

- les plus-values nettes dégagées lors de la cession de titres ayant rémunéré l'apport des activités de prestations de services à des filiales ;
- les produits réalisés par les SCR qui ne proviennent pas des produits et plus-values nets de leur portefeuille (plus-values de cession d'actifs corporels par exemple).

Ce régime préférentiel s'applique aussi aux distributions faites aux actionnaires.

Le non respect de l'une quelconque des conditions de fonctionnement des SCR entraîne la déchéance du régime de faveur des SCR et donc son assujettissement à l'IS dans les conditions de droit commun sur la totalité des bénéfices.

2.2.2. Le secteur taxable

Le secteur taxable est soumis à la fiscalité de droit commun.

2.2.3. Détermination du résultat de la SCR

Pour la détermination du résultat de la SCR, on procède à une répartition analytique des charges entre les deux secteurs exonéré et taxable, soit directement soit indirectement à travers une clé de répartition. Cette clé représente la quote-part de chaque secteur dans le total des produits.

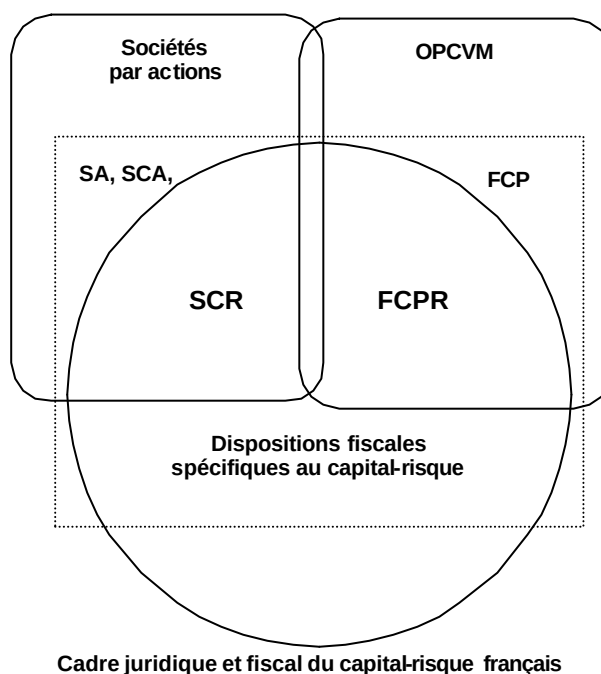
Section 3. SYNTHÈSE DES ENSEIGNEMENTS TIRES DU MODÈLE FRANÇAIS

Si le capital-risque en France connaît actuellement un fort développement, c'est grâce, en grande partie, à un ensemble d'encouragements et d'incitations que les pouvoirs publics lui ont consacrés.

En effet, à l'instar des pays anglo-saxons, l'Etat français a employé, depuis plusieurs années, des efforts importants dans le financement des entreprises non cotées à travers soit l'octroi de subventions pour la recherche et l'innovation, soit la création de fonds d'investissement spécialisés dans le financement par fonds propres.

En plus de ces mesures financières, le gouvernement français a fourni un cadre juridique et fiscal, qu'il n'a cessé de perfectionner dans le temps, favorable au développement du capital-risque.

Le schéma suivant synthétise le cadre juridique et fiscal des organismes de capital-risque en France :



A travers l'étude de ce cadre juridique et fiscal, nous avons relevé les principales caractéristiques suivantes :

- **Sur le plan juridique :**

- les intervenants dans le capital-risque sont d'abord des structures juridiques de droit commun ;
- les principaux intervenants en capital-risque sont des Sociétés de capital-risque (SCR) et des Fonds commun de placement à risque (FCPR)
- les SCR sont des sociétés par actions de droit commun (sociétés anonymes ou en commandite par action). Elles sont régies par des dispositions fiscales ;
- les FCPR sont d'abord des FCP, de la famille des OPCVM, sans existence juridique ;
- les FCPR sont gérés obligatoirement par une société de gestion, alors que les SCR disposent de leurs propres organes de gestion ;

- les organismes de capital-risque sont présumés exercer l'activité à condition de produire une déclaration d'option pour le statut d'organisme de capital-risque ;
- l'institution d'un régime spécifique au capital-risque a pour objectif de favoriser le financement par fonds des entreprises non cotées, exerçant de préférence dans des activités innovantes, à travers les FCPI ;
- **Sur le plan fiscal :**
 - le statut d'un organisme de capital-risque est défini par un dispositif fiscal comprenant des avantages fiscaux conditionnels ;
 - les organismes qui optent pour le statut de capital-risque bénéficient d'un régime de faveur, à condition de satisfaire à certaines conditions ;
 - le régime instaure une transparence fiscale des organismes de capital-risque. Ainsi, pour les FCPR, cette transparence est reconnue d'office, puisque les FCPR sont d'abord des FCP sans existence juridique. Pour les SCR, lorsque certaines conditions relatives à la composition de leur actif sont respectées, ils bénéficient d'une exonération totale des produits de leurs participations, instituant ainsi une sorte de transparence presque totale ;
 - les avantages fiscaux sont accordés aux organismes de capital-risque qui satisfont à des conditions liées essentiellement à la composition de leurs actifs ;
 - ces actifs doivent être constitués en permanence à hauteur de 50% de leur situation nette, de titres répondants aux conditions de composition de l'actif précitées ;
 - le respect des conditions relatives au quota de 50% ouvre droit à des exonérations d'impôts pour les organismes de capital-risque ainsi qu'à leurs membres ;
 - le non respect de ces conditions entraîne la suppression totale ou partielle des exonérations et l'application de pénalités et majorations ;

En synthèse, il nous semble que le capital-risque français est un modèle intéressant susceptible d'être adapté, dans ses grands axes, au cas du Maroc sur le plan juridique et fiscal. Les précurseurs du projet de loi sur l'activité de capital-risque l'ont d'ores et déjà mis en œuvre.

En effet, ce projet de loi s'inspire, dans une large mesure, des dispositions juridiques régissant l'activité de capital-risque en France. Les dispositions fiscales devraient également, par soucis d'harmonisation des textes, s'inspirer du cas français, tout en gardant les spécificités de la législation fiscale marocaine ;

Chapitre 3. ETUDE DU CAPITAL-RISQUE AU MAROC : PRATIQUE ET CONTRAINTES

Le capital-risque est d'origine récente au Maroc. Néanmoins, il commence à se faire connaître en tant que source de financement pour les PME qui présentent des perspectives de croissance.

En effet, l'accès au financement bancaire reste problématique pour la PME marocaine notoirement sous-capitalisée, sans compter la prudence accrue dont font preuve les banques locales depuis l'intégration des ratios prudentiels dans leur mode de gestion.

En outre, le taux d'échec des entreprises, au moment de leur création, se situe entre 70 et 80% à cause du profil du porteur du projet et de la difficulté d'accès au financement. S'y ajoutent les problèmes de disponibilité des locaux, d'encadrement et d'accompagnement des jeunes créateurs d'entreprises et les contraintes administratives.

Dans ce contexte, le capital-risque se présente comme une source de financement alternative qui s'installe timidement sur la place.

Depuis moins de dix ans, une quinzaine d'intervenants en capital-risque se sont installés sur le marché, de différentes origines (publics, privés, nationaux, internationaux).

L'étude du secteur du capital-risque au Maroc, comme tout autre secteur en évolution, est confronté à un défaut d'information. En effet, il est difficile d'accéder à l'information relative au secteur et à ses performances. Pour se constituer une idée sur l'évolution du capital-risque au Maroc, il a fallu réaliser par une enquête sur le terrain et des contacts directs avec les responsables des organismes de capital-risque afin de se constituer une idée sur l'évolution du capital-risque au Maroc. Il faut noter que même l'Association marocaine des investisseurs en capital (AMIC) ne dispose pas de l'ensemble de ces informations sur le secteur.

Sur la base de ces informations, nous avons tenté d'arborer une cartographie du capital-risque au Maroc à travers une présentation de ses intervenants, de la politique d'investissement, ...

A travers l'analyse de ces éléments, nous étudierons les principales contraintes au développement du capital-risque au Maroc relatives à l'environnement global socio-économique et à l'environnement légal et réglementaire (juridique, fiscal, financier et comptable).

Section 1. CARTOGRAPHIE DU CAPITAL-RISQUE AU MAROC

Le capital-risque au Maroc a récemment pris de l'ampleur face aux besoins d'une économie en transformation, confrontée chaque jour aux défis de la mondialisation et à une ouverture plus grande de ses marchés.

L'intérêt que représente ce secteur financier au Maroc réside dans le rôle d'appui qu'il entretient avec l'industrie locale et sa capacité à juger à leur juste valeur les projets ne relevant pas des secteurs traditionnels que privilégient d'habitude les banques dans leur ensemble.

Afin de dresser une cartographie du capital-risque au Maroc, nous avons procédé à la réalisation d'une enquête globale auprès de l'ensemble des organismes de capital-risque. Les résultats ainsi obtenus, ont permis de dresser une série de constatations sur l'évolution du capital-risque au Maroc.

1. REALISATION D'UNE ENQUETE SUR L'ACTIVITE DE CAPITAL-RISQUE AU MAROC

1.1. Méthodologie de réalisation de l'enquête

1.1.1. Contexte et objectif de l'enquête

L'activité de capital-risque existe depuis un peu plus de dix ans. Afin de pouvoir établir une analyse du capital-risque au Maroc, il est nécessaire de présenter les intervenants dans ce domaine et d'étudier les données statistiques relatives aux réalisations. Cependant, à notre connaissance et après avoir fait le tour notamment auprès de l'AMIC, il n'existe pas de statistiques nationales du secteur. Il nous a donc semblé intéressant de réaliser une enquête sur le terrain, à travers un questionnaire complet.

L'objectif du questionnaire est donc de présenter une cartographie du capital-risque au Maroc à travers ses intervenants, la structure du portefeuille, la nature de la relation avec les entreprises financées et, enfin, les principales difficultés et attentes des intervenants en capital-risque.

1.1.2. Méthodologie de réalisation de l'enquête

La réalisation de la présente enquête s'est déroulée selon une démarche ciblée et se présente comme suit :

1.1.2.1. Identification des intervenants dans l'activité de capital-risque

Le marché de capital-risque au Maroc est très récent et les intervenants qui y opèrent sont donc limités en nombre. Nous avons donc, dans un premier temps, identifié ces intervenants à travers la base documentaire disponible, qui se présente soit sous forme d'articles de presse, d'études du ministère des finances¹⁶ ou de chambres de commerce¹⁷. Nous avons ensuite recueilli auprès de l'Association marocaine des investisseurs en capital (AMIC) une liste des intervenants actuels en capital-risque, comprenant leurs coordonnées et quelques

¹⁶ Étude du capital-risque au Maroc – MEF – service financier – Rabat – février 1996

¹⁷ Étude sur la mise à niveau des entreprises, réalisée par la CFCIM – 2002

éléments caractéristiques. Cette liste ne comprend cependant pas certains intervenants qui ont exercé pendant un certain temps puis se sont retirés du capital-risque. À partir des l'ensemble de ces informations, nous avons ciblé les organismes de capital-risque auxquels nous avons adressé notre questionnaire.

1.1.2.2. Conception et élaboration du questionnaire

La réalisation de notre enquête s'est faite à partir d'un questionnaire, conçu à cet effet, sur lequel nous pouvons formuler les principales remarques suivantes :

- **Sur la forme :**

Le questionnaire est structuré autour de questions essentiellement directives et fermées, structurées dans des tableaux faciles à lire et à renseigner.

Il comprend une quarantaine de questions, établies sur 3 pages, au format prédéfini de deux colonnes par page, afin de ne pas donner l'impression de questionnaire long. En effet, pour le remplir correctement, il est nécessaire de lui consacrer près de deux heures de travail ; ce qui semble, à notre avis, correcte compte tenu, d'une part, de l'importance du sujet et, d'autre part, de l'engagement fourni à ces organismes de capital-risque de leur restituer une vision globale (une cartographie) du secteur de capital-risque au Maroc.

- **Sur le fonds :**

Le questionnaire couvre les principaux domaines suivants :

- 1) l'identification des intervenants dans le capital-risque

Une série de 8 questions permettent de :

- ✓ identifier la cible (dénomination, date de création) et d'établir la structure de l'organisme de capital-risque : forme duale (fonds et société de gestion) ou forme sociétale ;
- ✓ analyser les compétences dont dispose l'organisme de capital-risque en terme quantitatif (effectif) et qualitatif (profil) ;
- ✓ situer le capital-risqueur en fonction de son indépendance et de l'origine de ses fonds (public, privé, banques, assurances,...).

- 2) l'analyse de la politique d'investissement

Les questions permettent de s'informer sur le niveau de participation (minoritaire ou majoritaire), le ticket moyen de participation dans le capital ainsi que la durée moyenne escomptée de l'investissement.

Enfin, une question est consacrée à la rentabilité moyenne escomptée (TRI moyen) par type d'investissement.

- 3) l'analyse du portefeuille de participations

Cette partie du questionnaire comprend huit questions, ayant pour but de faire le point sur l'évolution du portefeuille de participations détenu par les capital-risqueurs et d'identifier les principales caractéristiques des sociétés cibles. Ainsi, les questions s'articulent autour des points suivants :

- ✓ l'évolution des investissements par stade d'intervention ;

- ✓ les secteurs d'activité ainsi que la répartition géographique des sociétés en portefeuille ciblées et celles qui en sont exclues ;
- ✓ la forme juridique ainsi que la taille des entreprises cibles, en terme d'effectif, de chiffre d'affaires et de total bilan.

4) l'examen de la nature de la relation entre le capital-risqueur et la société cible

Cette partie du questionnaire comprend une quinzaine de questions, ayant pour but d'analyser l'apport du capital-risque aux sociétés cibles, à travers :

- ✓ le premier contact avec la cible : modalités de prospection, coût du dossier ;
- ✓ l'élaboration du dossier d'investissement : le plan d'affaires ;
- ✓ la valorisation de la participation et la formalisation de la relation contractuelle avec la cible ;
- ✓ l'identification des sorties possibles et des nouveaux réinvestissements.

5) le recueil des principales difficultés rencontrées et des recommandations formulées :

Cette dernière partie comprend des questions ouvertes permettant aux professionnels du capital-risque de formuler les principales contraintes auxquelles ils sont confrontés à l'occasion de l'exercice de leur activité, notamment sur les plans juridique, fiscal, financier...et de proposer quelques recommandations ou souhaits pour l'amélioration du cadre institutionnel du capital-risque au Maroc.

1.1.2.3. Administration du questionnaire

Après avoir établi le questionnaire et identifié les intervenants en capital-risque, nous avons choisi, comme moyen de diffusion, le mailing par Internet précédé par des contacts téléphoniques, pour les principales raisons suivantes :

- ✓ le nombre limité d'intervenants dans le secteur : une quinzaine au total
- ✓ la non disponibilité de certains intervenants pour des contacts directs
- ✓ le temps de remplissage du questionnaire (environ 2 heures)
- ✓ la simplicité et la facilité procurées par l'Internet qui est largement diffusé dans ce secteur
- ✓ l'exploitation directe des réponses fournies dans le fichier du questionnaire : il n'est plus nécessaire de ressaisir les réponses reçues.

Aussi, avons-nous établi une lettre d'accompagnement du questionnaire expliquant le contexte et l'objectif de l'étude et insistant sur notre engagement de confidentialité sur l'ensemble des informations que nous aurons collectées à travers le questionnaire. En effet, nous sommes très sensibles au caractère confidentiel dû à la forte concurrence qui règne dans un tel marché en pleine évolution. Il faut dire que c'est grâce à cet engagement ferme que nous avons pu gagner la confiance des capital-risqueurs et collecter des réponses à notre questionnaire. Après envoi, nous avons ensuite procédé à des relances par téléphone.

1.1.2.4. Dépouillement du questionnaire

Les questionnaires reçus ont permis de créer une base de données sur le logiciel MS-Access. Les résultats ainsi obtenus ont fait l'objet d'une analyse présentée sous forme d'une synthèse du secteur de capital-risque au Maroc.

1.1.3. Limites de l'enquête

L'analyse des résultats de l'enquête doit se faire en tenant compte des principales limitations suivantes :

- ✓ Comme indiqué précédemment, le questionnaire est adressé aux organismes de placement en capital-risque au Maroc. Il ne concerne donc pas l'ensemble des intervenants dans le processus de capital-risque, à savoir : les investisseurs et apporteurs de fonds, les sociétés cibles bénéficiant des financements par capital-risque et les sociétés de gestion en tant que tel ;
- ✓ Le questionnaire est adressé aux principaux organismes actuellement en activité sur le marché. Il se peut que certains d'entre eux ont exercé du capital-risque à un certain moment et qui ont arrêté de le faire. Ceux-ci n'ont donc pas été concernés ;
- ✓ Le fort aspect confidentiel qui caractérise le secteur de capital-risque ne permet pas d'accéder à certaines informations utiles pour l'étude ;

1.2. Principaux intervenants : population cible

Actuellement, le secteur du capital-risque au Maroc compte plus d'une douzaine de sociétés¹⁸. Nous présentons ci-après des fiches signalétiques des principaux intervenants en capital-risque au Maroc. Il est entendu que les organismes de capital-risque ayant exercé pendant un certain temps puis ont cessé cette activité ne seront pas cités ; c'est le cas notamment de Wafa Investissement.

Nous avons recensé les principaux intervenants¹⁹ suivants :

1. Moussahama SPPP
2. Capital Invest
3. Attijari Capital-risque
4. Capital Finance
5. Faisal Finance
6. MarocInvest
7. Upline Technologies
8. Casa Finance Group Capital
9. Access Capital Atlantique Société Anonyme
10. BMCI Finance
11. Maghreb Finance IT Management
12. Asma Invest
13. Maroc Interfinance
14. Fonds Sindibad
15. Ligne BEI (RCEM)

2. PRESENTATION ET ANALYSE DES PRINCIPAUX RESULTATS DE L'ENQUETE

Le dépouillement des résultats du questionnaire a permis de ressortir des constatations intéressantes qui, à notre connaissance, n'ont pu être établies à ce jour sur l'activité de capital-risque au Maroc.

Nous signalons toutefois que les organismes de capital-risque n'ont pas tous joué le jeu de la transparence et répondu à notre questionnaire. Sur la quinzaine d'intervenants sur le

¹⁸ Sources : AMIC et revue de la CFCIM.

¹⁹ Voir en annexe les fiches de présentation des organismes de capital-risque

marché, que nous avons contactés et auxquels nous avons transmis le questionnaire, nous avons reçu huit réponses, soit un taux de 53%.

Par ailleurs, dans les réponses reçues, certaines informations n'étaient pas renseignées. Nous les avons donc complétées, à notre initiative, pour les rendre exploitables à travers des sources d'ordre public.

Enfin, les réponses obtenues dans les questionnaires sont sous la responsabilité de leur auteur. Nous ne pouvons vérifier ni leur véracité, ni leur exhaustivité.

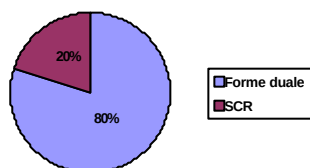
Nous présentons ci-après la synthèse du dépouillement de l'enquête. L'analyse ainsi réalisée concerne le secteur du capital-risque de manière globale.

2.1. Estimation du volume du marché de capital-risque

Le secteur du capital-risque au Maroc gère actuellement, tous fonds confondus, un volume de **deux milliard et demi de dirhams**, représentant les fonds levés auprès d'investisseurs locaux ou étrangers.

2.2. Les intervenants dans le secteur

Selon notre enquête, la majorité des intervenants en capital-risque (soit environ 80% en nombre) sont constitués sous la forme duale (société de gestion et fonds de capital-risque), alors que les autres sont sous la forme juridique de société anonyme.

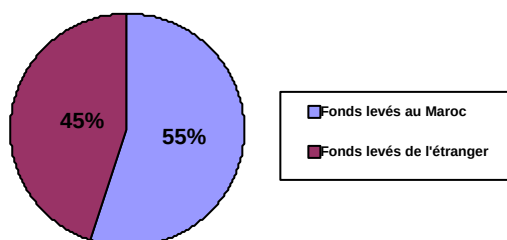


Ils sont également, à plus de 53%, des investisseurs du secteur public, dont les fonds proviennent d'un organisme étatique, national ou international, à 20% des investisseurs captifs, filiales ou département d'un institutionnel ou d'une société et dans la même proportion, ce sont des investisseurs indépendants.

Cette constatation confirme que le capital-risque au Maroc est essentiellement animée par l'initiative publique, suivie dans cette politique par les organismes institutionnels (banques).

2.3. La répartition des capitaux levés par type d'investisseurs

Près de la moitié des fonds levés proviennent de fonds étrangers (Europe, Amérique du nord) où le capital-risque a connu un fort développement et s'exporte dans les pays comme le Maroc.



Quant aux montants des capitaux investis, les capital-risqueurs ne se sont pas tous prononcés. Cependant, certains ont émis leur intention de les investir principalement dans le capital développement.

2.4. La politique d'investissement

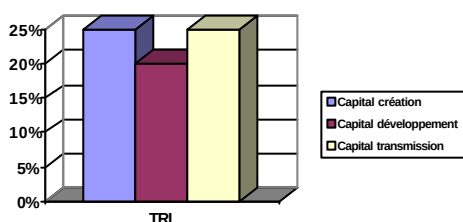
La participation des capital-risqueurs est généralement minoritaire, hors quasi-fonds propres, et varie en moyenne entre 10% et 40%. Cependant, ils investissent également dans des participations majoritaires pouvant aller jusqu'à 70%.

Le ticket moyen d'intervention varie entre 3 et 20 millions de dirhams. Dans certains cas, il peut même arriver à 30 millions de dirhams.

Généralement, les capital-risqueurs interviennent seuls dans une affaire. Mais il arrive que des investissements soient réalisés en syndication avec d'autres organismes de capital-risque nationaux ou étrangers. Ce dernier cas représente moins de 10% des investissements.

En ce qui concerne la durée moyenne d'investissement, 60% des capital-risqueurs ont annoncé une période variant entre 5 et 10 ans.

Quant à la rentabilité escomptée, elle se situerait à 25% pour les investissements en capital création, à 20% pour le capital développement et à 25% pour le capital transmission.



2.5. Le portefeuille de participation

Le portefeuille de participation est composé principalement d'investissement en capital développement et, dans une moindre proportion, de capital création.

Le portefeuille des capital-risqueurs comprend des participations dans tous les secteurs d'activité, notamment (sans les citer dans l'ordre d'importance) : les technologies de l'information et l'informatique, l'industrie (agro-alimentaire, pharmaceutique, de l'automobile, de l'emballage), l'aéronautique et la distribution. Toutefois, certains secteurs d'activité sont exclus par les capital-risqueurs. Il s'agit notamment de : l'immobilier, l'hôtellerie, la pêche, le négoce de matières premières et les services non liés à l'industrie ou à caractère spéculatif.

Le portefeuille des capital-risqueurs est composé d'entreprises dont les caractéristiques sont les suivantes :

- environ 70% des entreprises en portefeuille (en valeur) ont un effectif inférieur à 200 personnes, dont près de 60% compris entre 10 et 100 salariés ;
- plus de 60% des entreprises en portefeuille ont un chiffre d'affaires inférieur à 75 millions de dirhams, dont 41% inférieur à 25 millions de dirhams ;
- près de 40% des entreprises en portefeuille ont un total bilan inférieur à 50 millions de dirhams.

Ainsi, par comparaison avec les seuils indiqués par la charte de la PME²⁰, nous pouvons constater que les deux premiers critères sont satisfaits à plus de 50%, alors que le troisième n'atteint pas les 40%.

Quant à la répartition géographique du capital-risque au Maroc, la majorité des investissements est réalisée dans la région de Casablanca (près de 80%). Ceci s'explique principalement par la concentration des entreprises dans la capitale économique du Royaume. Cependant, il faut signaler que certains investissements sont réalisés dans des dossiers à l'international.

Par ailleurs, la majorité des entreprises du portefeuille (plus de 95%) sont des sociétés anonymes à conseil d'administration. Lorsque ce n'est pas le cas, les capital-risqueurs demandent la transformation en société anonyme.

2.6. La relation entre le capital-risqueur et l'entreprise

Pour le montage des dossiers d'investissement, le capital-risqueur procède généralement par la prospection active. Pour les investisseurs captifs ou semi captifs, ils s'appuient, en plus de la prospection, sur les relations tissées à travers leur réseau d'affiliation. Quant aux indépendants, ils sont alimentés par des prescripteurs externes, tels que les cabinets de conseil.

Il faut noter que les propositions spontanées de la part des entrepreneurs et chefs d'entreprises commencent à se développer de plus en plus, avec la diffusion croissante de la notion de financement par capital-risque, d'une part, et par le fait que le capital-risque devient le dernier recours à certaines entreprises qui ont épuisé leur capacité d'endettement chez les banques, d'autre part.

La phase de sélection des projets d'investissement est dictée par les principaux critères suivants, par ordre d'importance :

- Qualité du management
- Transparence de l'entreprise
- Possibilité de sortie
- Sécurité de l'investissement
- Rentabilité (TRI)
- Caractéristique du marché
- Potentiel de croissance du projet
- Originalité du produit et de la technologie
- Montage financier du dossier

La rentabilité de l'investissement vient en cinquième position. En effet, pour le capital-risqueur, il est vital de s'assurer de la qualité du management et des possibilités de sortie.

Selon le capital-risqueur, il est difficile de trouver de bons dossiers d'investissement dans les entreprises marocaines pour les principales raisons suivantes, par ordre d'importance :

- Management familial et centralisé
- Absence de visibilité et de stratégie
- Confusion entre l'actionnariat et le management

²⁰ La charte stipule que les PME doivent répondre aux conditions suivantes : avoir un effectif permanent ne dépassant pas 200 personnes et avoir réalisé, au cours des deux derniers exercices, soit un chiffre d'affaires annuel hors taxes n'excédant pas 75 millions de dirhams, soit un total de bilan annuel n'excédant pas 50 millions de dirhams – article premier.

- Faible encadrement
- Méconnaissance du marché
- Absence de transparence

2.7. Le business plan ou le plan d'affaires

Généralement, les entrepreneurs présentent un business plan au capital-risqueur (à plus de 95% des cas). Lorsque ce n'est pas le cas, le capital-risqueur rejette rarement le dossier. Il assiste plutôt l'entrepreneur dans l'élaboration et l'amélioration de son business plan. Dans tous les cas, le capital-risqueur reprend lui-même le business plan pour le valider et le compléter.

Pour la concrétisation de la participation, le capital-risqueur procède à l'évaluation de l'entreprise. Il utilise généralement les méthodes suivantes, par ordre d'importance :

- Cash-flows actualisés
- Bénéfices actualisés
- Méthode des comparables
- Valeur patrimoniale
- Dividendes actualisés
- Mixte des différentes méthodes

Sur une centaine de dossiers reçus par le capital-risqueur, celui-ci en étudie environ 70%, il en retient 13% pour les présenter à son comité d'investissement qui décide d'investir dans 4,5% au final.

2.8. Les outils juridiques de prise de participation

Pour la prise de participation, le capital-risqueur utilise systématiquement et en premier lieu les actions ordinaires et les obligations convertibles en actions (OCA). En ce qui concerne ces dernières, nous avons constaté une certaine confusion dans les termes, entre les OCA sous leur forme légale (telles que prévues par la loi 17-95), et les créances convertibles en actions (appelées également Bons de souscription d'action ou Prêts participatifs)²¹ utilisées en vertu de dispositions purement contractuelles.

Les comptes courants viennent ensuite compléter le financement apporté par le capital-risqueur. Il arrive aussi que le capital-risqueur utilise des actions de priorité ou des actions à droit de vote double. Cependant, il n'utilise presque jamais des actions à dividende prioritaire sans droit de vote.

Par ailleurs, le capital-risqueur a systématiquement recours à la conclusion d'un pacte d'actionnaires pour la formalisation de la relation avec les entrepreneurs. Les principales clauses introduites dans ce pacte d'actionnaires sont les suivantes (selon la fréquence de leur utilisation) :

Très souvent :

- Catégories d'actions et clauses statutaires
- Droit de préemption
- Garantie de passif
- Arbitrage
- Clause buy or sell

²¹ La seule forme de créance convertible en action prévue par une disposition légale étant les obligations convertibles en actions.

- Clauses de sortie
- Clause d'audit

Souvent :

- Clause de protection de minoritaires
- Clause de non franchissement du seuil (pacte de non agression ou de non concurrence)
- Clause de préférence pour les opérations financières
- Convention de management définissant les grandes décisions à prendre en commun

Rarement :

- Droit de suite
- Méthodes de valorisation à la sortie
- Engagement de rachat des titres
- Clauses d'accompagnement
- Clause de substitution
- Promesse d'achat et de vente
- Clause « droit de suite »

2.9. Les sorties privilégiées

En raison de la jeunesse du capital-risque, les sorties ne sont pas très nombreuses. Cependant, lorsque le dossier n'est pas une perte, les capital-risqueurs préfèrent les options suivantes, par ordre d'importance :

- Introduction en bourse
- Cession à un industriel
- Cession à un financier
- Cession à l'entrepreneur

2.10. Les principales difficultés soulevées

Interrogés sur les principaux problèmes et contraintes de l'activité de capital-risque au Maroc, les capital-risqueurs ont soulevé les points suivants :

- Faibles potentiels de développement des entreprises marocaines
- Sur le plan juridique : absence d'un cadre réglementaire et organisationnel
- Sur le plan fiscal : absence d'incitations fiscales appropriées
- Au niveau de la profession : Manque de communication sur le métier de la part des professionnels, absence de bases de données et de statistiques sur le métier et sur les entreprises en général, absence d'organismes de couverture des risques du métier ;
- Au niveau de l'entreprise : structure trop familiale, petites entreprises, style de management obsolète, manque de transparence...

Questionnés sur le projet de loi sur l'activité de capital-risque au Maroc, les capital-risqueurs ont émis les principales remarques et suggestions suivantes :

- La loi ne prend en compte que les investissements dans des PME dont la définition est trop restrictive.
- On regrette l'absence d'un projet de loi de finance sur les dispositions fiscales incitatives permettant d'étudier un cadre global (juridique et fiscal) complet du capital-risque au Maroc. En effet, les professionnels seraient prêts à s'inscrire dans un cadre légal contraignant si celui-ci est assorti de dispositions fiscales spécifiques ;
- La loi n'apporte pas d'avantages aux entreprises susceptibles d'ouvrir leur capital ;
- Il est nécessaire d'adapter la loi au contexte de la PME marocaine, dans le sens où le capital-risque doit être considéré en tant qu'outil d'accompagnement de l'entreprise et non pas seulement comme un moyen de financement ;

- Certains capital-risqueurs souhaitent réduire, voire supprimer le rôle du CDVM dans l'activité de capital-risque. De même, ils souhaitent réduire certaines contraintes dans le projet de loi, liées à un formalisme excessif et décourageant ;

Quant aux incitations fiscales souhaitées par les capital-risqueurs, nous pouvons en citer :

- Avantages fiscaux en faveur des entreprises qui ouvrent leur capital aux organismes de capital-risque ;
- Exonérations de la TVA sur les commissions de gestion payées par le fonds à la société de gestion ;
- Dispositions avantageuses en terme de fiscalisation des plus-values de sortie ;
- Fiscalité modulée compte tenu de : du type d'opérations – du secteur d'intervention - de la taille de l'investissement – de la zone géographique – etc.

Interrogés sur le rôle de l'AMIC dans l'encadrement de l'activité, les capital-risqueurs ont insisté sur le fait que la création de l'AMIC était nécessaire pour asseoir, organiser et encadrer un métier nouveau au Maroc. Il revient aux professionnels d'initier et d'entretenir la dynamique de cette structure, car c'est à travers leurs pratiques et leurs expertises qu'ils pourront alimenter la construction du schéma directeur pour le développement du métier du capital-risque au Maroc.

Section 2. PROBLEMATIQUES ET CONTRAINTES LIEES A LA PRATIQUE DU CAPITAL-RISQUE AU MAROC

Le capital-risque est, par définition, un mode de financement des petites et moyennes entreprises (PME) non cotés. Si elles représentent une part importante dans l'économie nationale, elles ne fournissent pas pour autant un champ favorable au développement du capital-risque. En effet, plusieurs contraintes subsistent encore, propres aux PME marocaines et à leur environnement.

1. LES CONTRAINTES PROPRES AUX PME ET A LEUR ENVIRONNEMENT

Malgré la prépondérance numérique notoire de la PME dans l'économie marocaine, quelque soit le critère d'identification retenu ou la source consultée, il existe plusieurs contraintes, tant internes qu'externes, au développement des PME, d'une part, et à l'évolution du financement par capital-risque d'autre part.

La place des PME dans le contexte économique marocain peut être perçue au regard de trois critères retenus par les données statistiques portant sur : les entreprises patentées, celles qui présentent un bilan à l'administration fiscale ou qui sont affiliées à la Caisse nationale de sécurité sociale²².

✓ La majorité des entreprises patentées sont des PME

Selon les données de la Direction des statistiques, les entreprises comprenant moins de 50 salariés et pouvant être rangées dans la catégorie des PME (telles que définies par la charte de la PME) représenteraient 99% de l'ensemble des entreprises, dont plus de 60% exerçaient dans le secteur informel.

✓ Les entreprises présentant un bilan fiscal

Le nombre de PME qui déclarent un bilan à l'administration fiscale représenterait 92% de l'ensemble des contribuables, toutes activités confondues. En effet, ces entreprises réalisent un chiffre d'affaires annuel inférieur à 10 millions de dirhams.

✓ Les entreprises affiliées à la Caisse nationale de sécurité sociale

Selon les données de la CNSS, il est possible de conclure que le nombre des PME affiliées représente environ 90% du total des entreprises (y compris celle qui ne cotisent plus à la CNSS). Ces estimations n'incluent pas les entreprises du secteur informel, essentiellement des PME, qui ne s'identifient pas à la caisse.

1.1. Les contraintes d'ordre général

1.1.1. La faible contribution des PME dans le PIB

Malgré l'importance numérique des PME au sein du tissu productif, la part de leur contribution dans le PIB marocain reste faible.

²² Evaluation du secteur des petites et moyennes entreprises au Maroc – Etude effectuée pour le Secrétariat de la CNUCED dans le cadre du Programme Méditerranée 2000 – juin 2001.

En effet, si les PME représentaient 92% de l'ensemble des unités de production, elles ne procureraient que 10% de la valeur ajoutée et distribueraient 16% de la masse salariale, alors que les 8% que constituent l'ensemble des grandes entreprises créaient, en revanche, 90% de valeur ajoutée et distribuaient 84% de la masse salariale.

Ainsi, l'importance numérique des PME contraste avec leur faible participation à la création des richesses du pays. La part de la contribution de la majorité de PME à la valeur ajoutée ne dépasse guère 20% du PIB²³.

Or leur contribution pourrait être plus importante si les contraintes majeures à leur développement étaient atténuées, afin de faciliter une croissance et une répartition sectorielle et géographique plus équilibrée.

1.1.2. L'inégale répartition sectorielle et géographique des PME

Les données de la Direction des statistiques révèlent que 1% seulement exerce dans le secteur primaire (agricole). En revanche, les PME sont très fortement concentrées dans les activités commerciales et de services, avec 72% des PME dans le secteur tertiaire et 27% dans le secteur secondaire.

Par ailleurs, le nouveau découpage territorial, intervenu en 1996 et qui a donné lieu à l'institution de 16 régions économiques, a tenté de corriger les disparités héritées du découpage administratif colonial (distinction entre le « Maroc utile » et le « Maroc inutile »).

Cependant, l'examen de la faible répartition des PME par région économique s'explique par la persistance de grandes inégalités inter et intra-régionales.

Ces disparités se traduisent par une très forte concentration des PME dans la région du Centre, avec plus de 50% des PME. Les données de la Direction des statistiques, révèlent que le Grand Casablanca regroupe 41% des PME, les régions de Rabat-Salé-Khémisset 8%, de Tanger-Tétouan 9%, de Meknès-Fès 9% et que les 33% restants se répartissent sur les 14 autres régions.

1.2. Les contraintes liées à l'environnement économique et social

L'entrepreneur marocain est peu prédisposé à s'associer avec le capital-risqueur, essentiellement pour des raisons subjectives liées tant à sa psychologie, à sa culture, etc.

En effet, ce sont essentiellement des selfs « made man », qui trouvent des difficultés à développer leur entreprise pour les raisons suivantes :

- aversion vis-à-vis du risque ;
- imbrication entre les affaires de l'entreprise et ceux de la famille ;
- confusion entre l'actionnariat familial et le management de la société ;
- faible niveau de formation ;
- faible capacité organisationnelle ;
- caractère familial ne permettant pas de dépasser un certain stade de développement ;
- diversification horizontale (dans des secteurs d'activité différents) même en dehors du champs de compétence de l'entrepreneur ;
- la gestion est assurée par les membres de la famille abstraction faite de toute compétence managériale.

²³ Ministère de l'industrie, du commerce et de l'artisanat.

1.2.1. L'aversion de l'entrepreneur marocain au risque

Pour des raisons culturelles, les entrepreneurs sont assez réticents à partager leur pouvoir et à répartir les tâches entre divers centres de décisions. Il en résulte que les dirigeants ont souvent une appréciation erronée du risque à prendre, et que parfois l'extrême prudence les amène à prendre des décisions déraisonnables.

1.2.2. L'aversion au changement

Contrairement à la culture occidentale, et surtout à la culture américaine qui prévaut dans la Silicon Valley, le changement n'est pas la norme dans la culture marocaine. Les entreprises essaient d'empêcher le changement, et elle ne change qu'à regret, parfois trop tard, en tous cas le plus souvent sur un mode réactif et non proactif.

1.2.3. La personnalité de l'entrepreneur

Faute de moyens financiers, les gérants de PME ne s'entourent pas de cadres compétents pour renforcer leur capacité de gestion ou compenser leurs lacunes techniques en matière de marketing, comptabilité, finance, approvisionnement, production ou gestion des stocks.

Parmi les obstacles majeurs qui limitent le développement des PME, on relèvera d'une part, le taux d'analphabétisme particulièrement élevé parmi les dirigeants de PME, et d'autre part, une gestion de l'entreprise très fortement marquée par la personnalité du gérant qui en est généralement le propriétaire.

1.2.4. Les freins psychologiques de l'entrepreneur

Les motivations psychologiques de l'entrepreneur constituent parfois un frein sérieux au développement de l'entreprise. En effet, pour des raisons de statut social, de prestige, d'indépendance,... l'entrepreneur propriétaire refuse de céder une partie de son capital parce qu'il ne tolère pas une immixtion dans sa gestion et qu'il souhaite léguer à ses descendants l'affaire à laquelle il a consacré toute sa vie.

1.2.5. Le caractère familial de l'entreprise

Le tissu industriel et commercial des PME (et même de certaines grandes entreprises) au Maroc est composé essentiellement de sociétés à caractère personnel et familial qui trouve sa justification « dans le maintien du secret des affaires dans le cercle familiale ». Ce type d'entreprise présente certes des avantages immédiats, dont une forte solidarité entre les membres de la société, un réseau de communication interne simple et par conséquent une flexibilité et une rapidité dans la prise de décision centralisée.

Cependant, cette caractéristique présente certains inconvénients dont principalement l'imperméabilité à des compétences externes à la famille, l'absence d'orientation et de vision stratégique, la fragilité de la structure financière qui s'appuie uniquement sur les ressources de la famille et une organisation concentrée autour du père de la famille.

1.2.6. L'absence d'une culture managériale

Dans de nombreuses PME, le défaut d'une culture managériale constitue une menace sérieuse au développement des performances de celles-ci. Les dirigeants sont souvent désignés non pas sur la base de critères objectifs de compétence, mais pour leur appartenance à la famille, l'adhésion aux idées du patron, le lien avec un groupe influent, les interventions,... Dans ces conditions, l'entreprise se trouve entre les mains d'un staff moins compétent qu'il pourrait l'être.

1.2.7. Le manque de transparence de l'information

Une étude sur les relations banque-entreprises a révélé que «70% des entrepreneurs interrogés ne font jamais appel à des bureaux d'étude pour la préparation de leurs dossiers bancaires, alors qu'il est communément admis qu'un contrat ou un dossier de crédit contient des aspects juridiques dont seuls les initiés sont au courant »²⁴.

C'est pourquoi le capital-risqueur juge généralement les informations données par le promoteur insuffisantes et ambiguës. D'ailleurs, la plupart des dossiers présentés sont incomplets et ne répondent guère aux conditions normales de recevabilité.

Ainsi, la non-transparence de l'information ne permet pas de créer un climat de confiance entre le capital-risqueur et l'entrepreneur et aboutit dans la plupart des cas au rejet du dossier de financement.

1.2.8. La faiblesse des fonds propres et de l'autonomie financière

Une étude du Ministère du commerce et de l'industrie²⁵ a permis de confirmer une sous-capitalisation des entreprises d'une part et un déséquilibre financier structurel. En effet, la structure de financement de ces entreprises s'établit comme suit :

✓	Capitaux propres :	26%
✓	Dettes à long et moyen terme :	1%
✓	Crédits à court terme :	73%
Total		100%

Nous nous trouvons devant une situation paradoxale où le propriétaire (entrepreneur) cherche à préserver son autonomie de décision et refuse ainsi d'ouvrir son capital à des partenaires, au moment même où sa dépendance vis-à-vis des banques atteint des proportions dangereuses. Il s'agit en fait d'une autonomie fictive et fragile qui freine considérablement la croissance.

Par ailleurs, le succès de l'entreprise est rapidement utilisé pour améliorer la situation financière de la famille qui s'enrichit alors que l'entreprise s'appauvrit. Avec le temps, l'outil de production devient vite dépassé et l'entreprise perd sa compétitivité sur le marché.

Cette situation explique le taux élevé de « mortalité infantile » des entreprises familiales au Maroc ; ce qui explique en grande partie, ce que rapportent les statistiques, sur la disparition de plus de la moitié des entreprises au terme de leur première année d'existence.

1.2.9. Un environnement financier peu propice

L'absence de marché de cotation adapté aux PME, rend difficile la sortie des actionnaires minoritaires. La récente création du troisième compartiment de la bourse des valeurs ainsi que les conditions contraignantes d'introduction en bourse, ne sont pas adaptées aux véritables PME marocaines (obligation d'avoir 15Mdh en capital, ...)

2. CONTRAINTES LIEES A L'ENVIRONNEMENT INSTITUTIONNEL DU CAPITAL-RISQUE

Les contraintes d'ordre institutionnel, au développement du financement des PME par capital-risque peuvent être synthétisées en deux catégories principales : globales et spécifiques au capital-risque.

²⁴ La vie économique : « relation banque entreprise » – 06 / 11 / 1992.

²⁵ Etude réalisée par la direction de l'industrie, elle porte sur le secteur du textile et l'industrie de la confection au Maroc.

2.1. Contraintes propres à la réglementation en vigueur

La législation fiscale marocaine n'est pas neutre face aux deux grands modes de financement que sont l'endettement et les fonds propres. En effet, elle favorise le premier au détriment du second à tel point que l'investisseur préfère être un prêteur classique qu'un apporteur de fonds propres et ce pour plusieurs raisons :

- ✓ d'abord les augmentations de capital sont soumises au droit d'apport proportionnel ;
- ✓ les intérêts d'emprunts sont déductibles de base d'imposition de l'entreprise, alors que la rémunération des fonds propres subit une double imposition d'une part, au niveau de l'entreprise, par le biais de l'IS et d'autre part, au niveau des actionnaires par le biais de la retenue à la source ;
- ✓ enfin la rémunération des comptes courants d'associés est limitée au taux légal, et reste en deçà des taux d'intérêts des emprunts.

Il faut souligner que le système fiscal marocain pousse au surendettement bancaire et fait que « le rendement après impôt de l'investissement est supérieur à son rendement avant impôt »²⁶.

Par ailleurs, pour les promoteurs, l'augmentation de capital est réputée être un financement résiduel, coûteux, complexe, long à mettre en œuvre et conjoncturel. Aussi les formalités y afférentes découragent les entrepreneurs.

2.2. Contraintes spécifiques à l'activité de capital-risque

L'activité de capital-risque a enregistré un essor important ces dernières années en matière de financement des PME. Toutefois, il reste peu adapté à la PME pour les principales raisons suivantes :

- Les critères d'éligibilité des sociétés de capital-risque sont rigides et la prise du risque est limitée à l'accompagnement du développement des PME. Les PME innovantes ayant un potentiel de croissance constituent la cible des capital-risqueurs ;
- Le nombre de PME éligibles au financement par capital-risque est faible ;
- Malgré les efforts des organismes de capital-risque, le nombre de dossiers investis reste très limité. En effet, sur une centaine de dossiers présentés aux capital-risqueurs, il n'en concrétise qu'environ 4 dossiers ;
- Comme pour les banques, les capital-risqueurs ne prennent pas de risques et évitent d'intervenir dans les stades d'amorçage et de création d'entreprises, jugés trop risqués.

Par ailleurs, au Maroc, la réglementation propre au capital-risque tarde à voir le jour, malgré de réels efforts des professionnels du métier dans ce sens. En effet, après plus d'une dizaine d'année d'existence, le capital-risque marocain demeure toujours régi par les dispositions de droit commun aussi bien sur le plan juridique que fiscal.

2.2.1. Sur le plan juridique

Actuellement, l'activité de capital-risque au Maroc est exercée par le biais de structures juridiques de sociétés anonymes ou, rarement, de sociétés à responsabilité limitée, qui relèvent des dispositions des lois sur les sociétés.

²⁶ Extraites du rapport : « Renforcement du secteur privé au Maroc » Banque Mondiale août 1993

La nécessité de réserver un cadre juridique spécifique au capital-risque trouve sa justification dans les principaux éléments suivants :

- la reconnaissance de l'importance du financement par capital-risque, comme principal outil de développement des PME ;
- la professionnalisation du métier de capital-risque ;
- l'instauration de mesures de contrôle et prudentielles à travers l'intervention d'un organe régulateur, notamment lorsque l'on fait appel public à l'épargne ;
- la création d'un environnement juridique susceptible d'accueillir un dispositif fiscal incitatif ;

2.2.2. Sur le plan fiscal

L'activité de capital-risque est assimilée à une activité d'investissement en capital et donc soumise aux dispositions de droit commun relatives aux valeurs mobilières de placement. Bien que ces dispositions favorisent l'investissement de manière générale, elles demeurent insuffisantes pour créer une dynamique du secteur de capital-risque, véritable catalyseur du développement des PME.

Ainsi, l'absence d'un cadre spécifique au capital-risque est, non seulement, non encourageant, mais en plus pénalisant au secteur. En effet, la structure de financement par fonds propres à travers des organismes de capital-risque induit une double imposition dans le cadre des dispositions de droit commun. Les revenus qui remontent de la PME vers l'organisme de capital-risque subissent une première imposition dans les résultats de ce dernier, avant de supporter une seconde taxation entre les mains des investisseurs. Même si certaines dispositions de droit commun sont destinées à l'encouragement de l'investissement, elles demeurent insuffisantes.

Cette situation entraîne inévitablement un surcoût de l'investissement et, par conséquent, une dégradation de la rentabilité des fonds investis.

2.2.3. Sur le plan comptable et financier

En l'absence de dispositions comptables spécifiques au capital-risque, les organismes de capital-risque se conforment aux dispositions de la Norme Générale Comptable et du Plan Comptable Général des Entreprises tel que prévu par la loi n°9-88. Cependant, dans la pratique, certains professionnels ont du mal à voir leur chiffre d'affaires, représentant le fruit de leur exploitation, passer en bas du compte de produits et charges (CPC).

En effet, ce chiffre d'affaires est composé essentiellement de dividendes et de plus-values provenant de leurs participations, enregistré dans les résultats financiers et non courant, et non dans le résultat d'exploitation.

Par ailleurs, sur le plan financier, il est regrettable de constater l'absence d'un marché financier actif et dynamique représentant la sortie privilégiée du capital-risqueur.

2.3. Des contraintes diverses

Nous pouvons citer d'autres contraintes et obstacles au développement du capital-risque au Maroc. Nous avons relevé en particulier :

- L'absence d'une base de données qualitative et quantitative sur l'activité des entreprises en générale. En effet, le manque d'informations financières sur les entreprises par secteur d'activité, pénalise les capital-risqueurs dans l'étude et l'analyse des projets qui leur sont présentés. Rappelons qu'en France, par exemple, il existe au moins la centrale

des bilans consultable à volonté, et qui offre des comparables dans divers secteurs d'activité.

- L'absence d'un code déontologique de la profession de capital-risque est un véritable handicap à la professionnalisation du métier et à l'instauration de pratiques et d'éthiques qui assurent l'intégrité du métier.
- Enfin, le rôle et la représentativité de l'AMIC en tant que coordinateur et initiateur d'actions pour la défense des intérêts des professionnels du capital-risque, est encore faible. En effet, sur une quinzaine d'organismes de capital-risque, seulement quatre sont adhérent à l'AMIC ; ce qui explique en partie, son intervention limitée et son influence minime sur le métier.

CONCLUSION DE LA PARTIE I

Les expériences internationales démontrent l'importance du capital-risque et son rôle dans le développement économique de manière générale et du tissu des petites et moyennes entreprises en particulier.

Au Maroc, ce mode de financement est d'origine relativement récente. Néanmoins, il commence à se développer de plus en plus avec l'apparition d'une quinzaine de fonds (qui n'étaient que trois fonds il y'a moins de dix ans). Le capital-risque représente actuellement un marché d'environ deux milliards et demi de dirhams.

Cependant, le développement du capital-risque est entravé par un ensemble de barrières qui empêchent son véritable décollage en tant mode de financement à part entière. De même, il ne peut avoir un réel intérêt pour les investisseurs en l'absence d'un cadre spécifique, notamment juridique et fiscal.

Ce cadre, qui fera l'objet de la seconde partie du mémoire, aura pour but de sécuriser l'épargne, de rassurer l'investisseur, de réglementer et professionnaliser la profession et de fournir une base d'incitation à l'activité de capital-risque au Maroc.

PARTIE II. PROPOSITION D'UN CADRE JURIDIQUE, FISCAL ET COMPTABLE SPECIFIQUE AU CAPITAL-RISQUE AU MAROC

INTRODUCTION DE LA PARTIE II

Comme nous avons pu le constater dans les pays avancés en matière de capital-risque, le développement de ce dernier est fortement lié à l'existence d'un cadre spécifique incitatif. En effet, il est nécessaire de définir un environnement approprié couvrant l'ensemble des aspects suivants : économique, juridique, fiscal, comptable,...

Dans ce contexte, et après avoir étudié en détail le cadre d'exercice de l'activité de capital-risque dans différents pays, notamment la France, nous traiterons dans la présente partie, les domaines suivants :

- sur le plan juridique, il s'agit de compléter le cadre actuel et en projet. En effet, après avoir étudié les dispositions de droit commun applicables au capital-risque, nous analyserons en détail le projet de loi sur l'activité de capital-risque et présenterons des remarques et propositions pour son amélioration ;
- sur le plan fiscal, il s'agit de créer un cadre incitatif. En effet, les pouvoirs publics et les professionnels du capital-risque cherchent actuellement à concevoir un cadre fiscal encourageant. Après avoir étudié le régime de droit commun, nous proposerons un régime spécifique d'appui au capital-risque. cette étude sera complétée par un cas pratique chiffré ;
- sur le plan comptable, il s'agit d'adapter le cadre aux spécificités du capital-risque. En effet, le cadre actuel des normes comptables marocaines est propice. Il nous a semblé nécessaire d'accommoder certaines de ses dispositions et e les rapprocher aux normes internationales.

Chapitre 1. VERS UN CADRE JURIDIQUE PROPRE AU CAPITAL-RISQUE

Rappelons le, il n'existe pas aujourd'hui de cadre juridique spécifique à l'exercice de l'activité de capital-risque au Maroc, à l'exception toutefois des dispositions générales prévues par la loi relative à la charte de la PME.

Pour remédier à cela, l'Association marocaine des investisseurs en capital (AMIC) a conçu, courant 2002, un projet de loi réglementant pour la première fois l'activité de capital-risque au Maroc, en collaboration avec la Direction du Trésor, le CDVM et la Direction des Impôts. Ce projet de loi est actuellement arrêté et transmis au secrétariat général du Gouvernement (SGG).

Le retard accusé dans l'apparition de ce projet de loi est dû essentiellement au faible nombre de sociétés qui ne justifiait pas la promulgation d'une loi (deux ou trois initialement au début des années 90), d'une part et au rôle peu influent de l'Association des investisseurs en capital (AMIC) qui devait être un catalyseur pour l'organisation et le développement de la profession, d'autre part.

Nous procéderons tout d'abord à la présentation de cadre juridique applicable au capital-risque, qui comprend les dispositions de droit commun relatives aux sociétés anonymes d'une part, et les dispositions spécifiques au capital-risque contenues dans la charte de la PME. Nous analyserons ensuite ses principales limites au développement du capital-risque au Maroc.

Section 1. ANALYSE DU CADRE JURIDIQUE ACTUEL DU CAPITAL-RISQUE AU MAROC

1. PRESENTATION DU CADRE JURIDIQUE APPLICABLE AU CAPITAL-RISQUE

1.1. Cadre de droit commun

En l'absence d'un cadre juridique spécifique, le capital-risque est actuellement exercé au Maroc selon les dispositions de droit commun.

En effet, qu'il s'agisse de société de capital-risque ou de fonds de capital-risque installé au Maroc, les OPCR sont essentiellement constitués sous la forme de société anonyme de droit commun et rarement sous la forme de société à responsabilité limitée.

Pour les OPCR constitués sous la forme de société anonyme, ils optent pour l'un des modes de gestion prévus par la loi 17/95 relative aux sociétés anonymes, à savoir :

- **Société anonyme à conseil d'administration :**
 - Le conseil d'administration se compose d'au moins 3 administrateurs et au plus 12, voire 15 si la société fait appel à l'épargne public.
 - Les administrateurs sont tous actionnaires. Ils doivent détenir au moins une action pour garantir leur gestion.
 - Ils sont nommés pour une durée qui ne peut excéder 6 ans, sauf stipulation contraire des statuts.
 - Les décisions sont prises à la majorité des membres présents ou représentés.
 - Le conseil d'administration est présidé par une personne obligatoirement physique. Le président du conseil d'administration est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir dans l'intérêt de la société.
- **Société anonyme à directoire et conseil de surveillance :**

Ce mode de fonctionnement des sociétés anonymes distingue les fonctions de gestion de celles de contrôle.

Le directoire :

- Le directoire est un organe collégial, dont le nombre de membres est fixé par les statuts. Toutefois ce nombre ne peut être supérieur à 5 ou 7 si la société fait appel public à l'épargne.
- Dans les sociétés anonymes dont le capital est inférieur à 1.500.000 Dirhams, les fonctions attribuées au directoire peuvent être exercées par une seule personne, qui prend dans ce cas, le titre de directeur général unique.
- Les membres du directoire peuvent être pris en dehors des actionnaires.
- La loi ne contient aucune disposition relative aux modalités de décisions du directoire. Les dirigeants ou les statuts ont donc toute liberté pour fixer la cadence des réunions, au besoin par un règlement intérieur.
- Le directoire est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la société dans les seules limites de l'objet social et sans empiéter sur les pouvoirs expressément attribués par la loi au conseil de surveillance et aux assemblées d'actionnaires.

Le conseil de surveillance :

- Le conseil de surveillance doit être composé de 3 membres au moins et de 12 membres au plus ; ce nombre est porté à 15 dans les sociétés dont les actions sont inscrites à la cote officielle de la bourse des valeurs.
- Les membres du conseil de surveillance doivent être actionnaires et détenir au moins une action de garantie.
- Le conseil de surveillance élit en son sein un président et un vice-président. A peine de nullité de leur nomination, le président et le vice-président doivent être des personnes physiques.
- Le conseil de surveillance exerce le contrôle permanent de la gestion de la société par le directoire.
- Les prérogatives du conseil de surveillance peuvent être étendues en insérant dans les statuts une liste non limitative d'actes qui seront soumis à autorisation préalable du conseil.
- Les décisions sont prises à la majorité des membres présents ou représentés, sauf disposition contraire des statuts prévoyant une majorité plus forte.

Dotées d'un capital social de 300 mille dirhams minimum à la constitution, les sociétés anonymes doivent, lorsqu'elles font appel public à l'épargne disposer d'un capital de trois millions de dirhams au minimum.

Les sociétés anonymes doivent être soumises à un contrôle externe assuré par le commissaire aux comptes :

- Un commissaire aux comptes doit obligatoirement être désigné (deux commissaires au moins lorsque la société fait appel public à l'épargne) ;
- Les commissaires aux comptes sont nommés pour une durée de 3 ans et soumis à des règles d'incompatibilité définies par la Loi.
- Pour l'essentiel, les commissaires aux comptes effectuent des audits annuels selon les standards internationaux et examinent les conventions réglementées.

Les actionnaires de la société anonyme ont un droit de communication exercé à deux niveaux : la communication préalable à une assemblée d'une part, et la communication permanente, d'autre part.

- La communication préalable : consultation de documents sociaux au siège social ou au lieu de la direction administrative de la société.
- La communication permanente porte sur la consultation des documents suivants sur les trois derniers exercices :
 - ✓ l'inventaire, les états de synthèses écoulés, arrêtés par le conseil ;
 - ✓ le rapport du commissaire aux comptes...

Néanmoins, il existe un texte récent qui traite du cadre global d'exercice de l'activité de capital-risque. Il s'agit en effet de la charte de la PME qui énonce les principaux organismes spécialisés en capital-risque, tout en laissant le soin à des textes spécifiques de les traiter en détail.

1.2. La loi relative à la charte de la PME : l'unique texte actuel prévoyant des dispositions relatives à l'activité de capital-risque

Conscient de l'importance et du rôle que joue l'initiative privée dans le développement économique et social, les pouvoirs publics n'ont pas manqué d'apporter à la petite et moyenne entreprise (PME) l'appui nécessaire sur le plan de la législation et du financement.

C'est ainsi que la charte de la PME²⁷ prévoit un ensemble de dispositions relatives au financement de la PME, notamment le financement par capital-risque. Dans son article premier, la charte a institué des nouveaux organismes de financement destinés à financer la PME ; il s'agit des fonds collectifs d'investissement, des sociétés d'investissement en capital, des organismes de capital-risque ou des organismes financiers.

Ces organismes de financement ont été définis par la charte comme suit :

- **Organismes de financement par prêt :**

- *Sociétés régionales de financement (SRF)* : elles exercent leurs activités dans le cadre de la région, telle que définie par la loi n° 47-96 relative à l'organisation de la région. Elles ont pour objet exclusif l'octroi de prêts destinés au financement des besoins d'investissement et d'exploitation des PME.
- *Organismes de crédit mutuel et coopératif (OCMC)* : il s'agit de toute coopérative constituée conformément à la loi n°24-83²⁸, par des PME et dont l'objet est l'exercice au profit exclusif de ses membres de l'activité d'établissement de crédit.

- **Organismes de financement par capital :**

- *Fonds collectifs d'investissement en capital (FCIC)* : dépourvu de la personnalité morale, le FCI a pour objet la détention en copropriété pour une part supérieure à 50% de son actif total, de titres de capital ou de créances émis par des sociétés de capitaux ayant la qualité de PME et non inscrites à la cote de la bourse des valeurs.
- *Sociétés d'investissement en capital (SIC)* : c'est une société anonyme dont l'objet est exclusivement la gestion d'un portefeuille composé pour une part supérieure à 50% de son actif total, de valeurs mobilières sous forme de prises de participations dans le capital de sociétés de capitaux ayant la qualité de PME, non cotées.
- *Société de capital-risque (SCR)* : il s'agit de sociétés marocaines par actions dont l'objet social est exclusivement le financement en fonds propres et quasi-fonds propres de sociétés et dont la situation nette comptable est représentée de façon constante à concurrence de 50% au moins d'actions, parts et certificats d'investissement et de toutes formes de dettes convertibles ou remboursables en actions de petites et moyennes entreprises (PME).
- *Fonds communs de placement à risque (FCPR)* : ce sont des fonds communs de placement (FCP) tels que définis par le dahir relatif aux OPCVM²⁹, sauf dérogations et conditions prévues par une loi spécifique. L'actif d'un FCPR doit être constitué de façon constante, à concurrence de 50% au moins en actions, parts et certificats

²⁷ Dahir n° 1-02-188 du 12 joumada I 1423 (23 juillet 2002) portant promulgation de la loi n° 53-00 formant charte de la petite et moyenne entreprise (PME).

²⁸ Loi n°24-83 fixant le statut général des coopératives et les missions de l'Office du développement de la coopération.

²⁹ Dahir n°1-93-213 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif aux OPCVM

d'investissement et de toutes formes de dettes convertibles ou remboursables en actions d'entreprises ayant la qualité de PME.

La charte se limite, ainsi, à énoncer les différents organismes d'investissement en capital et relègue le soin de préciser les dispositions qui leur sont applicables à des textes spécifiques.

En matière de fiscalité, la charte stipule que le régime fiscal applicable aux organismes de capital-risque (SCR et FCPR) sera le même que celui applicable aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et ce, dans les conditions et selon les taux fixés par la loi de finances.

Par ailleurs, dans son article 52, la charte de la PME annonce également des réductions d'impôt général sur le revenu, à fixer par la loi de finances, accordées aux personnes physiques qui souscrivent en numéraire au capital initial ou aux augmentations de capital d'une PME ainsi qu'à celles qui souscrivent en numéraire au capital initial ou aux augmentations de capital d'une société d'investissement en capital, d'une société régionale de financement des PME ou à des parts d'un fonds collectif d'investissement en capital.

2. LIMITES DU CADRE JURIDIQUE ACTUEL

L'exercice de l'activité de capital-risque dans le cadre du droit commun n'est pas sans inconvénients ou contraintes au développement de l'activité. En effet, la nécessité de réserver un cadre juridique spécifique au capital-risque trouve sa justification dans les principaux éléments suivants :

- **la nécessité d'une reconnaissance de l'importance du financement par capital-risque, comme principal outil de développement des PME :**

Depuis quelques années, les pouvoirs publics accordent une importance particulière aux petites et moyennes entreprises (PME) qui jouent un rôle important au niveau de la création de l'emploi. En effet, les PME forment près de 98% du tissu productif national, mais participent peu à la création de la valeur ajoutée nationale.

La faible contribution de la PME à la création de la richesse nationale est imputable à plusieurs facteurs : l'absence d'une stratégie globale propre à la PME, la complexité des procédures administratives ainsi que les problèmes d'accès au foncier, aux marchés et aux financements.

Conscients de l'importance de développer et diversifier les financements en faveur des PME, les pouvoirs publics ont instauré les prémises d'une réglementation spécifique au capital-risque, à travers la charte de la PME. Cependant, cette réglementation demeure incomplète et loin de répondre aux attentes des intervenants en capital-risque.

- **la nécessité d'une professionnalisation du métier de capital-risque :**

Le capital-risque est exercé actuellement par des professionnels du métier qui n'ont rien à envier à ceux des pays avancés en la matière. Cependant, il est nécessaire d'instaurer un cadre d'exercice du métier par le respect des normes de qualité qui permettent d'assurer, quelque soit la nature de l'intervenant, une qualité de service et de prestation irréprochable.

Ainsi, les organismes de capital-risque ou leur société de gestion doivent avoir les compétences disposant de la formation et de l'expérience nécessaires.

- **la nécessité d'allègement des contraintes juridiques et fiscales**

L'investissement en capital-risque est une opération qui se décide en fonction d'une opportunité qui se présente pour l'organisme de capital-risque et dont l'objectif est une sortie à terme avec une plus value.

Afin d'assurer le bon déroulement de cette opération, il est nécessaire d'alléger les contraintes administratives et les impositions fiscales lourdes.

- **l'instauration de mesures prudentielles et de contrôle à travers l'intervention d'un organe régulateur, notamment lorsque l'on fait appel public à l'épargne ;**

Cette exigence est d'autant plus importante quand les organismes de capital-risque font appel public à l'épargne. Dans ce cas, le recours à un régulateur, tel que le CDVM, est une nécessité pour garantir l'épargne et rassurer les investisseurs en capital-risque.

- **la nécessité de création d'un environnement juridique susceptible d'accueillir un dispositif fiscal incitatif ;**

Le capital-risque dans les pays avancés s'est développé grâce, entre autres, à l'instauration de mesures fiscales incitatives. Celles-ci sont nécessairement précédées de l'institution d'un cadre juridique approprié.

C'est dans ce contexte que les professionnels du capital-risque ont développé un projet de loi relatif à l'activité de capital-risque.

Section 2. PRESENTATION DU PROJET DE LOI RELATIF A L'ACTIVITE DU CAPITAL-RISQUE AU MAROC

1. CONTEXTE ET OBJECTIFS DU PROJET DE LOI

Le projet de loi est largement inspiré de la pratique internationale et des textes juridiques et fiscaux des pays plus avancés en la matière (principalement la France). Il constitue en réalité une adaptation de ces textes au cas marocain.

Il s'est fixé comme objectif principal, la professionnalisation du métier de capital-risque et la protection des investisseurs et des épargnants, en offrant un cadre juridique adapté pouvant accueillir un dispositif fiscal incitatif.

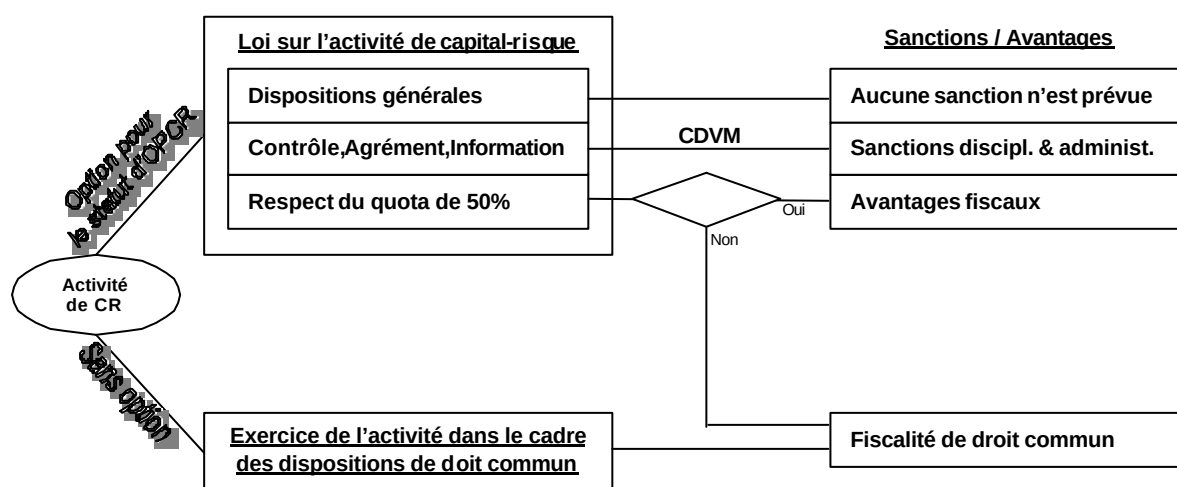
L'esprit de la loi vise les principaux objectifs suivants :

- professionnaliser le métier de capital-risque au Maroc ;
- inciter les organismes de placement en capital-risque OPCR à investir au moins 50% de leur situation nette dans des PME, au sens de la charte de la PME, non cotées en bourse ;
- assurer une protection des souscripteurs aux fonds des OPCR ;

Pour exercer l'activité de capital-risque au Maroc, le projet de loi stipule que l'organisme de placement en capital-risque (OPCR) doit remplir un certain nombre de conditions tenant à son statut juridique et à ses membres ainsi qu'à la composition de ses actifs.

A l'inverse du modèle français, dont la notion de société de capital-risque (SCR), par exemple, relève du droit fiscal, l'activité de capital-risque au Maroc devra être régie par les dispositions d'un texte juridique, en l'occurrence la loi qui est en projet actuellement.

Nous pouvons résumer dans le schéma suivant, l'esprit global des dispositions régissant le futur cadre juridique et fiscal du capital-risque au Maroc :



Ainsi, nous pouvons en déduire que la loi présente à la fois, un caractère facultatif et un caractère obligatoire :

- le caractère facultatif :

En effet, il n'est pas obligatoire de se conformer aux dispositions de la loi pour exercer l'activité de capital-risque. Les intervenants peuvent très bien choisir l'exercice de leur activité dans le cadre du droit commun, comme ils peuvent opter, par transformation, au statut d'OPCR en se conformant aux dispositions de la loi (refonte des statuts, désignation d'une société de gestion agréée, dépôt au CDVM d'une note d'information).

La loi n'a pas prévu de sanctions à l'encontre des organismes qui exercent l'activité de capital-risque en dehors de son cadre. Ainsi, il n'est pas obligatoire, par exemple, de respecter le quota de 50%. On comprend donc par là que la sanction viendrait de l'exclusion des avantages fiscaux.

- le caractère obligatoire :

Afin de garantir une sécurité de l'investissement dans le capital-risque, la loi a prévu le CDVM en tant qu'autorité de régulation du métier. A cet effet, elle prévoit un ensemble de dispositifs de contrôle par le CDVM assortis de sanctions disciplinaires et administratives. Les organismes de capital-risque qui optent ainsi, pour le statut de capital-risque, tel que prévu par la loi, se voient contraint de respecter ces dispositions.

Au terme du projet de loi, l'activité de capital-risque devra être régie par les textes suivants :

- la loi sur l'activité de capital-risque ;
- le dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 relatif au CDVM et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne ;
- la loi formant la Charte de la PME dans la mesure où elle est compatible avec la loi sur le capital-risque, ainsi que des textes pris pour leur application ;
- la loi n° 17-95 du 30 août 1996 relative aux sociétés anonymes ;
- la loi n° 5-96 du 13 février 1997 régissant les sociétés en commandite par actions.

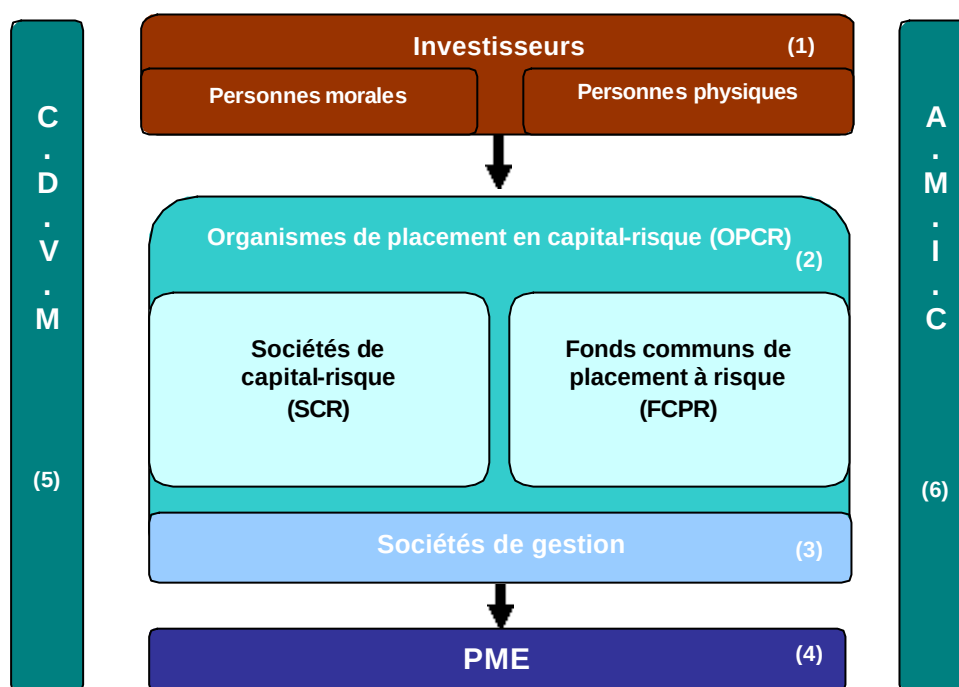
Cependant, ne seront pas applicables à l'activité de capital-risque les textes suivants :

- Les dispositions des articles 960 à 981 du dahir du 9 ramadan 1331 (12 août 1913) formant Code des obligations et contrats ;
- Le dahir portant loi n° 1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux organismes de placement collectifs en valeurs mobilières.

2. CONDITIONS D'EXERCICE DE L'ACTIVITE DE CAPITAL-RISQUE

2.1. Les intervenants dans le capital-risque

Le schéma suivant représente les différents intervenants dans le métier de capital-risque au Maroc tel que prévu par le projet de loi relative à l'activité de capital-risque :



Les principaux intervenants sur le marché du capital-risque, identifiés dans le projet de loi, sont les suivants :

- **les investisseurs (1)** (personnes morales ou personnes physiques) détiennent des ressources à long terme et souhaitent les faire fructifier à travers les organismes de placement en capital-risque (OPCR). Ils perçoivent soit des dividendes de leurs participations soit des plus values à la sortie. La loi n'évoque par les Business Angels : ce sont des investisseurs directs, en général du monde des affaires, capables d'investir leurs capitaux et leurs temps, c'est-à-dire leur expertise et savoir faire, dans des projets offrant de réelles perspectives lucratives lors de la cession de leur participation.
- **les OPCR (2)**, représentés par les Sociétés de Capital-risque (SCR) et les Fonds Communs de Placements à Risques (FCPR), sont deux structures qui exercent l'activité de capital-risque ; leurs ressources leurs sont confiées par les investisseurs, qui en attendent des rendements plus élevés que les placements classiques. Les OPCR perçoivent soit des dividendes de leurs participations soit des plus values à la sortie qu'ils répercutent sur les investisseurs.
- **les sociétés de gestion (3)** sont des sociétés dont l'activité consiste exclusivement dans la promotion et la gestion d'un ou plusieurs OPCR ainsi que les opérations s'y rapportant. La société de gestion perçoit, en contrepartie de ses prestations, des honoraires de gestion ainsi que la rémunération de ses prestations.

- **les bénéficiaires (4)**, que sont les PME, prêts à ouvrir leur capital à des OPCR pour accueillir les financements et l'assistance nécessaires à leur développement et à la réussite de leurs projets.
- **le CDVM (5)**, le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières a un rôle de contrôle permanent des OPCR et de leurs sociétés de gestion, afin de s'assurer qu'ils respectent les dispositions légales et réglementaires qui leur sont applicables.
- **l'AMIC (6)**, l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital a pour rôle de sensibiliser ses membres sur l'observation des dispositions légales et réglementaires qui leurs sont applicables. Elle étudie les questions intéressant l'exercice de la profession, notamment l'amélioration des techniques de capital-risque, la création de services communs, la formation du personnel et les relations avec les représentants des employés.

2.2. Conditions tenant au statut juridique de l'OPCR

Au sens du projet de loi, l'activité de capital-risque est exercée par des Organismes de placement en capital-risque (OPCR) qui peuvent être soit des sociétés de capital-risque (SCR), soit des Fonds communs de placement à risque (FCPR).

Les OPCR sont constitués à l'initiative d'une société de gestion promoteur. Préalablement à sa constitution, la société de gestion est tenue de soumettre au CDVM les statuts, le règlement de gestion ou le mandat de gestion, selon le cas, et un document d'information relatif à l'OPCR.

Lorsque l'OPCR fait appel public à l'épargne, un second agrément du CDVM est exigé pour le document d'information, avant qu'il ne soit remis ou mis à la disposition des futurs souscripteurs.

Sur le plan comptable, la comptabilité des OPCR est tenue selon la Norme Générale Comptable et par le Plan Comptable Général des Entreprises³⁰.

2.2.1. Fonds communs de placement à risque (FCPR)

Les FCPR sont une copropriété de valeurs mobilières et de liquidités dont les parts sont émises et cédées dans les conditions et les formes fixées par leur règlement de gestion. Ils n'ont pas la personnalité morale et les parts qu'ils émettent sont assimilées à des valeurs mobilières. Il faut noter que les FCPR ne font pas partie des Organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM).

Un FCPR est constitué dès la signature de son règlement de gestion par la société de gestion et les premiers souscripteurs. Organisme de gestion de valeurs mobilières de placement, le FCPR a pour objet de détenir des titres de sociétés en lieu et place de ses porteurs. Les porteurs acquièrent des parts du fonds représentant une fraction de ces titres. Le règlement de gestion du FCPR précise les modalités de gestion du fonds et les conditions de libération des apports qui lui sont faits.

2.2.2. Sociétés de capital-risque (SCR)

Les SCR sont des sociétés par actions (sociétés anonymes, société en commandite par actions,...), régies par les dispositions de droit commun et celles de la loi sur le capital-risque et dont l'actif est constitué exclusivement de valeurs mobilières et de liquidités.

³⁰ Loi n° 9 88 promulguée par le dahir n° 1 92 138 du 30 Joumada II 1413 (25 décembre 1992)

Pour tenir compte des spécificités de l'activité de capital-risque, et par dérogation aux dispositions de la loi relative aux sociétés anonymes, les actions représentatives d'apports en numéraire émises par les SCR peuvent être libérées en une ou plusieurs fois, dans un délai maximum de cinq ans. Les SCR peuvent aussi procéder à une ou plusieurs augmentations de capital par apports en numéraire sans qu'il soit nécessaire de libérer auparavant la totalité du capital déjà souscrit.

Il importe de préciser que les sociétés existantes peuvent acquérir la qualité de SCR par la mise en conformité de ses statuts avec la loi, la désignation d'une société de gestion agréée et le dépôt au CDVM d'un document d'information.

La loi ne prévoit pas de modalités de transformation de fonds en FCPR, pour la simple raison que les fonds existants actuellement sont soit installés à l'étranger, dans une zone franche, soit constitués sous la forme juridique de société anonyme.

2.3. Conditions tenant aux membres de l'OPCR

Afin d'instaurer une certaine indépendance vis-à-vis de la PME financée, condition nécessaire à la transparence et au développement du métier, le texte de loi stipule qu'une personne physique, son conjoint et leurs ascendants et descendants ne peuvent pas détenir ensemble, directement ou indirectement, plus de 30% des droits dans les bénéfices d'un OPCR, s'ils détiennent, directement ou indirectement, 40% des droits de vote de l'une des PME constituant le portefeuille de l'OPCR et admises pour le calcul de l'affectation minimale.

2.4. Conditions relatives à la société de gestion des OPCR

2.4.1. La mission des sociétés de gestion

Un OPCR est géré obligatoirement par une société de gestion, agréée par le CDVM, dont l'activité consiste exclusivement en la promotion et la gestion d'un ou plusieurs OPCR ainsi que les opérations s'y rapportant.

A l'inverse du modèle français, la SCR doit avoir, au même titre que le FCPR une société de gestion. Il s'agit d'une différence fondamentale dans la conception des organismes de capital-risque. Cette situation présente des avantages et des inconvénients.

2.4.2. Conditions d'agrément de la société de gestion des OPCR

Afin de garantir un certain professionnalisme, la société de gestion des OPCR doit, au préalable, obtenir un agrément auprès du CDVM, sur la base de son organisation humaine et matérielle ainsi que de son expertise professionnelle.

Dotées d'un capital minimum de 1 millions de dirhams, les sociétés de gestion peuvent gérer un ou plusieurs OPCR. Une liste des sociétés de gestion d'OPCR agréées est publiée régulièrement par le CDVM.

En cas de retrait d'agrément de la société de gestion, une nouvelle société de gestion, dûment agréée, doit être choisie sans délai par chacune des SCR gérées par la société ayant perdu son agrément. Pour les FCPR, leur règlement de gestion doit préciser les conditions et les modalités de substitution de leur société de gestion.

Le projet de loi prévoit les modalités de liquidation et de remplacement des sociétés de gestion aussi bien pour les SCR que pour les FCPR.

2.5. Modalités de contrôle des OPCR

Le texte de loi prévoit un ensemble de contrôles pour les OPCR qui font intervenir d'une part, le CDVM et, d'autre part, le commissaire aux comptes.

2.5.1. Le contrôle par le CDVM

Le CDVM exerce un contrôle permanent sur les OPCR et leurs sociétés de gestion. Il s'assure du respect des conditions ayant présidé à l'octroi de l'agrément aux sociétés de gestion, des bonnes pratiques professionnelles, des obligations d'information et des dispositions relatives au placement en titres de PME.

Il faut noter que la responsabilité de l'information est attribuée dans le cas de la SCR à ses dirigeants qui peuvent, le cas échéant déléguer le soin de les établir à la société de gestion ; Tandis que dans le cas du FCPR, cette responsabilité revient à la société de gestion.

Par ailleurs, le CDVM porte à la connaissance des SCR et des porteurs de parts des FCPR les irrégularités commises par leurs sociétés de gestion et qu'il constate à l'occasion de l'exécution de sa mission.

Le CDVM perçoit à l'occasion de sa mission, de la part des OPCR, une commission annuelle représentant au maximum un pour mille de l'actif net des OPCR. Il perçoit également une autre commission plafonnée également à un pour mille du montant de l'émission, à l'occasion du visa du document d'information d'un OPCR.

2.5.2. Le contrôle par le commissaire aux comptes

Les SCR et les sociétés de gestion sont tenues de désigner un commissaire aux comptes pour trois exercices.

Le texte de loi définit la mission permanente du commissaire aux comptes comme étant la vérification des livres et valeurs de l'OPCR et le contrôle de la régularité et de la sincérité des comptes de ce dernier, à l'exclusion de toute immixtion dans la gestion. Il a pour rôle également de vérifier la sincérité des informations afférentes à la situation financière, préalablement à leur diffusion. Il apprécie tout apport en nature et établit sous sa responsabilité un rapport relatif à son évaluation.

En plus de l'obligation d'information du conseil d'administration ou du directoire et du conseil de surveillance prévue par la loi relative aux sociétés anonyme, le commissaire aux Comptes porte, sans délai, à la connaissance du CDVM les irrégularités et inexactitudes qu'il aurait relevées dans l'exercice de ses fonctions. Il demeure soumis aux règles d'incompatibilité prévues par la loi 17-95 relative aux sociétés anonymes.

2.6. Sanctions prévues

Le projet de loi prévoit une série de sanctions par le CDVM d'ordre disciplinaires et administratives. Cependant, il est à noter qu'aucune sanction n'est prévue pour le non respect du quota de 50%.

Nous en déduisons donc que, d'une part le respect des disposition de la loi est facultatif et, d'autre part, cette sanction serait plutôt d'ordre fiscal, c'est-à-dire qu'en cas de non respect de ce quota, l'OPCR ne bénéficiera pas de certains avantages fiscaux.

2.7. Dispositions diverses

- La loi prévoit que la comptabilité des OPCR soit tenue conformément à la Norme Générale Comptable et au Plan Comptable Général des Entreprises annexés à la loi n°9-88 promulguée par le dahir n° 1 92 138 du 30 Joumada II 1413 (25 décembre 1992). Par ailleurs, le projet de loi ne s'est pas prononcé sur les mesures fiscales spécifiques aux OPCR et les renvoie aux lois de finances.
- Adhésion à l'Association Marocaine des investisseurs en Capital (AMIC) : Toute société de gestion d'OPCR est tenue d'adhérer à l'AMIC, qui a pour mission d'étudier les questions concernant la profession, notamment l'amélioration des techniques de capital-risque, la création de services communs, la formation du personnel et les relations avec les représentants des employés.
- Possibilité de contracter des emprunts : Afin de renforcer ses fonds propres, un OPCR peut contracter des emprunts dans la limite d'un seuil déterminé par rapport à sa situation nette. Cette limite ne s'applique pas aux refinancements accordés par des institutions financières, en vue de promouvoir l'activité de capital-risque.

3. CONDITIONS TENANT A LA COMPOSITION DES ACTIFS DE L'OPCR

Pour exercer l'activité de capital-risque, les OPCR doivent avoir pour objet exclusif, le financement en fonds propres et quasi fonds propres de titres de sociétés, et avoir une **situation nette comptable** représentée de façon constante à concurrence de **50 % au moins** de fonds propres et quasi-fonds propres de titres de PME.

3.1. Modalités de calcul de la situation nette de l'OPCR

Dans le souci de rendre le capital-risque comme un vecteur essentiellement destiné à financer le tissu économique de la PME marocaine, le législateur a imposé aux OPCR d'investir au moins un quota de 50% de leur situation nette dans des PME répondant à certaines conditions. Les modalités de détermination de la situation nette de référence de l'OPCR sont d'ordre général et particulier.

3.1.1. Modalités générales

L'approche du quota de 50% doit s'apprécier par rapport à la notion même de cette situation nette.

3.1.1.1. Définition de la situation nette

Il nous semble qu'en l'absence d'une définition précise par le projet de loi, le législateur entend par «situation nette », les capitaux propres de l'entreprise. Les capitaux propres assimilés, comprenant les subventions d'investissement et les provisions réglementées, ne sont pas pris en considération dans le calcul de la situation nette.

Selon le code général de normalisation comptable (CGNC), les capitaux propres sont formés du « capital » de l'entreprise, des compléments d'apports tels que les primes (d'émission, de fusion...), de l'écart de réévaluation le cas échéant, des réserves et reports à nouveau ainsi que des résultats nets non affectés y compris le résultat net de l'exercice.

3.1.1.2. Situation nette de référence

Le projet de loi ne précise pas si la situation nette de la PME, utilisée pour le calcul du quota de 50%, est obtenue avant ou après l'affectation des résultats, notamment lorsqu'on établit des situations semestrielles.

3.1.1.3. Apports de fonds propres

Pour le calcul de la situation nette, les apports en fonds propres de l'OPCR peuvent être effectués dans les conditions suivantes :

- ✓ les actions représentatives d'apports en numéraire émises par les SCR sont libérées en une ou plusieurs fois, dans un délai qui ne peut excéder cinq ans, sans obligation de libération de minimum à chaque souscription ;
- ✓ les SCR peuvent procéder à une ou plusieurs augmentations de capital par apports en numéraire sans qu'il soit nécessaire de libérer auparavant la totalité du capital déjà souscrit.
- ✓ les conditions et les modalités de libération des apports du FCPR sont précisées par son règlement de gestion ;
- ✓ les actions représentatives d'apport en nature faits à un OPCR doivent être libérées intégralement lors de leur émission.

3.1.2. Modalités particulières : Conditions tenant aux participations dans l'OPCR

Les dirigeants des PME, leurs conjoints, ascendants et descendants, ne doivent pas détenir ensemble ou à titre individuel, directement ou indirectement, une participation de plus de 20% du capital social de la SCR ou des parts émises par le FCPR.

3.2. Composition des titres formant le quota de 50%

Les OPCR doivent avoir une situation nette comptable représentée de façon constante à concurrence de 50 % au moins de fonds propres et quasi-fonds propres de titres de PME.

3.2.1. Caractéristiques des titres de PME pris en compte dans le quota de 50%

Nous examinerons d'abord les caractéristiques de la société émettrice et ensuite les caractéristiques concernant les titres émis.

3.2.1.1. Critères concernant la société émettrice

Les titres de PME faisant appel au capital-risque doivent satisfaire à un certain nombre de conditions pour rentrer dans la catégorie des titres formant le quota de 50% :

Nationalité

Les PME bénéficiant de l'activité de capital-risque doivent obligatoirement être de droit marocain.

Cotation

Ces PME ne doivent pas être cotées en bourse ou cotées depuis moins de cinq ans au troisième compartiment de la cote de la bourse des valeurs, tel que prévu par le dahir portant loi n°1-93-211 du 21 septembre 1993 relatif à la bourse des valeurs, tel que modifié et complété.

↳ Ratio d'investissement

Par dérogation aux dispositions de la charte de la PME³¹, le projet de loi sur l'activité de capital-risque prévoit que le ratio investissement par emploi créé peut être supérieur à 250 milles dirhams.

↳ Activité des PME

Le projet de loi ne limite pas les secteurs d'activité des PME pouvant être financées par le capital-risque. Ainsi, l'OPCR peut intervenir dans tous les secteurs d'activité sans exception, toutefois, en respectant sa politique d'investissement ; certains organismes de capital-risque évitent, par exemple, d'investir dans l'immobilier, fort rentable mais à caractère spéculatif.

↳ Intervention minoritaire

Afin de s'assurer que les OPCR interviennent en tant que minoritaires dans les PME, la loi stipule que leurs participations prises en compte pour l'affectation minimale de 50%, ainsi que celles de leurs membres, ne doivent pas leur conférer directement ou indirectement, 40% ou plus des droits de vote au sein des assemblées générales des PME concernées.

Une dérogation est cependant accordée pour les participations dans des PME constituées depuis moins de trois ans à la date du calcul des droits de vote de l'OPCR.

3.2.1.2. Critères concernant les titres émis

↳ Nature des titres

Ces titres peuvent être soit des :

- Actions :

On entend par actions, au sens de la loi relative aux sociétés anonymes, les titres donnant accès à une quote-part de capital de la PME, comprenant : des actions ordinaires, Actions de numéraire et actions d'apport, des actions à dividendes prioritaires sans droit de vote, des actions de priorité, des actions à droit de vote double ;

- Dettes convertibles en titres de capital :

Il s'agit de quasi fonds propres, composés principalement de dettes et de titres donnant à terme accès au capital, y compris ceux créés par voie contractuelle (obligations convertibles en titres de capital,...) ;

- Avances en comptes courants :

Il s'agit également de quasi fonds propres. Ces avances en compte courant doivent être bloquées pour une période supérieure à deux ans ou assortis d'un engagement irrévocable de leur conversion en titres de capital.

Les quasi-fonds propres ne sont pris en considération pour le calcul du quota de 50% qu'à hauteur maximum de 15% de la situation nette comptable de l'OPCR.

Il faut noter cependant que l'OPCR doit détenir au moins 5% du capital des PME dans lesquelles il détient des titres représentant des dettes convertibles en titres de capital, ou au profit desquelles il consent des avances en comptes courants.

³¹ La charte de la PME prévoit, dans son article premier, que les entreprises nouvellement créées, ayant moins de deux années d'existence, doivent respecter un ratio d'investissement par emploi de moins de 250 milles dirhams.

↳ Limitation de participation

Afin de réserver le financement par capital-risque à de véritables PME et non pas aux grandes entreprises, notamment à travers leurs filiales PME, la loi limite le cumul des participations détenues par des entreprises n'ayant pas la qualité de PME dans ces PME, à un plafond de 40% des droits de vote, ce pourcentage n'incluant pas la participation de l'OPCR ;

↳ Titres annulés ou fortement dépréciés

La constitution de provisions ou la liquidation d'une participation de l'OPCR doit être effective dans le délai d'un an à compter de la date à laquelle l'événement justifiant cette provision ou cette liquidation a été portée à sa connaissance.

↳ Titres faisant l'objet d'une introduction en bourse ou ne remplissant plus la qualité de PME

Sont pris en compte pour le calcul de l'affectation minimale de 50%, les titres des PME, remplissant les conditions du quota, détenus par l'OPCR dans son portefeuille pendant une période supérieure à un an et qui par la suite :

- Sont inscrits à la cote d'un compartiment autre que le troisième compartiment de la bourse des valeurs de Casablanca. Après leur inscription à la cote d'un compartiment autre que le troisième compartiment de la bourse, ces titres restent pris en compte pour le calcul de l'affectation minimale pendant une durée de 3 ans maximum à compter de la date de ladite cotation ;
- Ne remplissent plus la qualité de PME. A compter de la date de la perte de cette qualité, ces titres restent pris en compte pour le calcul de l'affectation minimale pendant une durée de 3 ans maximum.

3.2.2. Modalités de calcul du quota de 50%

Le calcul du quota de 50% prend en compte les éléments suivants :

3.2.2.1. Date de référence

Les OPCR ont un délai de 3 ans à compter de leur constitution pour se conformer aux dispositions de la loi.

Cependant, les OPCR sont dispensés du respect du pourcentage de 50% pendant leur période de liquidation.

3.2.2.2. Date de prise en compte des augmentations des fonds propres

Il n'est pas précisé dans le projet de loi, la date de prise en compte du montant des nouveaux apports en fonds propres de l'OPCR pour le calcul du quota de 50%.

3.2.2.3. Calcul du quota de 50%

Le projet de loi ne précise pas les modalités de calcul du quota de 50%. Cependant, nous estimons, au vu des dispositions de la loi, que ce calcul s'apprécie de la manière suivante :

$$\text{Quota} = \frac{\text{valeur des titres de PME satisfaisant les conditions du quota de 50\%}}{\text{Situation nette comptable de référence}}$$

Section 3. ANALYSE CRITIQUE ET RECOMMANDATIONS D'AMELIORATIONS DU PROJET DE LOI SUR LE CAPITAL -RISQUE

Après avoir exposé et commenté les dispositions de la loi sur le capital-risque, nous allons ensuite procéder à l'analyse critique de certaines de ses dispositions à la lumière des expériences internationales, notamment française, et des spécificités locales, en vue de proposer des suggestions et recommandations pour l'amélioration du cadre juridique de l'activité de capital-risque au Maroc.

1. SYNTHÈSE DES CONDITIONS RELATIVES A LA DETERMINATION DU QUOTA DE 50%

La loi a énoncé un ensemble de conditions pour le respect du quota de 50% que nous synthétisons dans le tableau suivant :

OPCR	PME	Dirigeants des PME	Membres des OPCR
L'objet exclusif : le financement en fonds propres et quasi fonds propres de titres de sociétés ;	Etre de droit marocain ;	Les dirigeants(x) des PME ne doivent pas détenir une participation de plus de 20% de l'OPCR ;	Les actionnaires qui ont 40% des droits de vote des PME respectant le quota de 50%, ne peuvent détenir plus de 30% des droits dans les bénéfices d'un OPCR,
La situation nette comptable supérieure ou égale à 50% de fonds propres et quasi-fonds propres de titres de PME	Ne pas être cotées en bourse ou cotées depuis moins de cinq ans au troisième compartiment		
Les quasi-fonds propres ne sont pris en considération qu'à hauteur maximum de 15% de la situation nette comptable de l'OPCR ;	Le ratio investissement par emploi créé peut être supérieur à 250.000 dirhams		
Les titres peuvent être soit des actions, des dettes convertibles en titres de capital, des avances en comptes courants ;	les participations des non-PME dans ces PME doivent être inférieur à 40% des droits de vote, ce pourcentage n'incluant pas la participation de l'OPCR		
L'OPCR doit détenir au moins 5% du capital des PME s'il y détient des dettes convertibles en titres de capital ou des avances en comptes courants ;	les titres de PME respectant le quota de 50%, détenues pendant plus de 1 an et qui par la suite sont cotées au 1 ^{er} ou 2 ^{ème} compartiment de la bourse ou ne remplissent plus la qualité de PME, restent pris en compte dans le quota pendant 3 ans maximum ;		
Les titres respectant le quota ne doivent pas conférer à un OPCR ou à l'un de ses membres 40% ou plus des droits de vote des PME, sauf de celles constituées depuis moins de trois ans			
Les titres provisionnés ou en liquidation cessent d'être pris dans le quota après un délai de 1 an			
Le quota de 50% doit être atteint dans un délai de 3 ans à compter de la constitution des OPCR, sauf en période de liquidation			

Nous reprendrons l'essentiel de ces conditions dans l'étude du cadre fiscal du capital-risque comme base d'application d'un régime fiscal de faveur.

2. PRINCIPALES REMARQUES ET SUGGESTIONS POUR L'AMELIORATION DU PROJET DE LOI

L'analyse du projet de loi sur le capital-risque, complétée par les résultats de l'enquête auprès des organismes de capital-risque au Maroc, nous a permis de relever un certain nombre de remarques, dont nous présentons l'essentiel dans ce qui suit, ainsi que certaines suggestions et recommandations visant l'amélioration de la loi sur le capital-risque.

2.1. Au niveau global

L'esprit des dispositions de loi sur l'activité de capital-risque est, pour ne pas faire exception, très largement inspiré du dispositif juridique et fiscal français qui est très en avance dans ce domaine et ce, à plus d'un titre :

- sur le plan du volume d'activité, le capital-risque français représente plus de dix fois celui du Maroc ;
- sur le pan juridique et fiscal, la France a mis en place un dispositif complet spécifique au capital-risque, alors qu'au Maroc il existe un vide juridique dans ce domaine.

La loi sur le capital-risque est revêtue d'un caractère purement facultatif. L'exercice de l'activité de capital-risque en dehors du cadre de la loi est parfaitement possible et légal. La loi devrait donc signaler ce caractère facultatif.

Cependant, les organismes qui optent pour l'exercice de l'activité de capital-risque dans le cadre de cette loi, doivent se conformer à ses dispositions qui sont parfois contraignantes et assorties de sanctions disciplinaires et administratives du CDVM.

2.2. Au niveau des intervenants dans l'activité de capital-risque

2.2.1. Distinction entre les structures d'OPCR et celles des sociétés de gestion

La loi stipule que l'activité de capital-risque est exercée par les Organismes de placement en capital-risque (OPCR), composés de sociétés de capital-risque (SCR), et par de Fonds communs de placement à risque, (FCPR). L'OPCR est géré obligatoirement par une société de gestion.

En ce qui concerne les FCPR, il est tout à fait normal qu'ils soient gérés par une société de gestion, puisqu'ils n'ont pas de personnalité morale et ne disposent pas d'organes de gestion. La forme duale leur convient parfaitement. Il s'agit en fait d'un type de structure préféré des anglo-saxons : limited partnership.

Notons dans ce sens au Maroc que la majorité des intervenants dans l'activité de capital-risque actuellement est constituée sous la forme duale.

Cependant, les SCR sont des sociétés de capital-risque, sociétés par actions, régies par les dispositions des lois sur les sociétés anonymes et les autres sociétés commerciales. Ils disposent donc de leurs propres organes de gestion. Ceux-ci peuvent assurer elles même cette gestion ou la déléguer à une société spécialisée à cet effet, sans pour autant se décharger de leurs propres organes de gestion de leur responsabilité.

Il nous semble que la structure duale pour les SCR présente des contraintes juridiques importantes à gérer.

Le projet de loi devrait prendre l'exemple de la France à ce sujet. Rappelons qu'en France la société de capital-risque n'est pas gérée par une société de gestion. Ce sont généralement des sociétés anonymes, de droit commun, qui optent pour le statut fiscal de SCR.

2.2.2. Délimitation du rôle du CDVM par la Création d'OPCR à procédure allégée

Le projet de loi prévoit que l'activité de capital-risque est soumise au contrôle du CDVM, conformément aux dispositions du dahir portant loi n° 193-212 du 4 rebia ii 1414 (21 septembre 1993), dans son article premier, qui stipule que : le CDVM est «chargé de s'assurer de la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières » et contrôle l'information fournie, par les personnes morales faisant **appel public à l'épargne**, aux porteurs de valeurs mobilières et au public.

S'il est normal d'exiger la protection des épargnants par le rôle de régulation du CDVM, il faut noter, cependant, que les OPCR ne font pas systématiquement appel public à l'épargne. Ainsi l'intervention permanente du CDVM pour le contrôle des OPCR et de leur société de gestion, ne se trouve pas justifiée.

A l'instar de ce qui existe en France, il est possible de prévoir deux catégories d'OPCR :

- Des OPCR à fonds ouverts : il s'agit d'OPCR faisant appel public à l'épargne et devant respecter les règles tel qu'édictees par le projet de loi actuel, dont l'effet est de renforcer les conditions d'information et de transparence qui s'imposent pour les OPCR diffusés auprès d'un large public ;
- Des OPCR à fonds fermés ou à procédure allégée : face au fonds ouverts, il est nécessaire de prévoir la possibilité de constitution de fonds à procédure de fonctionnement simplifiée et de mise en place rapide qui ne font appel qu'à des investisseurs « avertis »³². Il sera donc nécessaire de définir la qualité d'investisseurs « avertis ».

Ce ci dit, les fonds « à procédure allégée » ainsi que leur société de gestion, ne seront pas soumis aux conditions d'agrément, de contrôle et de sanction du CDVM. Ils seront, cependant, tenus de produire, dès leur création, une simple déclaration auprès du CDVM.

2.2.3. Revue de la rémunération du CDVM

La loi a fixé la rémunération du CDVM à un maximum de un pour mille, calculée sur la base de l'actif net des OPCR.

Les professionnels du capital-risque estiment que cette rémunération est élevée par rapport aux prestations attendues du CDVM, grèvent la rentabilité des fonds investis et que la base de calcul ne devrait pas être, comme c'est le cas des sociétés de bourses, l'actif net des OPCR.

³² Terme repris de la loi française du 25 janvier 1999 sur l'épargne et la sécurité financière créant les FCPR à procédure allégée.

2.3. Au niveau des conditions d'exercice de l'activité de capital-risque

2.3.1. Redéfinition de la notion de PME

La notion de PME est très mal définie dans la législation marocaine, notamment par la charte de la PME. Elle est très restrictive et ne couvre pas l'ensemble des PME, pour les raisons suivantes :

- ⇒ L'obligation d'avoir un effectif permanent ne dépassant pas 200 personnes, combinée avec l'une des deux autres conditions relatives au chiffre d'affaires (inférieur à 75 millions de dirhams) et au total bilan (inférieur à 50 millions de dirhams) ;
- ⇒ en terme de chiffre d'affaires, le plafond de 75 millions de dirhams couvre en effet la quasi-totalité des petites entreprises, mais demeure loin de correspondre aux moyennes entreprises. C'est également le cas du total bilan limité à 50 millions de dirhams.

Il convient de revoir la notion de PME au regard de la réalité économique afin d'ouvrir l'activité de capital-risque à un nombre d'entreprise plus important.

2.3.2. Absence de ratios prudentiels

Malgré la limite imposée par la loi, à 40% au plus des droits de vote des PME, à l'exception de celles constituées depuis moins de trois ans, aucune disposition ne prévoit de ratios prudentiels.

En effet, la loi ne se prononce pas sur la limite d'emploi de la situation nette d'un OPCR dans une même PME. Rappelons à ce titre qu'en France, un organisme de capital-risque ne peut investir plus de 25% de sa situation nette dans une même société.

2.3.3. Absence de dispositions en cas de fusion

Le projet de loi ne prévoit pas les cas de fusion ou d'absorption des PME se trouvant dans le portefeuille de l'OPCR, avec ou par une autre société (PME ou autre). Il convient, à notre avis, de garder cette participation dans la détermination du quota de 50%, si elle y satisfaisait auparavant, pendant un délai d'au moins un an.

2.4. Au niveau de la composition des actifs des OPCR

2.4.1. Contradiction dans certaines conditions relatives au quota de 50%

Dans son article 5, la loi stipule que les dirigeants des PME ne doivent pas détenir une participation de plus de 20% de l'OPCR ;

Par ailleurs, dans un autre article 34, la loi précise que les actionnaires qui ont 40% des droits de vote des PME rentrant dans le quota, ne peuvent détenir plus de 30% des droits dans les bénéfices d'un OPCR.

Il se dégage une contradiction apparente entre les deux limitations, celle de 20% et celle de 30%. Une harmonisation entre les deux articles s'impose.

2.4.2. Prise en compte de l'augmentation de capital dans le calcul du quota de 50%

Le projet de loi ne prévoit pas comment prendre en compte les augmentations de capital d'un OPCR dans le calcul du quota de 50%.

Il serait logique, à notre avis, de ne prendre en compte l'augmentation de capital dans le calcul du quota qu'après un délai de 2 ans, par exemple ; le temps de laisser à l'OPCR (et à la société de gestion) la possibilité d'investir ce capital.

2.4.3. Constitution de provisions de titres de participation

Le projet de loi annonce dans son article 4, que la constitution de provisions ou la liquidation d'une participation de l'OPCR doit être effective dans le délai d'un an à compter de la date à laquelle l'événement justifiant cette provision ou cette liquidation a été portée à sa connaissance.

Il nous semble que cette formulation doit être revue afin d'éviter une certaine contradiction avec la norme comptable qui prévoit que la provision doit être constituée dès connaissance de l'événement qui la justifie.

Cet alinéa peut donc être reformulé de la manière suivante : « les titres des PME remplissant les conditions de l'affectation minimale du quota de 50% continuent d'être pris en compte dans ce quota pendant un délai d'un an après la date de la constitution de la provision ou l'annulation de ces titres ».

2.4.4. Activité des PME

Le projet de loi ne limite pas les secteurs d'activité des PME pouvant être financés par le capital-risque, contrairement à la réglementation française qui spécifie expressément trois secteurs d'activité : commercial, industriel ou artisanal. Le secteur agricole par exemple en est exclu.

2.4.5. Limitation à des participations minoritaires

La loi prévoit que les titres respectant le quota ne doivent pas conférer à un OPCR 40% ou plus des droits de vote des PME, sauf de celles constituées depuis moins de trois ans.

Il s'agit d'un principe de prudence destiné à éviter de détourner l'esprit de la loi. Cependant, il faut rappeler que certains intervenants en capital-risque en Europe ont des logiques dominantes de majoritaires.

2.5. Au niveau de la situation nette des OPCR

2.5.1. Définition de la situation nette

A notre avis, en l'absence d'une définition précise par le projet de loi, le législateur entend par « situation nette », les capitaux propres de l'entreprise. Les capitaux propres assimilés, comprenant les subventions d'investissement et les provisions réglementées, ne sont pas pris en considération dans le calcul de la situation nette.

Le code général de normalisation comptable (CGNC), les capitaux propres sont formés du « capital » de l'entreprise, des compléments d'apports tels que les primes (d'émission, de fusion...), de l'écart de réévaluation le cas échéant, des réserves et reports à nouveau ainsi que des résultats nets non affectés y compris le résultat net de l'exercice.

2.5.2. Situation nette de référence

Le projet de loi ne précise pas si la situation nette de la PME, utilisée pour le calcul du quota de 50%, est obtenue avant ou après l'affectation des résultats, notamment lorsqu'on établit des situations semestrielles.

Nous supposons, pour respecter le caractère permanent du quota, qu'une appréciation peut être faite en fonction du moment de calcul de la situation nette : avant ou après la tenue de l'assemblée générale statuant sur l'affectation des résultats.

2.5.3. Participations détenues dans un autre OPCR

Dans le cas d'une participation d'un OPCR dans un autre, le projet de loi ne précise pas si cette participation doit être prise en compte dans la situation nette, pour le calcul du quota de 50%.

Il nous semble logique de la déduire de la situation nette du premier OPCR, à sa valeur d'acquisition, dans la mesure où le second OPCR satisfait aux conditions de détermination du quota de 50%.

2.6. Autres recommandations

2.6.1. Système de garantie du risque

Le projet de loi devait annoncer le principe de création d'un système de garantie des investissements à risque, de type Sofaris (en France). D'autres textes législatifs peuvent être consacrés à la création et au fonctionnement de ce genre de système.

Rappelons à cet effet que la Sofaris (Société Française pour l'Assurance du Capital-risque des PME) est une société d'économie mixte créée par l'Etat en 1982 afin d'assurer les risques des organismes du capital-risque. Elle propose une garantie aux établissements de crédit et aux organismes de fonds propres qui apportent leur concours aux entreprises en création et aux jeunes entreprises de moins de 3 ans pour le financement des investissements matériels et immatériels et de fonds de roulement. Elle garantit tous les types d'activités à l'exclusion de quelques activités bien précises, à concurrence de 70% du capital (si création par une personne physique, 50% pour les autres créations et participations) et requiert que le capital de l'entreprise soit détenu par des personnes physiques, des sociétés de capital-risque ou des entreprises réalisant moins de € 45 millions de CA.

En contrepartie, la Sofaris facture une commission entre 0.3% et 0.6% du montant et, selon l'accord, un partage des plus-values. C'est ce partage des plus-values qui gêne quelques sociétés de capital-risque.

2.6.2. Code déontologique de l'activité de capital-risque

Malgré l'importance ressentie par les professionnels du capital-risque au Maroc de mettre en place une charte déontologique, au sein de l'AMIC (l'Association marocaine des investisseurs en capital), il existe encore à ce jour, un vide en la matière aussi bien pour les organismes de placement en capital-risque (OPCR) que pour les sociétés de gestion de ces organismes.

Rappelons à ce titre, qu'en France, l'Association française des investisseurs en capital (AFIC) et conformément à sa vocation, a élaboré un code déontologique³³ pour ses membres, qui traite de la confidentialité, conflit d'intérêt, indépendance financière, loyauté de la concurrence et des informations communiquées...

Par ailleurs, l'AFG-ASFFI (Association française de la gestion financière), en collaboration avec l'AFIC, ont élaboré et diffusé, depuis mai 2001, un code de déontologie applicable aux sociétés de gestion de FCPR (fonds communs de placement à risque) et FCPI (fonds communs de placement dans l'innovation) ainsi qu'à leurs dirigeants et aux membres de leur personnel. Les dispositions déontologiques ont été adaptées en fonction de chaque type de fonds et notamment du type d'investisseur (averti ou grand public).

C'est dans ce cadre que l'AMIC s'est fixée comme objectif d'élaborer et de rendre obligatoire à ses membres, le respect d'un code déontologique spécifique à l'activité de capital-risque au Maroc.

³³ Voir en annexe le modèle de code déontologie de l'AFIC

Chapitre 2. EBAUCHE D'UN CADRE FISCAL SPECIFIQUE AU CAPITAL-RISQUE

La législation marocaine actuelle, applicable au capital-risque et qui relève du droit commun, a montré ses limites. Elle ne permet pas en effet de favoriser, ou tout au moins de faciliter l'exercice de l'activité de capital-risque.

La réponse du législateur et des professionnels s'est manifestée à travers un projet de loi sur le capital-risque. Ce projet de loi propose un cadre réglementaire et définit ainsi les conditions d'exercice et de fonctionnement des organismes de capital-risque.

Cependant, celui-ci nécessite, comme nous l'avons vu précédemment, des améliorations et des aménagements afin de constituer un véritable cadre spécifique adapté à l'exercice de l'activité de capital-risque.

Cette loi devait également de traiter le cadre fiscal pour lequel une réflexion s'impose afin de proposer véritable cadre incitatif à l'exercice de l'activité du capital-risque dans notre pays.

Dans ce contexte, nous procéderons tout d'abord à un rappel du régime fiscal de droit commun actuellement applicable à l'activité de capital-risque. Nous proposerons ensuite, au vu des analyses précédentes, un régime spécifique à cette activité. Enfin, nous procéderons à une comparaison chiffrée entre ces deux régimes.

Section 1. RAPPEL DU REGIME FISCAL ACTUEL DE DROIT COMMUN

En matière de fiscalité des valeurs mobilières, les régimes applicables diffèrent en fonction de la nature du contribuable (personne physique ou personne morale), de son lieu d'imposition (personne résidente ou personne non résidente) et de la nature du revenu imposable (dividendes, intérêts ou profit de cession).

Pour mieux cerner ces différentes situations, nous examinerons ci-après la fiscalité applicable aux opérations de capital-risque durant ses stades d'intervention : au moment de la prise de participation, durant la vie de la participation et à la sortie.

1. LE REGIME FISCAL DES VALEURS MOBILIERES

1.1. Au moment de la prise de participation

L'opération de prise de participation se concrétise par une augmentation de capital réservée au capital-risqueur.

Cette augmentation, généralement en numéraire, est soumise au droit d'apport proportionnel de 0,50%. De même pour les augmentations par incorporations de réserves ou de plus values résultant de la réévaluation de l'actif social.

1.2. Durant la prise de participation : Imposition des revenus de participation et de placement

Pendant la prise de participation, les fonds investis génèrent des revenus, aussi bien pour les OPCR que pour les investisseurs dans ces derniers. Ces revenus sont assujettis à une fiscalité spécifique.

Nous allons examiner dans cette partie la fiscalité afférente aux investisseurs dans les organismes de placement en capital-risque (OPCR), qu'il s'agisse de personne physique ou de personne morale et celle relative aux OPCR eux même à l'occasion de leur intervention dans la capital d'une PME.

1.2.1. Fiscalité des personnes physiques

Nous distinguons le régime fiscal des investisseurs en tant que personnes physiques résidentes ou non résidentes.

1.2.1.1. Personnes physiques résidentes

Rappelons tout d'abord que les textes régissant la taxe sur les produits des actions (TPA) ainsi que la taxe sur les produits de placement à revenus fixes (TPPRF), ont été abrogés et remplacés par des retenues à la source (RAS) au niveau de l'impôt général sur le revenu.

Produits imposables et faits générateurs

Il s'agit des revenus de participation et de placement tels qu'identifiés dans les dispositions relatives à l'impôt général sur les revenus, à savoir :

- les dividendes, intérêts du capital et autres produits de participation ;
- les tantièmes et autres rémunérations allouées aux dirigeants ;
- l'amortissement du capital ;
- le boni de liquidation ;
- les revenus des placements à revenus fixes.

Le fait générateur de l'impôt est l'encaissement ou l'inscription en compte du bénéficiaire.

Taux de l'impôt

Le taux de la retenue à la source RAS est fixé à :

- 30% libératoire en ce qui concerne les personnes physiques, à l'exclusion de celles assujetties à l'IGR selon le régime du résultat net réel (RNR) ou celui du résultat net simplifié (RNS) ;
- 20% imputable sur la cotisation de l'IGR avec droit à restitution en ce qui concerne les produits servis à des personnes physiques ou des personnes morales soumises à l'IGR d'après le régime du résultat net réel (RNR) ou celui du résultat net simplifié (RNS) ; ces bénéficiaires doivent décliner leur identité lors de l'encaissement desdits produits.

1.2.1.2. Personnes physiques non résidentes

Le régime fiscal des revenus de valeurs mobilières versés aux personnes physiques non résidentes peut être résumé comme suit :

- pour les dividendes : retenue à la source au taux de 10% ;
- pour les intérêts : retenue à la source au taux de 10%, exemptions prévues au profit des intérêts afférents aux dépôts en devises, aux comptes en dirhams convertibles, aux prêts

émis ou garantis par l'Etat et aux prêts accordés en devise d'un terme supérieur ou égal à 10 ans.

Ces taux peuvent être modifiés en fonction des conventions fiscales prévoyant des taux inférieurs.

1.2.2. Fiscalité des Personnes morales

Il s'agit de la fiscalité des revenus de placement dans les deux cas de figures :

- revenus de placement réalisés par des investisseurs, personnes morales, dans des OPCR ;
- revenus de placement réalisés par les OPCR dans des PME

Nous examinerons la fiscalité des valeurs mobilières des personnes morales résidentes et non résidentes.

1.2.2.1. Personnes morales résidentes

Nous distinguons la fiscalité des revenus des actions et titres assimilés de celle des placements à revenus fixes.

Imposition des dividendes

Les produits soumis à la retenue à la source, énumérés par l'article 9 et 9 bis, sont les suivants :

- les dividendes, intérêts du capital et autres produits de participation
- l'amortissement du capital
- le boni de liquidation
- les bénéfices des établissements stables de sociétés étrangères
- les distributions occultes

Cependant, l'article 9 bis de la loi relative à l'IS prévoit que les dividendes et autres produits de participation provenant de la distribution de bénéfices des sociétés relevant de l'IS bénéficient d'un abattement de 100%. Ces sociétés doivent toutefois produire une attestation de propriété de ces titres.

Imposition des produits de placement à revenu fixe

Ces produits sont soumis à la retenue à la source lorsqu'ils sont versés ou inscrits en compte des personnes morales résidentes au Maroc.

Ne sont pas concernés les intérêts servis à des non-résidents qui relèvent de la RAS au titre des produits bruts énumérés à l'article 12 de l'IS.

Fait générateur

La retenue à la source est opérée lors de l'encaissement des intérêts ou dividendes, de leur mise à disposition ou de leur inscription en compte du bénéficiaire.

La retenue à la source est, désormais, opérée sur le montant brut hors taxes des produits assujettis.

Taux de la retenue à la source

Le taux de la retenue à la source des produits des actions ou parts sociales et revenus assimilés est fixé à 10%.

Le taux de la retenue à la source pour les intérêts est fixé à 20% du montant brut, à condition que les bénéficiaires déclinent leur identité lors de l'encaissement desdits produits.

Cette retenue à la source est imputable sur le montant des acomptes provisionnels et, éventuellement sur le reliquat de l'IS. L'excédent de la RAS sur l'IS ouvre droit à restitution d'office.

1.2.2.2. Personnes morales non résidentes

Le régime fiscal des personnes morales non résidentes est identique à celui des personnes physiques non résidentes.

1.3. Lors de la cession de la participation

La loi opère une distinction entre les personnes physiques et les personnes morales, en leur appliquant des régimes fiscaux spécifiques.

1.3.1. Fiscalité des personnes physiques

Nous distinguons ci-après la fiscalité applicable aux profits de cession des personnes physiques résidentes des non résidentes.

1.3.1.1. Personnes physiques résidentes

Rappelons que la loi de Finances 2001 a intégré les dispositions régissant la taxe sur les profits de cession des valeurs mobilières (TPCVM) (qui elle-même avait remplacé la taxe sur les profits de cessions d'actions TPCA) dans le texte relatif à L'IGR dans la catégorie des revenus des capitaux mobiliers.

Ainsi, les principales dispositions et modalités d'application régissant l'imposition des profits des capitaux mobiliers réalisés par les personnes physiques résidentes sont résumées ci-après :

Champ d'application

Sont soumis à l'IGR les profits nets annuels réalisés par les personnes physiques résidentes sur les cessions de valeurs mobilières et autres titres de capital et de créance émis par les personnes morales de droit public ou privé et les organismes de placement collectif en valeur mobilière (OPCVM), à l'exception des sociétés à prépondérance immobilière et des sociétés immobilières transparentes.

Cependant, la loi de finances 2002 a prévu une mesure temporaire qui consiste en l'exonération totale de l'IGR des profits nets sur cession d'actions en bourse, ainsi que ceux afférents aux actions ou parts d'OPCVM dont l'actif est investi en permanence à hauteur d'au moins 85% d'actions cotées. Cette mesure s'applique sur la période allant du 1^{er} Janvier 2002 et jusqu'au 2005.

🔗 Le fait générateur et la base imposable

Le fait générateur de l'impôt correspond à la cession (sauf entre les membres de la même famille), l'échange, sauf fusion et l'apport en société.

La base imposable est constituée du profit de cession déterminé par la différence entre le prix de cession diminué des frais de cession, et le prix d'acquisition majoré des frais d'acquisition, exclusion faite des intérêts courus et non encore échus aux dates desdites cessions.

Les moins values subies au cours d'une année sont imputables sur les plus values de même nature réalisées, et ce jusqu'à l'expiration de la quatrième année qui suit celle de la réalisation de la moins value.

Le profit ou la fraction du profit afférent à la partie de la valeur ou des valeurs des cessions réalisées au cours d'une année civile et qui n'excèdent pas 20.000 DH, est exonéré de l'impôt.

🔗 Taux de l'impôt

Le taux de l'impôt est fixé à :

- 10% pour les profits nets résultant des cessions d'actions et autres titres de capital ainsi que d'actions ou parts d'OPCVM dont l'actif est investi en permanence à hauteur d'au moins 60% d'actions et autres titres de capital ;
- 20% pour les profits nets résultant des cessions d'obligations et autres titres de créances ainsi que d'actions ou parts d'OPCVM dont l'actif est investi en permanence à hauteur d'au moins 90% d'obligations et autres titres de créance;
- 15% pour les profits nets résultant des cessions d'actions ou parts d'OPCVM qui ne relèvent pas de l'une des catégories d'OPCVM ci-dessus.

Les impositions aux taux de 10, 15 et 20 % sont libératoires de l'impôt général sur le revenu.

🔗 Modalités de déclaration

Les modalités de déclaration et de versement de l'impôt sont les suivants :

- pour les titres non inscrits en compte : par voie de déclaration
- Titres inscrits en compte et titres d'OPCVM : par voie de retenue à la source

Les contribuables ainsi que les intermédiaires financiers qui gèrent pour les premiers leur portefeuille, doivent récapituler les cessions effectuées par chaque titulaire de titres, sur une déclaration annuelle, selon un modèle établi par l'administration fiscale.

1.3.1.2. Personnes physiques non résidentes : Exemption des profits de cession

La loi ne prévoit pas, pour les personnes physiques non résidentes, l'imposition des profits de cession qu'elles pourraient réaliser au Maroc sur la cession des valeurs mobilières, qu'elles soient de capital ou de créance.

1.3.2. Fiscalité des Personnes morales

Nous développons ci-après la fiscalité applicable aux profits de cession et plus-values de retrait d'actif des personnes morales résidentes et celle des personnes morales non résidentes.

1.3.2.1. Personnes morales résidentes

Pour les personnes soumises à l'IS, les profits de cession sont imposables selon les conditions suivantes :

- application de l'abattement prévu par l'article 19 de la loi relative à l'IS. Cet abattement s'applique aux valeurs mobilières indépendamment de leur affectation comptable, en fonction de leur durée de détention ;
- exonération totale contre l'engagement de réinvestissement dans les conditions prévues par l'article 19.1 de la loi relative à l'IS.

A titres de rappel, l'article 19 de la loi relative à l'IS, prévoit le régime suivant :

En ce qui concerne les plus-values constatées et les profits de cession des titres de participation, réalisés en cours d'exploitation, peuvent bénéficier, sur option :

- soit d'abattement appliqués sur la plus-value nette de :
 - ⇒ 25% si le délai écoulé entre l'année d'acquisition de chaque élément retiré de l'actif ou cédé et celle de son retrait ou de sa cession est supérieur à deux ans et inférieur ou égal à quatre ans
 - ⇒ 50% si ce délai est supérieur à quatre ans et inférieur ou égal à huit ans
 - ⇒ 70% si le délai précité est supérieur à huit ans
- soit de l'exonération totale si la société intéressée s'engage par écrit à :
 - ⇒ réinvestir le produit global des cessions effectuées au cours d'un même exercice, dans le délai maximum de trois années suivant la date de clôture dudit exercice ;
 - ⇒ et conserver lesdits biens et immeubles dans son actif pendant un délai de cinq ans qui court à compter de la date de leur acquisition.

En ce qui concerne les Plus-values constatées et profits réalisés en fin d'exploitation, ils peuvent bénéficier :

- ⇒ 50% si le délai écoulé entre l'année de la constitution de la société et celle du retrait ou de la cession des biens est égal à quatre ans au moins et inférieur à huit ans.
- ⇒ deux tiers si ce délai est égal ou supérieur à huit ans.

Par ailleurs, la loi prévoit un abattement de 50% de la base imposable (régime dérogatoire), sur option, en ce qui concerne les plus-values et profits de cession, pour les personnes morales soumises à l'IS qui détiennent :

- ⇒ des actions cotées à la bourse des valeurs du Maroc ;
- ⇒ des actions ou parts d'OPCVM dont l'actif est investi en permanence à hauteur de 85% en actions cotées en bourse.

Ce régime dérogatoire s'applique à compter du 1^{er} janvier 2002 jusqu'au 31 décembre 2005.

1.3.2.2. Personnes morales non résidentes

Le régime fiscal des personnes morales non résidentes est identique à celui des personnes physiques non résidentes.

1.3.3. Rappel du régime fiscal relatif à la TVA

Les principales opérations de capital-risque, soumises à la TVA, sont essentiellement des prestations de services rendues par la société de gestion et refacturée au fonds de capital-risque sous forme de frais de gestion. La TVA applicable relève du régime de droit commun au taux normal de 20%.

2. LE REGIME FISCAL SPECIFIQUE AUX OPCVM

La charte de la PME stipule, dans son article 55, que le régime fiscal applicable aux organismes de capital-risque sera le même que celui des organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) et ce, dans les conditions et selon les taux fixés par la loi de finances.

Nous allons exposer quelques spécificités de ce régime pour en tirer, dans la section suivante, quelques enseignements nécessaires pour l'adapter à l'activité de capital-risque.

2.1. La transparence fiscale des OPCVM

L'OPCVM est considéré comme un intermédiaire entre l'épargne et les marchés financiers. Il est chargé de collecter et de gérer d'une manière structurée et professionnelle l'épargne des ménages. Les revenus des placements qu'il réalise constituent, donc, des revenus de capitaux mobiliers pour ses actionnaires et les porteurs de ses parts.

2.2. La retenue à la source

Les retenus à la source au titre de l'IS et de l'IGR sont effectuées par l'OPCVM aux lieu et place des organismes habilités à le faire pour les épargnants, sous réserve que ledit OPCVM présente la décision de son agrément délivrées par le Ministère des finances, son statut et la note d'information établie et visée par le CDVM.

2.3. Régime fiscal des OPCVM en matière d'impôts directs

Le régime fiscal des OPCVM est régie par les dispositions des articles 106 et 107 du dahir portant loi n° 1-93-213 du 4 Rebia II 1414 (21 septembre 1993), relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Il consacre ainsi le principe de *transparence fiscale* à travers les exonérations des droits et impôts suivants :

- les droits d'enregistrement et de timbre dus sur les actes relatifs aux variations du capital et aux modifications des statuts ou des règlements de gestion ;
- l'impôt des patentes ;
- l'impôt sur les sociétés et la participation à la solidarité nationale pour les bénéfices réalisés dans le cadre de leur objet légal.

Les OPCVM restent, cependant, soumis aux obligations fiscales prévues aux Articles 26 à 33, 37 et 38 de loi n°24-86 instituant l'impôt sur les sociétés, sous peine de l'application des sanctions prévues par les Articles 43, 44 et 46 à 50 de la loi précitée.

En ce qui concerne les valeurs mobilières émises par les OPCVM, nous avons traité en détail, au début de la présente section, la fiscalité y afférente.

2.4. Régime fiscale des OPCVM en matière de TVA

Pour assurer son rôle d'intermédiaire financier, l'OPCVM est amené à désigner un réseau placeur chargé, entre autre, de recevoir les souscriptions et d'effectuer les rachats d'actions ou parts d'OPCVM.

A chaque souscription ou rachat d'actions et de parts d'OPCVM, des droits et commissions sont en principe exigés. Les droits d'entrée et de sortie sont acquis par l'OPCVM ; quant aux commissions, elles sont prélevées par le réseau placeur.

Les droits d'entrée ou de sortie n'entrent pas dans le champ d'application de la TVA. Par contre, les commissions correspondant à une rémunération de prestation de service sont passibles de la TVA au taux réduit de 7% avec droit à déduction, et c'est le réseau placeur qui est redevable de la TVA collectée.

N'étant redevable de la TVA, l'OPCVM n'a pas droit à la déduction de la taxe ayant grevé ses frais de gestion.

Le taux réduit de 7% avec droit à déduction s'applique à l'occasion des opérations de souscription, de rachat, de placement, de gestion et de garde de valeurs mobilières émises par les OPCVM.

Section 2. PROPOSITION D'UN REGIME FISCAL SPECIFIQUE AU CAPITAL-RISQUE

A travers l'AMIC, les professionnels du capital-risque ont tenté de faire reconnaître, par les pouvoirs publics, que le secteur est une priorité pour le développement économique du pays de manière générale et celui de la PME en particulier, en vue de bénéficier d'avantages fiscaux incitatifs, à l'instar de ceux accordés dans des pays avancés (France) ou similaires (Tunisie).

Il s'agit notamment des exonérations fiscales, telles qu'annoncées par la Charte de la PME, aussi bien pour les investisseurs, les OPCR et les PME faisant appel au capital-risque.

A la lumière des analyses précédentes, nous proposerons ci-après une fiscalité spécifique au capital-risque, en considération de son degré de réalisme, de ses effets bénéfiques attendus à court et moyen termes et conciliant le mieux possible entre les divers objectifs qui lui sont assignés. Cette fiscalité devrait couvrir les principales incitations suivantes :

- l'exonération de l'impôt sur les sociétés (IS)
- l'exonération de l'impôt général sur les revenus (IGR)
- l'exonération des droits d'enregistrement
- l'exonération de TVA sur les frais de gestion

Ainsi, notre analyse est structurée autour des points suivants :

- les bases et fondements essentiels du système proposé ;
- les composantes du système fiscal proposé regroupant l'ensemble des incitations fiscales proposées ;
- les mesures et actions nécessaires d'accompagnement pour la réussite du système proposé.

1. LES BASES ET FONDEMENTS DU REGIME FISCAL SPECIFIQUE AU CAPITAL-RISQUE

Notre démarche s'inscrit dans le cadre de l'élaboration d'une stratégie de développement du secteur de capital-risque de manière générale et, à travers cela, le renforcement des PME marocaines qui représentent le vecteur principal de croissance économique et de création d'emploi.

Depuis l'élaboration du projet de loi sur le capital-risque par l'AMIC, il est devenu nécessaire de proposer aux autorités financières un dispositif fiscal en faveur de l'activité du capital-risque.

L'élaboration d'un régime fiscal spécifique au capital-risque vise la réalisation des objectifs fondamentaux de la stratégie globale de développement du secteur :

- améliorer la compétitivité du secteur de capital-risque au niveau national ;
- améliorer la rentabilité des investissements engagés par les investisseurs dans ce secteur
- favoriser le développement de la PME par des financements adéquats

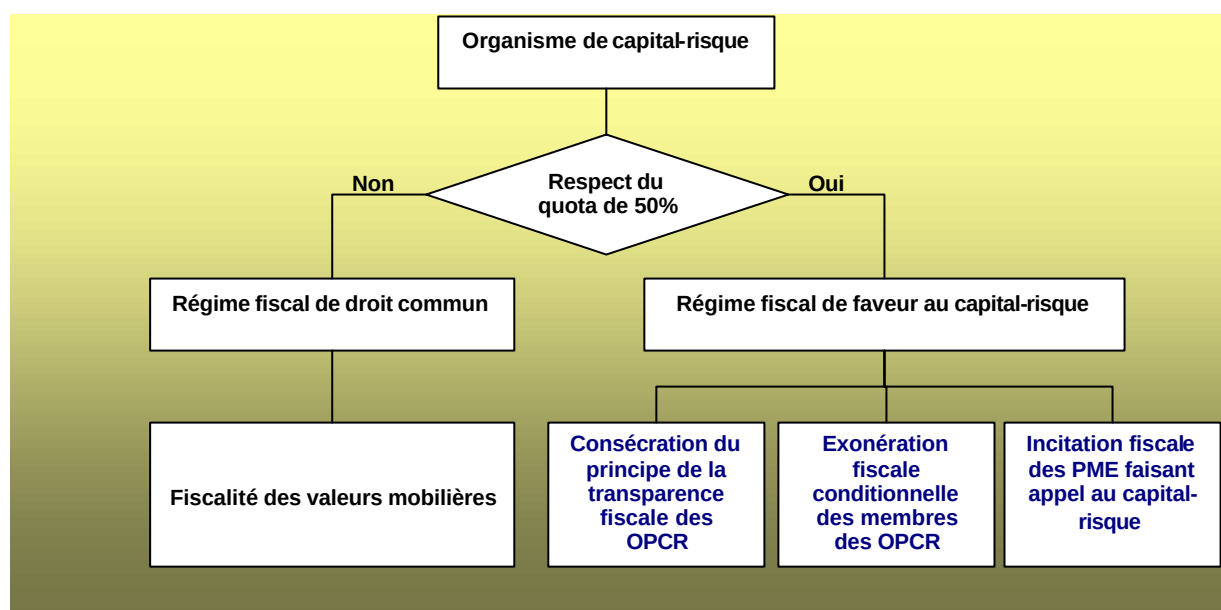
Cette stratégie repose sur les principes suivants :

- un principe de simplification et d'harmonisation
- un principe d'incitation et d'orientation
- un principe de compétitivité internationale.

À cet effet, nous avons étudié et analysé les régimes fiscaux applicables dans certains pays proches, notamment la France et la Tunisie ; ce qui nous a permis de disposer d'une base de réflexion complète dont le point de départ repose sur le cadre juridique approprié.

2. LE REGIME FISCAL INCITATIF PROPOSE POUR LES OPCR

Le schéma suivant illustre, de manière synthétique, la fiscalité applicable à l'activité de capital-risque :



Le dispositif fiscal incitatif couvre les principaux axes suivants :

- la consécration du principe de la transparence fiscale des OPCR
- l'exonération fiscale conditionnelle des membres des OPCR
- l'Incitation fiscale des PME faisant appel au capital-risque

2.1. Consécration du principe de la transparence fiscale des OPCR

Rappelons à ce titre les soubassements légal et réglementaire de la fiscalité des organismes de capital-risque institué par la charte de la PME. Elle stipule³⁴ que le régime fiscal applicable aux organismes de capital-risque sera le même que celui des organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) et ce, dans les conditions et selon les taux fixés par la loi de finances.

2.1.1. La notion de transparence fiscale

La transparence fiscale est une technique que le droit fiscal utilise dans plusieurs domaines. Elle est souvent utilisée pour des sociétés dont les revenus sont imposables aux noms des associés et non pas entre les mains de la société (exemple des sociétés immobilières).

La transparence fiscale a pour but de transférer la masse imposable de la structure de détention vers les personnes imposables. Elle permet le transfert du résultat de la personne

³⁴ Article 55 de la charte de la PME

morale dans le patrimoine fiscal de l'associé. Cette situation permet ainsi de replacer l'actionnaire ou le porteur de parts dans une situation très proche de celle qui aurait été la sienne s'il avait exploité directement l'entreprise³⁵.

2.1.2. La mise en œuvre de la transparence fiscale des OPCR

Les revenus des sociétés qui ne sont pas transparentes fiscalement, supportent une double imposition qui résulte du fait qu'ils sont imposés une première fois au niveau de la société et une seconde fois, lorsqu'ils sont distribués, entre les mains des associés³⁶, personnes physiques³⁷.

La transparence fiscale des OPCR permettra donc aux membres (actionnaires ou porteurs de part) de recevoir les revenus de placements et les profits de cessions et de les imposer entre leurs mains.

En ce qui concerne les FCPR, qui sont par nature des fonds sans existence juridique, leur statut peut être assimilé à celui d'un FCP, même si le projet de loi les exclut du champ d'application de la loi relative aux OPCVM. Ils peuvent donc bénéficier de la transparence fiscale totale.

Quant aux SCR, elles peuvent bénéficier de la transparence totale sous réserve de respecter les conditions du quota de 50%³⁸.

2.1.3. Les conséquences de la transparence fiscale des OPCR

La transparence fiscale des OPCR entraîne leur exclusion du champ de l'IS et de l'IGR. Il demeurent, cependant, tenu d'effectuer la retenue à la source, s'il y'a lieu, au titre des impôts précités au lieu et place des organismes habilités à le faire pour les épargnants.

Les produits et plus values provenant du portefeuille qui ont déjà été fiscalisé au niveau des PME, ne feront que transiter par les OPCR, pour être imposés, au final, entre les mains de leurs membres. Cependant, ces produits et plus values ne seront pas immédiatement imposables chez les membres des OPCR. Ils ne sont imposables au nom des membres des OPCR aussi longtemps qu'ils ne sont pas distribués. Ainsi, l'on peut nuancer la notion transparence fiscale des OPCR. On parle alors d'OPCR « translucides ».

Les OPCR sont, par ailleurs, tenus d'établir les déclarations annuelles de leurs revenus, conformément à la législation en vigueur.

2.1.4. L'exercice d'activités autre que celle de capital-risque

Lorsque l'OPCR, et principalement la SCR, exerce une activité de prestation de services, par exemple, cette activité est taxée selon le régime de droit commun.

2.1.5. Reports déficitaires

De par sa nature, une opération de capital-risque se dénoue sur un horizon supérieur à cinq ans au moins. Pendant ce temps, l'OPCR accumule des déficits provenant des frais de gestion. Ces déficits n'étant reportables que dans la limite de quatre ans, l'OPCR perd ainsi

³⁵ Mémoire sur la fiscalité du capital-risque - 1997

³⁶ Images fiscales de Maurice Cozian – Litec – 3^{ème} édition

³⁷ Les revenus de placement des personnes morales résidentes subissent un abattement de 100%.

³⁸ Pour le rappel des conditions relatives au respect de 50%, se référer à la section 3 de la seconde partie de notre travail.

systématiquement le droit de report en attendant de recevoir le premier dividende ou la plus value de cession.

Dans la mesure où l'OPCR qui respecte les conditions du quota de 50%, est entièrement transparents, nous estimons que les déficits reportables sont immédiatement perdus.

2.2. Exonérations fiscales conditionnelles des membres des OPCR

En ce qui concerne les membres des OPCR, actionnaires des SCR et porteurs de parts des FCPR, il est nécessaire de prévoir des réductions et des exonérations d'impôts pour les personnes physiques ou morales qui souscrivent au fonds de ces organismes³⁹.

Ces avantages fiscaux sont assortis de conditions suspensives permettant de bénéficier d'exonérations totales ou partielles, selon qu'il s'agisse de personnes physiques ou morales.

Les principaux avantages fiscaux des OPCR proposés couvrent tous les stades d'intervention de l'OPCR (prise de participation, pendant la vie de la participation et à la sortie).

2.2.1. Fiscalité des personnes physiques membres des OPCR

Afin d'inciter les personnes physiques résidentes à investir dans le capital-risque, nous proposons une exonération totale et conditionnelle des revenus et plus-values provenant des OPCR.

Les revenus des participations dans l'OPCR respectant le quota de 50% ainsi que les plus-values de cession des actions et parts de cet OPCR, devraient être totalement exonérées de l'impôt.

□ Exonération des revenus des participations dans l'OPCR

Les dividendes et produits assimilés perçus par les personnes physiques détenant des participations dans des OPCR, sont totalement exonérés de l'impôt à conditions que ces revenus proviennent des OPCR respectant les conditions du quota de 50%, et que ces personnes s'engagent à conserver leur participation dans l'OPCR pendant un délai minimum de 5 ans ;

□ Exonération des plus-values de cession des actions et parts des OPCR

Les plus-values de cession des actions et parts des OPCR, respectant le quota de 50%, bénéficient de l'exonération totale à condition de formuler l'engagement de réinvestir immédiatement dans l'OPCR, le produit global des cessions effectuées.

Lorsque les conditions d'exonération cessent d'être remplies, l'ensemble des revenus exonérés d'impôts est imposable dans les conditions de droit commun, sans préjudice de pénalités et majorations. Ainsi, le défaut total ou partiel de réinvestissement ou le désinvestissement même partiel, entraîne la perte totale de l'exonération.

³⁹ Dispositions de l'article 52 de la charte de la PME

2.2.2. Fiscalité des personnes morales membres des OPCR

Les revenus des valeurs mobilières des personnes morales bénéficient, dans le cadre du régime de droit commun, d'un certain nombre d'avantages fiscaux, prévus par la loi relative à l'IS.

En raison du caractère spécifique de l'activité de capital-risque, nous proposons ici des avantages supplémentaires, mais conditionnels, à même d'inciter favorablement à l'investissement dans les OPCR.

□ Exonération des revenus des participations dans l'OPCR

Les dividendes et produits assimilés perçus par les personnes morales bénéficient d'un abattement de 100%⁴⁰.

□ Exonération des plus-values de cession des actions et parts des OPCR

Les plus-values de cession des actions et parts des OPCR, respectant le quota de 50%, bénéficient de l'exonération totale, à conditions de les avoir conservé pendant une durée de 5 ans au moins et de réinvestir immédiatement la totalité des produits de cession.

Lorsque les conditions d'exonération cessent d'être remplies, l'ensemble des revenus ayant bénéficiés d'exonérations d'impôts dans le cadre du régime spécifique, est imposable dans les conditions de droit commun, sans préjudice de pénalités et majorations. Ainsi, le défaut total ou partiel de réinvestissement ou le désinvestissement même partiel, entraîne la perte totale de l'exonération.

2.2.3. Autres dispositions

□ En cas de transformation en OPCR

En ce qui concerne la transformation des sociétés de capital-risque en OPCR, tel que prévus par la loi, les dispositions du nouveau régime fiscal s'appliquent à compter de la date de leur transformation.

A titre exceptionnel, les sociétés qui se transforment en OPCR et se conforment ainsi aux dispositions de la loi, ne seront pas taxées sur les plus values potentielles incluses dans leur portefeuille.

Ainsi, les titres du portefeuille du nouvel OPCR peuvent être pris en compte dans le calcul du quota de 50% si la durée restante de leur détention est au moins égale à 3 ans.

□ En cas d'acquisition de nouveaux titres

A défaut de précision dans le projet de loi, nous estimons, pour l'estimation du quota de 50%, que les acquisitions de nouveaux titres par les OPCR ne devraient être pris en considération dans le calcul du quota qu'après un délai de deux ans à compter de la date d'augmentation de capital.

⁴⁰ Article 9 de la loi 24-86

2.3. Incitations fiscales des PME faisant appel au capital-risque

Afin d'encourager le financement par capital-risque, les PME qui ouvrent leur capital, par augmentation de capital, à des OPCR pour le financement de leur activité, peuvent prétendre à l'exonération de l'IS à due concurrence de la participation de l'OPCR dans leur capital⁴¹.

Dans ce sens, les PME peuvent obtenir des OPCR un document, visé par le CDVM, attestant que celui-ci présente une situation régulière vis-à-vis de la loi sur le capital-risque.

Cependant, l'exonération précitée ne sera pas conditionnée par le respect de l'OPCR des modalités du quota de 50%. En effet, la PME ne sera tenu responsable de la politique d'investissement de l'OPCR.

Rappelons à ce titre, une exonération similaire prévue par la loi de finance 2001 qui accorde une réduction de l'impôt sur les sociétés (de 25% ou 50%) pendant une période de 3 ans modulable en fonction du taux d'ouverture du capital au public et de l'augmentation dudit capital à toute entreprise qui s'introduit en bourse.

2.4. Autres avantages fiscaux

En ce qui concerne les autres impôts et taxes et pour garder une harmonisation des différents impôts, nous proposons les principales exonérations et réductions suivantes :

2.4.1. Autres exonérations d'impôts et taxes

❑ Exonération des droits d'enregistrement

Dans la mesure où l'OPCR respecte les conditions de fond et de forme stipulées par la loi sur le capital-risque, notamment celles relatives au quota de 50%, il convient de prévoir une exonération totale des droits d'enregistrement, de la souscription à la cession, qu'il s'agisse de :

- souscription de parts ;
- rachats de parts ;
- cession de parts.

Cette exonération s'applique également pour les PME pour les droits d'enregistrement relatifs à l'augmentation de capital au profit des OPCR.

❑ Exonération de la patente et taxes assimilées

Lorsque l'OPCR respecte les conditions relatives au quota de 50%, il devient exonéré des impôts suivants : la patente, la taxe urbaine et la taxe d'édilité.

2.4.2. Aménagement de la fiscalité des sociétés de gestion : réduction du taux de TVA

Nous recommandons de réduire le taux de TVA sur les frais de gestion facturés par les sociétés de gestion à l'OPCR à 7%. Ce taux est initialement de 20%, taux normal de droit commun, pour les raisons suivantes :

⁴¹ Rappelons qu'un OPCR ne peut détenir, directement ou indirectement, plus de 40% du capital d'une PME cible. Par conséquent, cette dernière peut prétendre à une réduction d'impôt ne dépassant pas ce seuil.

- les OPCR, étant hors champs d'application de la TVA (leurs produits sont constitués principalement des dividendes et de plus-values), n'ont pas droit à déduction de la TVA facturée par les sociétés de gestion. Cette TVA grève de manière significative la rentabilité de l'OPCR et donc réduit l'intérêt de l'investissement en capital-risque.

Exemple

Frais de gestion : 2% des fonds gérés par l'OPCR

TVA sur frais de gestion : 20%

Durée d'investissement : 10 ans

Coût fiscal dû à la TVA non déductible : $2\% \times 20\% \times 10 = 4\%$ des fonds gérés.

La rentabilité de l'OPCR est donc grevée de 4%.

- les sociétés de gestion qui facturent la TVA de 20% au fonds ont le droit de la récupérer. Cependant, la structure de leurs charges (constituée principalement de charges de personnel) ne leur permet pas de récupérer cette TVA. Elles se retrouvent donc avec un crédit de TVA de plus en plus important. Ce crédit ne peut pas faire l'objet d'une demande de remboursement, puisqu'il ne satisfait pas aux conditions de l'article 19 de la loi relative à la TVA.

2.5. Les sanctions pour non respect des conditions relatives au quota de 50%

Lorsqu'un OPCR respecte les dispositions relatives à l'activité de capital-risque, il bénéficie lui-même et fait bénéficier ses membres, d'un ensemble d'avantages fiscaux très intéressants, notamment en matière des impôts et taxes suivants : impôts sur les sociétés, impôts général sur les revenus, droits d'enregistrement, patentes, taxe urbaine, taxe d'édilité, réduction de la TVA,...

Cependant, lorsqu'il cesse de respecter les conditions du quota, il perd systématiquement l'ensemble de ces avantages et tombe dans le cadre des dispositions de droit commun. Dans ce cas, il sera redevable de l'ensemble de impôts et taxes précités, à partir de leur date d'exigibilité (date du fait générateur), sans préjudice des pénalités et majoration.

Il sera donc important, sinon vital pour un OPCR de mettre en place un système de suivi rigoureux du niveau du quota de ses participations. De même, dans sa mission, le commissaire aux comptes prêtera une attention particulière à cette zone de risque.

3. LES PRINCIPALES MESURES DE MISE EN PLACE ET D'ACCOMPAGNEMENT DU SYSTEME PROPOSE

Les professionnels du capital-risque, à travers l'AMIC, devront discuter les propositions de la fiscalité incitative avec les services du ministère des finances en fournissant les arguments nécessaires, notamment ceux développés ci-haut.

Ces propositions devraient alors introduites dans le cadre d'une loi de finances. Une fois adoptée par les instances législatives, des mesures d'accompagnement seront nécessaires pour en assurer l'exécution. Ces mesures pourraient faire l'objet, ultérieurement, d'un décret d'application.

3.1. L'introduction des mesures fiscales dans une loi de finances

Pour qu'elles soient rendues applicables, les dispositions incitatives du régime fiscaux du capital-risque doivent faire l'objet d'une introduction dans une prochaine loi de finances.

Nous rappellerons ici les principales étapes et délai de la procédure d'introduction et d'adoption des dispositions fiscales du capital-risque, dans le cadre de la démarche d'élaboration d'une loi de finances.

Ainsi, le délai global de préparation d'une loi de finances s'établit à environ 3,5 mois. Les principales étapes de cette préparation sont les suivantes :

- 1) Initiation de la procédure budgétaire, par la circulaire du Ministre des finances, pour établir les propositions de recettes et de dépenses pour l'année budgétaire suivante ;
- 2) Centralisation des propositions des ordonnateurs, au ministère des finances ;
- 3) Détermination des grandes masses budgétaires ;
- 4) Répartition par le ministère des masses de crédit ;
- 5) Examen des projets de textes proposés dans le cadre de la loi de finances en liaison avec les ministères concernés et le secrétariat général du gouvernement (SGG) et montage du projet de loi de finances et des documents annexes. Délai un mois ;
- 6) Examen et approbation par le conseil du gouvernement et préparation de la version à soumettre au conseil des Ministres ;
- 7) Examen et approbation par le conseil des Ministres et édition par l'imprimerie officielle du projet à transmettre au Parlement ;
- 8) Le projet de loi de finances de l'année est déposé sur le bureau de l'une des deux chambres du parlement, au plus tard, 70 jours avant la fin de l'année budgétaire en cours.
- 9) Séances de discussion et de vote au parlement ;
- 10) Publication au bulletin officiel.

Ainsi, il est d'abord nécessaire de faire approuver le projet de loi sur l'activité de capital-risque, comme soubassement juridique au processus de mise en place d'un cadre spécifique. Les dispositions fiscales incitatives devraient être, ensuite, introduites dans le circuit à partir de l'étape (5) du processus d'élaboration de la loi de finances, pour discussion et approbation.

A la date de rédaction de ce travail, le projet de loi sur l'activité de capital-risque n'est pas encore sorti des bureaux du secrétariat général du gouvernement (SGG) pour être présenté au pouvoir législatif. De même, le projet de loi de finances pour l'année budgétaire 2004 est déjà bouclé sans tenir compte des dispositions fiscales spécifiques au capital-risque. Il semblerait que ces textes sont délégués à de prochaines sessions parlementaires.

3.2. Le contrôle et le suivi de l'application des conditions du quota de 50%

Le dispositif juridique et fiscal du capital-risque repose sur le respect des conditions relatives à la composition du quota de 50%.

A notre sens, la mise en application de ce dispositif devrait être accompagnée d'un système spécifique de suivi de l'application des conditions du quota de 50%.

Ce quota qui doit être supérieur ou égal à 50%, s'apprécie de la manière suivante :

$$\text{Quota} = \frac{\text{Valeur des titres de PME satisfaisant les conditions du quota (X)}}{\text{Situation nette comptable de référence de l'OPCR (Y)}}$$

□ Le numérateur :

Il correspond à la valeur nette comptable des titres admis dans le quota de 50% (articles 4 et 5 de la loi sur le capital-risque) :

	Réf.	Montant
Valeurs brutes des titres admis au quota de 50%	(a)	
(-) Provisions pour dépréciation constituées depuis plus d'un an	(b)	
= Valeur des titres de PME satisfaisant les conditions du quota	(X)	

□ Le dénominateur :

Il correspond à la situation nette comptable de référence :

	Réf.	Montant
Capitaux propres	(c)	
(-) Titres ou parts de l'OPCR détenus en portefeuille (valeur brute)	(d)	
(-) Augmentations de capital réalisées au cours de l'exercice ou des deux exercices précédents	(e)	
= Situation nette comptable de référence	(Y)	

Les éléments utilisés dans les composantes du quota de 50% sont détaillés comme suit :

(a) Pour le suivi de la composition de ces titres, nous proposons le tableau suivant :

	% de part.	Titres admis	Titres non Admis
Titres de participation			
▪ Titres de PME non cotés	(f)	#	
▪ Titres PME cotés depuis moins de 5 ans au 3 ^{ème} compartiment	(f)	#	
▪ Titres PME détenus pendant plus de 1 an puis cotés au 1 ^{er} ou 2 ^{ème} compartiment depuis moins de 3 ans	(f)	#	
▪ Titres PME détenus pendant plus de 1 an puis ne remplissant plus la qualité de PME depuis moins de 3 ans	(f)	#	
▪ Titres PME provisionnés ou en liquidation depuis moins d'un an	(f)	#	
▪ Autres titres			#
Créances rattachées à des participations			
▪ Titres représentant des obligations ou dettes convertibles, donnant à terme accès au capital, y compris ceux créés par voie contractuelle	(g)		
▪ Titres représentant des avances en compte courant, bloquées pendant plus de deux ans ou assortis d'un engagement irrévocable de leur conversion en titres de capital	(g)	#	
▪ Autres créances			#
Autres créances immobilisées			#
Totaux		(a)	

(b) les titres sont inclus dans le quota de 50% pendant un an après qu'ils soient provisionnés ou annulés.

	Date de provision	Date d'exclusion du quota (+ 1 an)
Titre A	30/06/2001	30/06/2002
Titre B	31/12/2002	31/12/2003
Titre C	31/12/2003	31/12/2004
...		

- (c) les capitaux propres sont pris en considération avant ou après affectation des résultats.
- (d) les titres détenus dans un OPCR ne sont pas pris en compte dans la situation nette du premier OPCR, dans la mesure où le second OPCR satisfait aux conditions de détermination du quota de 50%.
- (e) les augmentations de capital réalisées au cours de l'exercice ou des deux exercices précédents ne doivent pas être pris en considération dans le calcul de la situation nette de l'OPCR
- (f) Les titres respectant le quota ne doivent pas conférer à un OPCR 40% ou plus des droits de vote des PME, sauf de celles constituées depuis moins de trois ans.
- (g) Les quasi-fonds propres ne sont pris en considération pour le calcul du quota de 50% qu'à hauteur maximum de 15% de la situation nette comptable de l'OPCR. L'OPCR doit détenir au moins 5% du capital des PME dans lesquelles il détient des quasi fonds propres.

□ Autre conditions

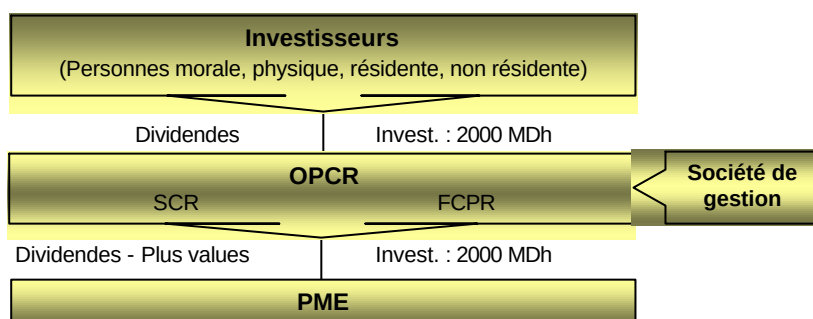
- ⇒ Le quota de 50% doit être atteint dans un délai de 3 ans à compter la constitution de l'OPCR ;
- ⇒ Les participations des non PME dans la PME ne doivent pas dépasser 40% des droits de vote, n'incluant pas la participation de l'OPCR ;
- ⇒ Les dirigeants des PME ne doivent pas détenir plus de 20% de l'OPCR ;
- ⇒ Les actionnaires qui ont 40% des droits de vote des PME, ne peuvent détenir plus de 30% des droits dans les bénéfices d'un OPCR ;

Section 3. ÉTUDE DE L'IMPACT FINANCIER DU REGIME FISCAL PROPOSE

Nous avons souhaité présenter, dans cette section, une simulation financière du coût de la fiscalité du capital-risque pour un OPCR, selon qu'il se trouve dans le cadre de droit commun ou dans le cadre du régime spécifique que nous avons proposé.

Nous n'allons pas examiner dans notre exemple, toutes les situations possibles et envisageables lors d'une opération de capital-risque. Nous nous contenterons d'étudier un exemple simple d'illustration, dont les éléments sont les suivants :

Des investisseurs constituent un OPCR et y mettent 2.000 Mdh⁴². La société de gestion de celui-ci investit ces fonds dans une PME qui réalise un taux de rentabilité interne (TRI) des fonds investis de 25% par an. L'OPCR reçoit des dividendes de la PME à la 3^{ème} et 4^{ème} année puis cède sa participation dans la PME à la 5^{ème} année.



□ Cas 1 : exercice de l'activité de capital-risque sous le régime de droit commun

Durant cette participation, l'OPCR supporte les principaux impôts et charges suivantes :

- ⇒ des frais de gestion au taux de 2% du fonds géré par la société de gestion ;
- ⇒ la TVA non récupérable sur les frais de gestion au taux de 20% ;
- ⇒ les droits d'enregistrement du capital initial au taux de 0,5% ;
- ⇒ une retenue à la source sur les dividendes, même exonérés, au taux de 10% ;
- ⇒ l'IS sur la plus values à la cinquième année ;
- ⇒ l'IS sur la plus values de cession après des abattements déterminés selon l'article 19 de la loi sur les SA.

L'ensemble de ces opérations a fait passer le TRI global de l'investissement de 25% à 18,9%, soit un écart négatif de 6,1%. Cet écart correspond globalement à des frais de gestion de 200 Mdh et des impôts directs et indirects de 1.700 Mdh.

Par ailleurs, un membre de l'OPCR, personne morale soumise à l'IS, devrait supporter une retenue à la source au taux de 10%, soit 280 Mdh. Il dégagera alors, sur un investissement de 2.000 Mdh, un TRI de 17,5%, soit un écart par rapport au rendement de la PME (de 25%) de 7,5%.

Si ce membre était une personne physique résidente, il supporterait 30% de RAS, correspondant à 830 Mdh. Son TRI passe alors à 14,2%, soit un écart de 10,8%.

⁴² le raisonnement est aussi valable lorsqu'on considère que l'investissement est de 2 millions de dirhams dans une PME ou de 2 milliard de dirhams de tous le secteur du capital-risque au Maroc.

Au final, le trésor public de l'Etat aurait encaissé des recettes fiscales totales comprises entre 1.087 Mdh et 1.517 Mdh sur une période de 5 ans.

□ Cas 2 : Exercice de l'activité de capital-risque sous le régime fiscal proposé

Dans le cadre du régime fiscal spécifique au capital-risque, deux cas de figure se présentent :

⇒ **L'OPCR respecte les conditions du quota de 50% :**

Dans le cadre du régime de faveur que nous proposons, l'OPCR est complètement transparent fiscalement et n'est, donc, soumis à aucun impôt ou taxe. Sa rentabilité sera alors de 23,5% au lieu de 25%.

De même, les membres de l'OPCR bénéficient d'une exonération totale des revenus et plus values de cession de leurs placements dans l'OPCR. Leur TRI sera maintenu à 23,5%.

Enfin, les PME ouvrant leur capital, se verront accorder l'exonération d'IS proportionnellement à la participation de l'OPCR dans leur capital.

Quant aux sociétés de gestion, ils bénéficieront de la réduction de la TVA, dont le taux passerait de 20% à 7%.

Dans cet exemple, le trésor public aura réalisé des efforts importants en matière d'exonérations du secteur de capital-risque, estimés entre 1.000 Mdh et 1.500 Mdh sur 5 ans, à charge de ce dernier d'en profiter pour réaliser un développement important en matière de :

- o l'élargissement de l'assiette fiscale par le développement des PME faisant appel au capital-risque ;
- o la professionnalisation du management des PME par une assistance rapprochée du capital-risqueur ;
- o la transparence des PME faisant appel au capital-risque ;
- o la création d'emplois par le financement de nouveaux projets ;
- o le développement des secteurs de haute technologie ;
- o le développement de l'économie nationale.

⇒ **L'OPCR ne respecte pas les conditions du quota de 50% :**

Dans ce cas, l'OPCR est soumis aux dispositions de droit commun. On se retrouve donc dans le premier cas étudié.

Exemple détaillé du premier cas de figure : Coût fiscal dans le cadre du droit commun.

1 ^{er} cas :			0	1	2	3	4	5
Investissement initial	(-)		-2 000	0	0	0	0	0
Dividendes	(+)					400	400	
Plus values	(+)							2 980
Récupération de l'investissement	(+)							2 000
Total	TRI	25.0%	-2 000	0	0	400	400	4 980
frais généraux	(-)	2.0%		-40	-40	-40	-40	-40
TVA / frais généraux	(-)	20.0%		-8	-8	-8	-8	-8
Total		23.3%	-2 000	-48	-48	352	352	4 932
Droit d'enregistrement	(-)	0.5%	-10	0	0	0	0	0
RAS / dividendes	(-)	10.0%	0	0	0	-40	-40	0
Total brut		22.7%	-2 010	-48	-48	312	312	4 932
IS / plus values brut	(-)	35.0%						-1 043
Abattement/plus values	(+)	25.0%						-261
IS / plus values net	=		0	0	0	0	0	-782
OPCR	TRI	18.9%	-2 010	-48	-48	312	312	4 150

Investisseur-Personne physique

Résidente - RAS/dividendes	30.0%		-2 000	0	0	-94	-94	-645
TRI	14.2%		-2 000	-48	-48	218	218	3 505
Non Résidente - RAS/dividendes	RAS	10.0%	-2 000	0	0	-31	-31	-215
TRI	17.5%		-2 000	-48	-48	281	281	3 935

Investisseur-Personne morale

Résidente - RAS/dividendes	RAS	10.0%	-2 000	0	0	-31	-31	-215
TRI	17.5%		-2 000	-48	-48	281	281	3 935
Non Résidente - RAS/dividendes	RAS	10.0%	-2 000	0	0	-31	-31	-215
TRI	17.5%		-2 000	-48	-48	281	281	3 935

NB : les calculs ne sont pris qu'à titre indicatif.

2 ^{ème} cas :			0	1	2	3	4	5
Investissement initial en capital	(-)		-2 000	0	0	0	0	0
Dividendes	(+)					400	400	
Plus values	(+)							2 980
Récupération de l'investissement	(+)							2 000
Total	TRI	25.0%	-2 000	0	0	400	400	4 980
frais généraux	(-)	2.0%		-40	-40	-40	-40	-40
TVA / frais généraux	(-)	7.0%		-3	-3	-3	-3	-3
Total		23.5%	-2 000	-43	-43	357	357	4 937
Droit d'enregistrement	(-)		0	0	0	0	0	0
RAS / dividendes	(-)		0	0	0	0	0	0
Total brut		23.5%	-2 000	-43	-43	357	357	4 937
IS / plus values brut	(-)	35.0%						-1 043
Abattement/plus values	(+)	100.0%						-1 043
IS / plus values net	=		0	0	0	0	0	0
OPCR		23.5%	-2 000	-43	-43	357	357	4 937
Membre de l'OPCR		23.5%						

Chapitre 3. ADAPTATION DU CADRE COMPTABLE AUX SPECIFICITES DU CAPITAL-RISQUE

Le projet de loi sur le capital-risque stipule que la comptabilité des OPCR sera tenue conformément aux dispositions de la norme générale comptable. Après examen de ces dispositions, elles nous semblent valables au secteur du capital-risque. Certaines adaptations demeurent toutefois nécessaires.

En France par exemple, les organismes de capital-risque sont soumis aux dispositions comptables propres à chaque type de structure adoptée. En effet, les sociétés de capital-risque tiennent leurs comptes selon le plan comptable général des entreprises, alors que les fonds communs de placement à risque établissent leurs comptes selon le plan comptable des OPCVM.

Ainsi, il n'est pas nécessaire de concevoir des traitements comptables spécifiques aux opérations de capital-risque.

Néanmoins et afin de tenir compte des particularités juridiques et fiscales, nous traiterons des traitements comptables spécifiques à adopter pour les organismes de placement en capital-risque, d'une part et de l'obligation de consolidation des comptes des affiliés de ces organismes, d'autre part.

Section 1. TRAITEMENT COMPTABLE DES VALEURS MOBILIERES

Les organismes de capital-risque ont pour objet exclusif, le financement en fonds propres et quasi fonds propres de titres de sociétés. Ce financement est opéré par l'acquisition de titres de participations et par des avances de créances rattachées à ces participations.

En effet, à l'occasion de l'exercice de son activité, le capital-risqueur investit en fonds propres sous forme de titres de participation, représentatifs de quotités de capital de la société affiliée (actions...) et, éventuellement, en quasi fonds propres sous forme de titres de créances (avances en comptes courants, obligations convertibles en actions,...).

Il s'agit de la principale caractéristique des organismes de capital-risque qui nous semble importante à traiter sur le plan comptable.

Pour cette raison, nous présenterons ci-après un rappel succinct du traitement comptable des titres de participation et des créances rattachées selon la norme comptable marocaine, d'une part, et selon la norme internationale d'autre part.

1. RAPPEL SUCCINCT DU TRAITEMENT DES TITRES DE PARTICIPATION SELON LA NORME COMPTABLE MAROCAINE

les titres de participation sont des parts des sociétés acquises avec l'intention de les maintenir plus de douze mois au moins dans le portefeuille, et qui confèrent à l'entreprise détentrice un pouvoir économique spécifique à son avantage, ou une influence dans la gestion ou le contrôle de la société émettrice⁴³. La possession durable de ces titres est estimée utile à l'activité de l'entreprise.

Rappelons qu'en France, l'identification des titres de participation est complétée par les deux critères suivants : « Sauf preuve contraire, sont présumés être des titres de participation :

- les titres acquis en tout ou partie par offre publique d'achat (OPA) ou offre publique d'échange (OPE) ;
- les titres représentant au moins 10% du capital d'une entreprise ».

Par ailleurs, les créances rattachées à des participations sont tous les prêts accordés par l'entreprise à ses filiales, dans le cadre de leur développement.

La principale problématique qui se pose à ce niveau correspond à l'évaluation de ces titres et créances.

1.1. Au moment de la prise de participation : Valeur d'entrée

La valeur d'entrée des immobilisations financières est égale au prix d'acquisition des titres immobilisés ou à la valeur nominale des créances inscrites dans cette catégorie d'actif. Les frais d'acquisition de ces titres (honoraires, droits de mutation, commission...) sont portés dans les charges de l'exercice.

L'obtention d'actions gratuites en contrepartie d'une augmentation de capital, par incorporation des réserves de la société émettrice, ne modifie pas la valeur d'entrée d'origine

⁴³ Mémento comptable – Edition Masnaoui

des titres ; elle a pour seule conséquence de réduire la valeur unitaire de l'action, au même titre que la cession de droits de souscription ou d'attribution.

La cession des droits de souscription réduit la valeur globale d'entrée des titres, du montant du prix de cession de ces droits et réduit par conséquent le coût unitaire moyen d'achat des titres correspondants⁴⁴.

Cependant, l'application de cette règle conduirait⁴⁵, dans le cas de détention des actions depuis une longue date, à une imputation trop importante sur la valeur d'entrée des titres de participation et représenterait ainsi une entorse au principe du coût historique selon lequel, l'immobilisation doit être sortie à son prix d'entrée avec constatation éventuelle d'un profit ou d'une perte.

Pour résoudre ce problème, les doctrines comptables et fiscale françaises ont opté pour une méthode qui évite de sortir les droits de souscription d'actions pour le montant correspondant au prix de cession de ces droits.

Selon cette méthode, la valeur d'origine théorique des droits de souscription cédés, est déterminée en appliquant au prix d'achat de l'action, le rapport existant au jour de la cession entre, d'une part, le prix de cession dudit droit et, d'autre part, le total formé par ce prix et le prix actuel de l'action ancienne "ex-droit" (c'est à dire droit détaché).

1.2. Pendant la prise de participation

1.2.1. Valeur d'inventaire

Les titres de participation doivent être évalués moins en fonction du marché, souvent inexistant, qu'en fonction de l'utilité que la participation présente pour l'entreprise ; Cette évaluation repose tant sur des critères objectifs (cours en bourse, rentabilité financière,...) que subjectifs (conjoncture économique, parts de marché, synergie entre les deux entités,...).

A l'inventaire, les titres de participation sont évalués essentiellement en fonction de leur utilité économique pour l'entreprise détentrice.

Cette valeur actuelle est donc appréciée comme celle de toute immobilisation : c'est le « prix qu'accepterait d'en donner un acquéreur éventuel de l'entreprise, compte tenu de l'utilité de la participation pour l'entreprise ».

La valeur d'inventaire des autres titres immobilisés est par contre déterminée par rapport :

- au cours moyen du dernier mois s'ils sont cotés ;
- à leur valeur probable de réalisation, dans le cas inverse.

Enfin, la valeur d'inventaire des créances immobilisées correspond à leur valeur nominale, corrigée le cas échéant par une provision pour dépréciation s'il apparaît que leur encaissement est incertain à l'échéance, ou par une « provision pour actualisation » s'il s'agit de prêts à long terme accordés sans intérêts ou à un taux d'intérêt très faible par rapport à celui du marché.

Lorsque des "sorties" de titres ont été opérées (à la suite de cessions notamment), portant sur des ensembles de titres de même nature conférant les mêmes droits, la valeur d'entrée

⁴⁴ Code général de normalisation comptable.

⁴⁵ Mémento comptable – Edition Maskaoui

des titres restants est déterminée par la méthode du "coût d'achat moyen pondéré" après chaque entrée ou, à défaut, par la méthode du "premier entré ; premier sorti" dite F.I.F.O. (en anglais "first in, first out")

1.2.2. Valeur à l'arrêté des comptes

Lorsque la valeur d'inventaire est inférieure à la valeur d'entrée, l'entreprise constate comptablement la perte par la dotation d'une provision pour dépréciation latente.

Cette moins-value est calculée par catégories homogènes de titres de même nature et conférant les mêmes droits. Si l'acquisition a été faite à des dates différentes, l'évaluation se fait au coût moyen pondéré ou à défaut au PEPS (FIFO).

Les plus-values ne sont pas comptabilisées ; les moins-values doivent l'être, sous forme de provisions pour dépréciation. Aucune compensation n'est, en principe, pratiquée entre plus-values et moins-values ; toutefois, s'agissant des titres immobilisés cotés autres que les titres de participation, l'entreprise peut, sous sa responsabilité, compenser les moins-values résultant d'une baisse des cours paraissant anormale et momentanée, par les plus-values constatées sur d'autres titres et dans la limite de ces plus-values.

Dans le cas d'une baisse momentanée du cours des titres immobilisés, l'entreprise a la faculté de ne pas intégrer, dans la provision tout ou partie de la moins-value constatée, si ses dirigeants estiment que la baisse n'est pas irréversible. Mention spéciale doit en être faite à l'ETIC.

1.3. Comptabilisation des revenus des titres de participation et comptes rattachés

Pendant la participation, l'entreprise peut percevoir éventuellement, deux catégories de revenus, formant son résultat financier :

- Des dividendes : ils proviennent des distributions décidées par les organes de gestion de la société affiliée
- Des intérêts : ils proviennent des rémunérations des comptes courants, des obligations convertibles en actions ou autres.

Lors de la cession, la sortie des titres du patrimoine de l'entreprise est constatée dans le compte de résultat, en sortant du bilan l'immobilisation financière concernée par sa valeur nette d'amortissement. Le prix de cession convenu entre les parties est un produit non courant pour l'entreprise. Les provisions auparavant constituées, sont alors reprises immédiatement.

2. RAPPEL DES DISPOSITIONS NORMES IAS ET IFRS EN MATIERE DE TRAITEMENT COMPTABLE DES TITRES DE PARTICIPATION

Les normes comptables internationales de l'International Accounting Standards Committee (IASC), reprises récemment par le nouvel IASB (Board) sous le vocable de normes IFRS (International Financial Reporting Statements) pour les futures normes comptables, visent à créer un corpus universel de règles comptables d'évaluation et de présentation de l'information financière pour les entreprises. Les IFRS ne peuvent cependant pas résoudre "tous" les problèmes comptables⁴⁶.

2.1. Présentation des normes IAS et IFRS

Les normes IAS (International Accounting standard) ont pour objectif l'uniformisation des principes comptables employés pour les états financiers des entreprises et autres organismes dans le monde entier.

Le règlement européen⁴⁷ a imposé l'utilisation des normes comptables internationales pour l'élaboration des comptes consolidés des entreprises européennes dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé européen, pour les exercices débutant à partir du 1er janvier 2005.

Le fait de présenter des premiers comptes selon les IFRS au 31 décembre 2005 suppose :

- 1) de définir des principes comptables respectant les IFRS ;
- 2) de préparer un bilan d'ouverture selon ces principes comptables au 1er janvier 2004 (si l'entreprise ne présente qu'un exercice à titre de comparaison) ;
- 3) d'estimer selon ces principes comptables toutes les informations présentées au titre du bilan au 1er janvier 2004 ;
- 4) de présenter les comptes et fournir les informations dans les comptes intermédiaires et les comptes annuels de la période.

2.2. Difficultés globales d'applications des normes IAS et IFRS

Le changement du référentiel comptable applicable notamment aux groupes financiers cotés risque de modifier très significativement les bases de références comptables utilisées.

Les conditions de la première application des IFRS (International Financial Reporting Standards, nouvelle dénomination des IAS) sont définies dans le SIC n° 8 (First Time Application of IASs as the Primary Basis of Accounting - Première application des IAS en tant que référence comptable de base).

Les normes IFRS sont très exigeantes puisqu'elles requièrent un retraitement quasi complet des transactions antérieures pour se conformer aux normes IAS. Il faut, en plus, effectuer ces retraitements en prenant en compte les évolutions historiques des IAS.

⁴⁶ La comptabilité du 21^{ème} siècle se prépare...Par Eric DELESALLE, Expert comptable – l'APDC, 2001

⁴⁷ Règlement n° 1606-2002 du 19 juillet 2002

Selon les dispositions du SIC 8, les IAS sont applicables de façon rétrospective. Ainsi, l'information comparative doit être présentée selon les normes de l'IAS, désormais appelées IFRS.

Le principe général de la norme prévoit que le bilan d'ouverture doit être établi conformément aux IFRS en vigueur à la clôture de la période pour laquelle les états financiers IFRS sont présentés pour la première fois⁴⁸.

Cette procédure est très lourde et complexe à mettre en œuvre, coûteuse pour les entreprises, sans garantir pour autant la qualité de l'information financière fournie. Dès lors, il y a lieu de développer des propositions pour une nouvelle norme internationale, applicable à toutes les entreprises, sur la base de principes qui remplacerait SIC 8 et les dispositions transitoires spécifiques prévues dans les normes de l'IASB.

Ainsi, une entreprise qui établirait pour la première fois des états financiers IFRS en 2005 devra donc, au minimum, établir un bilan d'ouverture au 1er janvier 2004 en appliquant les IFRS en vigueur en 2005⁴⁹.

2.3. La notion de la « Juste valeur » et le traitement comptable des titres de participation selon les normes IAS

Selon les normes IFRS (IAS anciennes), la « Juste valeur » est le montant pour lequel un actif pourrait être échangé ou un passif éteint, entre parties bien informées et consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normales⁵⁰.

Cette notion constitue un dispositif permettant d'autoriser ou d'imposer aux entreprises la comptabilisation de certaines opérations, notamment financières, à la juste valeur en conformité avec la norme IAS39.

En vertu de la norme IAS39, les titres de participation doivent être initialement évalués au coût, qui est la juste valeur de la contrepartie donnée pour les acquérir.

Après leur comptabilisation initiale, les titres de participation doivent être réévalués à leur juste valeur à la date de chaque inventaire.

Selon la norme IAS 39, il était prévu qu'une entité ayant décomptabilisé (sorti du bilan) des actifs (et passifs) financiers conformément aux règles comptables locales, comptabilise à nouveau ces instruments financiers (dont les titres de participation) dans son bilan d'ouverture lors du passage aux IFRS, dès lors que les critères de sortie d'IAS 39 ne sont pas remplis.

Cependant, et à l'initiative de l'IASB pour faciliter la transition, les entreprises appliquant pour la première fois les IFRS n'auraient pas à retraiter les opérations de cession ayant produit leurs effets avant le 1er janvier 2001, comme exigé initialement.

L'apport de l'IAS 39 en matière de traitement des titres concerne le portefeuille de titres « disponibles à la vente » (available for sale), qui regroupe les titres de participation, titres de

⁴⁸ Lettre des services financiers – Deloitte & Touche – n°6 – avril 2003

⁴⁹ En principe, la norme IFRS exige le retraitement des comptes historiques, depuis la date de sa publication. Cependant, et afin de faciliter la première application des IFRS, l'IASB n'exigera que le retraitement du seul exercice 2004.

⁵⁰ Normes comptables internationales 1999 – IASC – p 466.

placement et autres titres. Ce portefeuille devrait être évalué à la juste valeur et non plus pour la valeur la moins élevée entre le coût historique et la valeur de marché ou d'utilité.

Ainsi, la prise en compte des plus-values latentes dans l'évaluation des portefeuilles « disponibles à la vente » augmenterait leur valeur à l'actif ainsi que le total des capitaux propres⁵¹. Alors que seules les pertes latentes étaient jusqu'à présent prises en compte, les bénéfices latents seront traités de la même façon que les pertes latentes et seront systématiquement enregistrés, soit en compte de résultat, soit directement dans les capitaux propres. Si la première option est choisie, le compte de résultat sera mécaniquement augmenté.

Il convient cependant de signaler que l'IASB envisage de supprimer l'option d'enregistrer ces changements de valeur en compte de résultat pour favoriser un enregistrement directement en capitaux propres, s'alignant ainsi sur les normes américaines. En définitive, ce changement de mode d'évaluation devrait avoir tendance, dans un premier temps, à augmenter symétriquement la valeur des actifs et celle des capitaux propres, puis à générer une volatilité accrue de la valeur des titres.

3. PROPOSITION D'ADAPTATION DE LA NORME COMPTABLE MAROCAINE A L'ACTIVITE DE CAPITAL-RISQUE

L'étude du cadre comptable applicable aux OPCR a démontré qu'il est globalement adapté à l'activité de capital-risque. Cependant, nous estimons qu'il est nécessaire d'apporter quelques améliorations qui portent sur une meilleure présentation des états de synthèse des OPCR et de l'introduction de la notion de la « juste valeur » dans l'évaluation des titres de participation.

3.1. Limites des normes marocaines par rapport à l'activité de capital-risque

La lecture des états de synthèse des organismes de capital-risque marocain ne permet pas, de prime à bord, une prise directe des informations spécifiques à l'activité. Il s'agit notamment de la composition du portefeuille de participation détenu par l'organisme de capital-risque. Cette information est très importante pour apprécier le respect des conditions relatives au quota de 50%.

Pour ce faire, il faudrait disposer d'information analytique et extracomptable sur la nature des titres en portefeuille, la cotation ou non des titres, etc. Ces informations ne sont pas fournies directement par les états de synthèse.

Ainsi, sans remettre en cause l'indépendance du droit comptable de la fiscalité, il nous semble que l'impact important des dispositions fiscales sur l'image fidèle, sur la régularité et la sincérité des comptes, justifierait la prise en compte des considérations fiscales dans les états de synthèse de l'organisme de capital-risque.

Par ailleurs, l'évaluation du portefeuille du capital-risqueur selon le principe comptable de prudence, ne donne pas à notre avis une image fidèle de la valeur réelle de ses participations. En effet, selon ce principe, seules les moins values latentes sont enregistrées en comptabilité. Les plus values latentes ne sont pas prises en compte selon ce même principe. Cependant, dans l'activité de capital-risque, les participations prennent « normalement » de la valeur (et beaucoup de valeur) dans le temps. C'est l'objectif même attendu d'une telle activité. Ainsi, au bout de quelques années, la valeur du portefeuille

⁵¹ Incidences prudentielles des nouvelles normes comptables internationales sur les établissements bancaires – Etude d'impact sur le calcul des ratios prudentiels.

inscrite au coût historique ne reflète plus la réalité financière du portefeuille détenu par l'organisme de capital-risque.

Afin de remédier à, au moins, ces deux limites, nous avons proposé deux principales recommandations : l'adaptation de la présentation des comptes aux spécificités de l'activité de capital-risque et l'adoption de la notion de « juste valeur » pour l'évaluation du portefeuille de participation des organismes de capital-risque.

3.2. Adaptation de la présentation des comptes aux spécificités de l'activité de capital-risque

Les états de synthèse permettent de fournir un ensemble d'informations conformes aux besoins des divers utilisateurs intéressés. L'ETIC (Etat des informations complémentaires), dernier état prévu par le CGNC (après le bilan, le compte de produits et charges (CPC), l'état des soldes de gestion (ESG) et le tableau de financement (TF)), permet de donner des informations quantitatives destinées à compléter ou à détailler certains postes du bilan et du CPC et des informations qualitatives pour faciliter la compréhension des informations chiffrées.

Ainsi, le tableau B4 relatif aux titres de participation, permet de présenter en détail le portefeuille de participation de l'entreprise, en précisant essentiellement, pour chaque participation, le pourcentage de participation, le prix d'acquisition global, la valeur comptable nette et les produits rattachés inscrits au CPC de l'exercice.

En ce qui concerne l'activité de capital-risque, il nous semble nécessaire de tenir compte des spécificités juridiques et fiscales et les faire apparaître dans l'ETIC. Il s'agit notamment des informations relatives aux titres admis pour le calcul du quota de 50%.

Cependant, l'état B4 précité ne permet pas de faire une lecture analytique du portefeuille de titres de l'OPCR et de s'assurer du respect des conditions exigées par la loi.

A ce titre, nous proposons un modèle d'état supplémentaire à joindre dans l'ETIC par les OPCR qui permet de faire ressortir les informations suivantes :

- Pour les titres de participation, présenter le détail des :
 - Titres de PME non cotés ;
 - Titres PME cotés depuis moins de 5 ans au 3ème compartiment ;
 - Titres PME détenus pendant plus de 1 an puis cotés au 1er ou 2ème compartiment depuis moins de 3 ans ;
 - Titres PME détenus pendant plus de 1 an puis ne remplissant plus la qualité de PME depuis moins de 3 ans ;
 - Titres PME provisionnés ou en liquidation depuis moins d'un an ;
 - Autres titres.
- Pour les créances rattachées à des participations, présenter le détail des :
 - Titres représentant des obligations ou dettes convertibles, donnant à terme accès au capital, y compris ceux créés par voie contractuelle ;
 - Titres représentant des avances en compte courant, bloquées pendant plus de deux ans ou assortis d'un engagement irrévocable de leur conversion en titres de capital ;
 - Autres créances.

3.3. L'adoption de la notion de « juste valeur » pour l'évaluation du portefeuille de participation des organismes de capital-risque

Afin d'éviter un décalage de la valeur comptable historique du portefeuille de participation de l'organisme de capital-risque par rapport à sa valeur actuelle, nous proposons d'adopter la notion de la « juste valeur ».

Il s'agit, rappelons le, d'une évaluation des titres de participation à la valeur correspondant au montant pour lequel ces titres pourraient être échangés entre des parties bien informées et consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normales⁵².

Après leur comptabilisation initiale, les titres de participation doivent être réévalués à leur juste valeur à la date de chaque inventaire.

Cette notion aura pour conséquence la constatation, en comptabilité, des plus et moins values, par dérogation au principe comptable de prudence.

Il est possible de prévoir l'enregistrement de la contrepartie des plus-values latentes, directement dans les capitaux propres ; ce que nous ne préconisons pas à notre avis, pour des raisons de clarté des comptes.

⁵² Normes comptables internationales 1999 – IASC – p 466.

Section 2. LA CONSOLIDATION DES COMPTES DES OPCR

Les organismes de capital-risque (OPCR) interviennent généralement en tant que minoritaires pour détenir des participation dans le capital de sociétés non cotées. Cependant, dans le cadre des dispositions légales et réglementaires actuelles, ils n'ont pas l'obligation de présenter une image globale de leur activité et de la situation du groupe de sociétés qu'ils forment.

Si la consolidation des Fonds communs de placement à risque (FCPR) ne peut être envisagée (puisque'il s'agit de simples copropriétés de fonds, sans existence juridique), il est intéressant d'étudier la possibilité, sinon l'obligation, d'établissement des comptes consolidés par les sociétés de capital-risque (SCR).

1. RAPPEL DES PRINCIPES DE LA CONSOLIDATION DES COMPTES DANS LE DROIT MAROCAIN

Les comptes consolidés ont pour but de donner une image globale de l'activité et de la situation d'un groupe de sociétés qui, bien que juridiquement indépendantes, sont soumises à une unité de direction et constituent ainsi une entité économique.

En effet, les comptes consolidés sont nécessaires pour les besoins en information suivants :

- ⇒ Information externe : les comptes individuels de la société mère ne permettent pas d'informer suffisamment les actionnaires et les tiers de la réalité des actifs du groupe, de son endettement et de ses résultats.
- ⇒ Information interne : les comptes consolidés de façon homogène, permettent aux dirigeants du groupe d'analyser plus aisément les performances de leurs sociétés ainsi que leur contribution au résultat d'ensemble. Elle facilite la prise de décision.

Cependant, le droit des sociétés marocaines ne reconnaît pas l'existence de groupe en tant qu'organe indépendant. Mais il comprend des dispositions diverses visant à protéger les tiers. C'est dans ce cadre que s'inscrit le projet de loi sur les comptes consolidés.

Il faut cependant rappeler que la notion de groupe et de consolidation des comptes se retrouve dans un certain nombre de dispositions légales et réglementaires⁵³. Il s'agit notamment du :

- **Plan comptable général des entreprises (PCGE) :**

Selon le PCGE, la notion comptable et financière de groupe s'entend de l'ensemble constitué par plusieurs entreprises placées sous l'autorité économique et financière de l'une d'entre elles, qui définit et contrôle la politique et la gestion de l'ensemble.

- **Code général de normalisation comptable (CGNC) :**

Selon le CGNC, le groupe est formé :

- ✓ de la « société mère » qui, à la tête du groupe, exerce les pouvoirs de direction et de contrôle de l'ensemble ;
- ✓ des « filiales » qui sont les autres sociétés.

⁵³ Article BIP : l'avant projet de loi relative aux comptes consolidés – n°78 – octobre 1998.

- **La loi 17-95 relative aux sociétés anonymes :**

Sans faire référence aux notions de groupes et de comptes consolidés, la loi précise dans son article 142, les informations à publier par les sociétés possédant des filiales et des participations, étant entendu que :

- ✓ La « filiale » est une société dans laquelle une autre société, dite « mère », possède plus de la moitié (50%) du capital ;
- ✓ La « participation » est une société dont la fraction de capital détenu par une autre société est comprise entre 10% et 50%.

- **L'arrêté du Ministre de l'économie et des finances du 29 jourmada I 1421 (30 août 2000) relatif à la publication des états de synthèse par les établissements de crédit :**

Cet arrêté stipule, dans son article 2, que les établissements de crédit sont tenus de publier leurs états de synthèse annuels établis sous forme individuelle et consolidée. Les documents formant ces états de synthèse sont prévus par la circulaire de Bank Al Maghreb n°12-G-00 relative à la publication des états de synthèse par les établissements de crédit.

- **Le projet de loi relatif aux comptes consolidés :**

Pour compléter ce dispositif légal et réglementaire, un avant projet de loi relatif aux comptes consolidés a été établi depuis le 25 mai 1998, dans le but de préparer une loi marocaine en la matière. Ce projet de loi traite⁵⁴ :

- ✓ des sociétés concernées par la consolidation ;
- ✓ de l'établissement des comptes consolidés ;
- ✓ de la publication des comptes consolidés.

2. OBLIGATION DE CONSOLIDATION DES COMPTES POUR LES SOCIÉTÉS DE CAPITAL-RISQUE (SCR)

La société de capital-risque (SCR) est une société de portefeuille qui détient des participations dans ses filiales. En vertu des dispositions légales et réglementaires, y compris l'avant projet de loi relatif à la consolidation des comptes, il nous semble que le statut de la SCR devrait lui conférer l'obligation d'établir des comptes consolidés.

En effet, l'avant projet de loi sur les comptes consolidés prévoit l'obligation de la consolidation des comptes et l'établissement d'un rapport de gestion pour les sociétés commerciales, appelées sociétés «consolidantes » qui contrôlent une ou plusieurs sociétés. Le contrôle provient de l'une des situations suivantes :

- ✓ Le contrôle exclusif : lorsque la société consolidante détient la majorité des droits de vote, le contrôle de fait ou le contrôle économique ou statutaire ;
- ✓ Le contrôle conjoint : lorsque le contrôle est partagé entre les actionnaires ou associés ;
- ✓ L'influence notable : lorsque la société consolidante détient au moins 20% des droits de vote, sans avoir le contrôle exclusif ou conjoint.

Ainsi, le projet de loi sur l'activité de capital-risque devrait prévoir l'obligation, pour les OPCR, d'établir des comptes consolidés conformément à la « loi⁵⁵ » relative à la consolidation des comptes.

⁵⁴ Pour en savoir plus, nous référons au projet de loi sur les comptes consolidés ainsi qu'à l'étude qui en est faite dans le n°78 du BIP – Cabinet Masnaoui – octobre 1998.

⁵⁵ Dans la perspective d'adoption de la loi sur la consolidation des comptes.

CONCLUSION DE LA PARTIE II

Au terme de cette seconde partie, nous pouvons sortir avec les principales constatations suivantes :

Sur le plan juridique, en plus de quelques dispositions prévues dans la charte de la PME, il existe un projet de loi sur l'activité de capital-risque qui prévoit un ensemble de dispositions pour l'exercice du capital-risque. Ce projet est actuellement entre les mains du Secrétariat Général du Gouvernement pour examen avant sa soumission, pour approbation, au pouvoir législatif. Cependant, ce projet de loi suscite un certain nombre de remarques et d'observations qui doivent être intégrées, à notre avis, pour son amélioration. Rappelons que, par ailleurs, les professionnels ont proposé des amendements à ce projet de loi.

Sur le plan fiscal, le capital-risque ne bénéficie pas actuellement d'incitations fiscales en matière d'investissement en fonds propres, notamment des exonérations et réductions d'impôts. Nous avons donc étudié et proposé un régime fiscal spécifique aux intervenants dans le capital-risque qui prévoit des exonérations conditionnelles.

Sur le plan comptable, nous avons proposé une amélioration de la présentation des états de synthèse des organismes de capital-risque afin de tenir compte des spécificités du métier. De même, nous avons proposé d'adopter le principe de la « juste valeur » pour l'évaluation des titres de participation des OPCR.

PARTIE III. CONTRIBUTION DE L'EXPERT COMPTABLE DANS L'ACCOMPAGNEMENT DES INTERVENANTS EN CAPITAL-RISQUE

INTRODUCTION DE LA PARTIE III

Le rôle de l'expert comptable devient de plus en plus important en matière d'audit et de conseil des entreprises. L'expert comptable devient un véritable partenaire de l'entreprise bien accepté par celle-ci à plus d'un titre : sa formation est un gage de qualité et son expérience ne fait que l'accroître. Principalement professionnel du chiffre, il a appris à maîtriser les circuits d'information de l'entreprise et a développé, en plus d'une méthodologie acquise en matière d'audit et de comptabilité, une expertise dans le domaine du conseil⁵⁶.

En effet, la mission⁵⁷ de l'expert comptable est de réviser, d'apprécier et d'organiser les comptabilités des entreprises et organismes desquels il est indépendant. Il est seul habilité à exercer la mission de commissaire aux comptes⁵⁸ (audit légal) et à délivrer une opinion sur les comptes (audit contractuel). De même, il est compétent pour donner des conseils et avis et entreprendre des travaux d'ordre juridique, fiscal, économique, financier et organisationnel se rapportant à la vie des entreprises et des organismes.

Par ailleurs, L'appartenance à un corps professionnel l'Ordre des Experts Comptables, chargé de la mise en œuvre des normes de travail et de rapport, du contrôle de qualité, du respect de l'éthique, apporte une garantie d'exécution de la mission avec professionnalisme et responsabilité.

En effet, l'expert comptable est le garant de l'investissement. Il a pour rôle la sécurisation des actionnaires. Il est ainsi le partenaire incontournable pour les opérations de capital-risque. A ce titre, il peut avoir différents rôles :

- Un rôle de contrôleur dans le cadre d'audit légal ou contractuel ;
- Un rôle de conseiller dans les domaines juridique, fiscal, comptable et financier.

Cependant, dans l'exercice de son métier, l'expert comptable est confronté à certaines « limites » imposées par la réglementation de la profession. Celles-ci le désavantagent certes par rapport à ses concurrents, mais constituent un gage de qualité pour ses clients.

Ainsi, l'expert comptable doit prêter une attention particulière aux situations suivantes :

- **Incompatibilité entre les métiers de l'audit et du conseil**

L'expert comptable ne doit pas se trouver dans l'une des incompatibilités citées par la loi 17-95⁵⁹, à l'occasion de l'exercice de sa mission de commissaire aux comptes.

L'exercice de la profession d'expert comptable est incompatible avec toute activité ou tout acte de nature à porter atteinte à l'indépendance de l'expert comptable⁶⁰.

- **Interdiction de publicité personnelle**

Dans le domaine du conseil, il est nécessaire de communiquer avec son environnement et se faire connaître auprès des entreprises.

⁵⁶ Congrès organisé par l'ordre des experts comptable sur le conseil

⁵⁷ Article premier de la loi n° 15-89 réglementant la profession d'expert comptable et instituant un Ordre des experts comptables

⁵⁸ Article 159 de la loi 17-95

⁵⁹ Article 161 de la loi 17-95

⁶⁰ Article 16 de la loi 15-89

Cependant, la législation en vigueur interdit aux experts comptables toute publicité personnelle. Ils ne peuvent faire état que de leurs titres ou diplômes⁶¹. Cette interdiction concerne toute insertion personnelle faite dans la presse ou autres, ainsi que toutes les démarches directes ou indirectes (affiches, réclames,...) de nature publicitaire.

L'expert comptable peut, toutefois, se faire connaître, face à une concurrence pour qui la publicité est autorisée, notamment à travers son site Internet dans lequel il affiche ses spécificités et ses compétences dans le domaine du conseil.

- **Mode de rémunération des experts comptables**

Les experts comptables reçoivent des honoraires qui sont exclusifs de toute autre rémunération même indirecte, d'un tiers à quelque titre que ce soit.

Rappelons à cet effet qu'une telle rémunération ne peut être déterminée sur la base d'un pourcentage ou Commissionnement de l'affaire sur laquelle il travaille. Sa rémunération ne peut être que fixe et déterminée d'un commun accord à l'avance.

De même, la rémunération des prestations d'audit et de commissariat aux comptes est arrêtée par l'ordre des experts comptables⁶² selon un barème prédéfini d'heure à passer sur un dossier.

Nous examinerons dans cette partie, les principales interventions de l'expert comptable dans le domaine de capital-risque, aussi bien dans le domaine de l'audit que celui du conseil. Ainsi, nous passerons en revue successivement ses possibilités d'intervention au profit des PME faisant appel au capital-risque et des organismes de placement en capital-risque. De même, nous exposerons le rôle de l'expert comptable en tant que conseiller juridique, et financier, et en tant que contrôleur.

⁶¹ Article 17 de la loi n° 15-89

⁶² Avril 2003

Chapitre 1. L'EXPERT COMPTABLE : CONSEILLER JURIDIQUE EN CAPITAL-RISQUE

Section 1. ETUDE DES CONDITIONS JURIDIQUES D'EXERCICE DE L'ACTIVITE DE CAPITAL-RISQUE

L'expert comptable peut assister le capital-risqueur dans le choix du régime spécifique à adopter d'une part, et d'autre part à l'occasion de son intervention en tant que minoritaire pour lui préciser ce que lui apporte la loi en matière de protection de ses droits, ainsi que pour l'informer des risques provenant de sa responsabilité en tant qu'administrateur et des solutions alternatives pour éviter ces risques.

1. ASSISTANCE DANS LE CHOIX DU REGIME SPECIFIQUE DU CAPITAL-RISQUE

Pour l'exercice de l'activité de capital-risque, les organismes de capital-risque ont le choix entre le régime – juridique et fiscal – de droit commun et le régime spécifique au capital-risque. Les conséquences de ce choix sont importantes, notamment pour son impact fiscal sur la rentabilité des fonds investis.

L'évaluation de ce choix ne pose pas de grandes difficultés. Il nous semble qu'à ce stade de la réflexion, nous sommes bien avancé pour affirmer, à condition que les dispositions fiscales d'accompagnement soit mises en place, que le choix est vite fait pour le régime spécifique au capital-risque.

Le choix ne porte donc pas sur cette alternative. Il consiste plutôt à définir les critères d'une utilisation optimale du régime spécifique.

Dans le cadre de son accompagnement, l'expert comptable peut assister les membres de l'OPCR à opter pour le statut adéquat.

1.1. Le choix du statut d'OPCR

Lorsque le capital-risqueur opte pour un régime fiscal particulier, celui-ci doit faire partie d'une stratégie fiscale étudiée qui elle-même s'inscrit dans la stratégie globale de l'entreprise⁶³.

En effet, selon la stratégie adoptée, selon l'affiliation du capital-risqueur à un groupe financier, bancaire ou indépendant, selon son mode d'intervention, le choix du régime spécifique au capital-risque ne se pose pas dans les mêmes termes.

Le choix de ce régime comporte un certain nombre de contraintes qui dissuaderaient plus d'un, en raison de la difficulté de respecter en permanence le quota de 50%. D'ailleurs, certains organismes préféreraient intervenir dans l'activité de capital-risque dans le cadre du droit commun. Ils renoncent ainsi aux avantages mais aussi aux contraintes du régime.

Cependant, nous estimons que le choix du régime spécifique du capital-risque est intéressant à plus d'un titre :

⁶³ Martial CHADFEAU – Audit fiscal – Litec 1987

1.1.1. Un atout pour convaincre les souscripteurs

Les souscripteurs potentiels à un OPCR sont avant tout soucieux de la rentabilité de leur investissement.

L'adoption du statut d'OPCR devrait donner une assurance supplémentaire aux souscripteurs dans la mesure où il définit clairement les modalités et les conditions d'intervention, telles que définies par la loi sur le capital-risque,

1.1.2. Un atout pour réaliser une meilleure rentabilité

Bien qu'un investissement ne soit jamais réalisé uniquement pour des considérations fiscales, elles n'en demeurent pas moins importantes dans la décision finale d'investir.

L'adoption du statut d'OPCR permet d'optimiser et de minimiser la charge fiscale liée à l'investissement. Il en résulte ainsi une meilleure rentabilité des fonds investis.

1.2. Le moment optimal pour adopter le statut d'OPCR

Les organismes de capital-risque sont libres de choisir à quel moment rentrer dans le cadre spécifique aux OPCR, à conditions de satisfaire aux conditions juridiques prévues par la loi. Rappelons que pour bénéficier des avantages fiscaux, il est nécessaire de satisfaire aux conditions relatives au quota de 50% dans un délai de 3 ans à compter de la date de constitution ou d'entrer dans le régime.

Les organismes de capital-risque qui optent très tôt pour le régime, sans satisfaire à ces conditions, s'exposent à des risques fiscaux significatifs. En effet, si le ratio de 50% n'est pas atteint au terme de la période transitoire, c'est la totalité des bénéfices précédemment exonérés (dans le cadre du régime fiscale spécifique au capital-risque) qui devient imposable.

L'impact d'un tel redressement serait limité dans un OPCR récemment créé. Il ne commence à réaliser des bénéfices, sous forme de dividendes et/ou plus values, qu'après quelques exercices (généralement à partir de la troisième ou quatrième année.

Par contre, un OPCR bénéficiaire n'ayant pas encore atteint le quota de 50%, doit bien évaluer le moment opportun pour se soumettre au régime du capital-risque. À cet effet, il doit disposer d'une bonne visibilité de son portefeuille une gestion prévisionnelle de ses investissements.

A partir de là, l'OPCR peut choisir d'intégrer le régime à partir du moment où il commence à réaliser les premiers bénéfices, c'est-à-dire à l'occasion des premières sorties. Il lui sera donc possible d'apprécier la composition et l'évolution de son portefeuille et de décider d'opter pour le régime spécifique. Il bénéficiera donc des avantages du régime sans en avoir subi auparavant les contraintes.

1.3. Le choix de la structure juridique d'OPCR

A l'occasion de la constitution d'un OPCR, la loi donne le choix entre deux catégories : les sociétés de capital-risque (SCR) et les fonds communs de placement à risque (FCPR). Contrairement au modèle français (dans lequel la SCR n'a pas besoin de société de gestion), les deux types d'OPCR sont obligatoirement gérés par une (ou deux) société(s) de gestion.

Le choix de la société ou du fonds se posera alors en terme de souplesse des modalités de fonctionnement de chaque structure. Il semble, à notre avis, que la structure de fonds est plus souple à gérer et à faire fonctionner que celle de la SCR, pour les raisons suivantes :

- le FCPR est une copropriété de valeurs mobilière, sans personnalité juridique. Il n'a donc pas d'organe de gestion, lesquels sont assurés par la société de gestion. Les formalités juridiques de son fonctionnement sont donc allégées ;
- contrairement aux FCPR, les SCR sont des sociétés anonymes de droit commun, au même titre que les sociétés de gestion : convocations et réunions des assemblées générales, des conseils d'administration, nomination de commissaires aux comptes etc. On se retrouve donc avec des formalités juridiques à accomplir en double : une fois pour la SCR et une autre fois pour la société de gestion ;

Pour ces raisons, nous estimons que la forme de FCPR est plus intéressante que celle de la SCR.

1.4. Le maintien de l'OPCR dans le régime spécifique du capital-risque

Lorsque l'OPCR est dans le régime spécifique du capital-risque, il doit s'y maintenir en respectant ses conditions juridiques et fiscales. En cas de défaillance, l'OPCR s'exposerait à des sanctions fiscales graves.

Les causes pouvant entraîner le non respect des conditions du quota de 50% sont multiples et peuvent provenir des composantes constituant ce quota : les titres admis dans le quota (le numérateur) et la situation nette de référence (le dénominateur).

En effet, le quota peut fortement fluctuer à l'occasion d'une opération dépendante (cession) ou indépendante (dépréciation d'une participation) de la volonté de l'OPCR. Lorsque celui-ci se trouve dans cette situation, il doit agir soit sur la structure de son portefeuille soit sur celle de sa situation nette.

1.4.1. Optimiser la composition du portefeuille

L'OPCR, ou sa société de gestion, doit planifier ses opérations dans le temps. En effet, une décision d'investissement ou de désinvestissement ne peut pas être prise pour répondre à une situation immédiate ou sur des considérations fiscales. Elle prend généralement beaucoup de temps avant de se concrétiser, des semaines voire des mois, alors que le quota de 50% doit être satisfait de manière constante (tout au moins à des échéances déterminées : semestrielles ou annuelles).

1.4.2. Gérer la structure de sa situation nette

Afin de minimiser le dénominateur pour le calcul du quota de 50%, c'est-à-dire la situation nette de référence de l'OPCR, il est préférable de ne faire appel aux fonds des souscripteurs que lorsque l'opportunité d'investissement se présente réellement. Cette façon de faire répond à la fois aux contraintes fiscales citées ci-dessus, mais également aux contraintes de rentabilité financière des fonds levés.

Ainsi, pour minimiser le risque encouru par le non respect des conditions relatives au quota de 50%, un suivi régulier doit être mise en place à l'aide d'un **tableau de bord fiscal**.

2. SENSIBILISATION DU CAPITAL-RISQUEUR A SA RESPONSABILITE EN TANT QUE MINORITAIRE

Bien qu'il arrive au capital-risqueur de prendre des participations majoritaires dans certaines entreprises, il n'en demeure pas moins que le principe même du capital-risque est de prendre des participations minoritaires dans des sociétés dont les majoritaires jouissent de sa confiance. Malgré sa position minoritaire, le capital-risqueur est loin d'être à la merci des actionnaires majoritaires.

En effet, en dehors des clauses du pacte d'actionnaires et des clauses statutaires, la loi offre une certaine protection au capital-risqueur en tant minoritaire dans la société.

Ainsi, dans le but d'assurer une protection de l'épargne et la sécurité des tiers, la loi relative à la société anonyme confère une protection spéciale des minoritaires s'exerçant à travers⁶⁴ :

- le droit de provoquer la réunion de l'assemblée et d'intenter des actions d'intérêt collectif ;
- l'expertise des minoritaires ;
- le droit de récusation du commissaire aux comptes ;
- le droit permanent de communication.

Afin de renforcer ses droits dans la société et contrôler un certain nombre de paramètres (décision d'investissement, rémunération des cadres supérieurs, engagement de la société, création de filiale, ...), le capital-risqueur dispose de plusieurs outils : un siège au conseil d'administration, un siège au conseil de surveillance,...

Cependant, l'expert comptable doit attirer l'attention du capital-risqueur sur le fait que le pouvoir de contrôle ne va pas sans responsabilité et que le risque doit être bien mesuré.

En effet, afin d'assurer une plus grande transparence dans la vie des affaires, le législateur a assorti de sanctions le non respect de certaines dispositions à la charge des dirigeants responsables de la société.

Il faut noter que les infractions au droit des sociétés prévues par la loi n°17-95 (abus de biens sociaux, distribution de dividendes fictifs, présentation de comptes non fidèles, absences de comptes annuels,) visent non seulement le président mais aussi les membres du conseil d'administration et les directeurs généraux, administrateurs ou non (article 373 de la loi 17-95 relative à la société anonyme). Il est de même pour la responsabilité des membres du conseil de surveillance⁶⁵.

Redoutant l'exercice de la fonction d'administrateur de nature à engager par trop la responsabilité, les capital-risqueurs ont souvent tendance à rechercher des situations intermédiaires⁶⁶. Avec le conseil de son expert comptable ou de son juriste, le capital-risqueur peut atténuer cette responsabilité par différents moyens, à savoir :

- Demander un siège particulier au conseil d'administration, légitimé par un statut contractuel ;

⁶⁴ La protection des droits des minoritaires dans la société anonyme – article BIP Cabinet Masnaoui – n°71 – janvier 1998.

⁶⁵ La responsabilité pénale des dirigeants des sociétés commerciales – article BIP Cabinet Masnaoui – n°73 mai 1998.

⁶⁶ Le capital investissement : guide juridique et fiscal – p257 – François-Denis Poitrinal – Editions Galexia – juin 2001

- Faire preuve de diligence. Le capital-risqueur ou son représentant administrateur doit, en cas de désaccord avec une décision du conseil d'administration, prendre la parole et exiger de le faire acter dans le procès verbal ;
- Etre présent aux réunions du conseil d'administration : en effet, l'administrateur absent est toujours considéré comme ayant agréé les décisions collectives du conseil ;
- Formaliser une éventuelle démission ;
- Etre attentif à la nomination des administrateurs ;
- Enfin, contracter une assurance responsabilité civile.

A force de vouloir trop de sécurité, le capital-risqueur court non seulement le risque d'être qualifié de dirigeant de droit ou de fait, mais également celui de saper les relations de confiance et de loyauté existante avec les managers. Il devra donc chercher un équilibre entre la confiance et la sécurité.

Section 2. EXAMEN DES OUTILS JURIDIQUES DE PARTENARIAT

A l'occasion de son intervention pour l'accompagnement des parties dans une opération de capital-risque, l'expert comptable peut apporter son savoir faire et son expertise juridique dans la formalisation du partenariat entre le capital-risqueur et la société cible. Son apport sera essentiellement orienté vers l'élaboration des actes juridiques traduisant la volonté des parties. Il va de soi qu'il ne doit en aucun cas participer à la négociation qui reste du domaine des parties prenantes aux conventions ou actes juridiques. De même, l'expert comptable peut être amené à proposer l'utilisation optimale de certains outils de participation.

1. CONTRIBUTION A L'ELABORATION DU PACTE D'ACTIONNAIRES

Ces actes et conventions sont secrets pour l'essentiel. Il semble toutefois que certains grands traits peuvent être dégagés. Ainsi, trois types de dispositions peuvent contribuer à constituer la convention de capital-risque⁶⁷ :

- des conventions préalables à l'opération de capital-risque. C'est ainsi que les organismes de capital-risque interviennent souvent en pool pour constituer des groupes unis par un pacte d'investisseurs. Ce pacte prévoit les modalités de négociation ainsi que les modalités de retrait de l'un des investisseurs ;
- la convention même de capital-risque qui peut s'inspirer de deux logiques différentes : charte de partenariat ou convention d'objectifs ;
- des conventions annexes : on trouve ici des promesses unilatérales de vente ou d'achat d'actions.

Cependant, nous nous intéresserons essentiellement à l'analyse du pacte d'actionnaires comme principal outil pour la formalisation du partenariat entre le capital-risque et la société cible.

En effet, ultime étape de la négociation financière, le pacte d'actionnaire est un instrument essentiel dont la vocation est de donner au capital-risqueur un certain nombre de droits et de protection, d'une part, et d'organiser les rapports avec les entrepreneurs durant la durée de vie de la participation, d'autre part.

Constatées par écrit, les diverses clauses qui mettent en œuvre ces objectifs s'articulent autour de deux axes majeurs :

- d'une part, l'attribution au capital-risqueur minoritaire des moyens d'intervenir dans la gestion de la société ;
- d'autre part, l'organisation d'une procédure de sortie de la société pouvant profiter à tout actionnaire partie au pacte. Ces dispositions sont, dans la plupart des accords, précédées d'un préambule qui les explicite et éclairent sur les mobiles qui animent les intéressés.

Le recours à une convention extrastatutaire s'explique alors par diverses raisons :

- limitation de l'accord à certains actionnaires seulement ;
- souci de discrétion ;
- caractère complexe des obligations respectives des parties ;
- durée limitée de la convention ;

⁶⁷ Lamy CD-Rom : Ingénierie juridico-financière de haut de bilan – titre 3.

- sanctions particulières, etc.

A défaut de présence du pacte d'actionnaires, leurs obligations respectives seraient déterminées en fonction soit de la loi, soit par référence aux dispositions des statuts. De même, en cas de contradiction, le pacte est considéré comme une norme inférieure aux statuts qui l'emportent⁶⁸.

Les pactes d'actionnaires visent essentiellement :

- à contrôler la géographie du capital ;
- à organiser les pouvoirs du capital-risqueur en tant que minoritaire ;
- à répondre à d'autres préoccupations dans des clauses particulières.

1.1. Les clauses destinées à contrôler la géographie du capital

Ces clauses afférentes sont classées en deux catégories :

- celles qui visent à contrôler les cessions d'actions ;
- celles qui visent à prévenir le risque de dilution de la participation du capital-risqueur.

1.1.1. Les clauses visant à contrôler les cessions d'actions

Il s'agit principalement des clauses d'inaliénabilité, des clauses de préemption et de préférence et de la clause de sortie conjointe.

↳ La clause d'inaliénabilité

Elle a pour seul effet d'interdire aux débiteurs de la clause la cession de tout ou partie de leurs actions. Elle doit être temporaire et justifiée par un intérêt légitime.

A travers cette clause, le capital-risqueur s'assure que l'entrepreneur accompagne le projet pendant toute la durée de l'investissement.

↳ Les clauses de préemption et de préférence

Ces deux types de clauses donnent à leurs bénéficiaires le droit d'acquérir les actions que les débiteurs de la clause décideraient de céder. Tandis que la préemption consiste à se substituer à l'acquéreur trouvé par le cédant, la clause de préférence organise la possibilité d'acquérir ces actions à des conditions différentes.

↳ La clause de sortie conjointe

C'est la clause par laquelle un actionnaire, normalement majoritaire, s'engage à faire acquérir par le cessionnaire de ses actions les titres détenus par un ou plusieurs autres actionnaires, normalement minoritaires, si ceux-ci le désirent.

Une telle clause permet au capital-risque que les majoritaires ne sortent pas de la société sans lui.

1.1.2. Les clauses visant à prémunir le capital-risqueur contre le risque de dilution de sa participation

La dilution de la participation du capital-risqueur peut résulter :

- soit d'une augmentation de capital immédiate, ou différée, réservée à une ou plusieurs personnes autres que le capital-risqueur ;

⁶⁸ Article 11 de la loi 17-95

- soit d'une fusion.

Pour se couvrir contre ces risques, le capital-risqueur prévoit dans le pacte d'actionnaires les clauses suivantes :

↳ Les clauses "anti-dilution"

Elles visent à garantir au capital-risqueur le maintien de sa participation. Les majoritaires peuvent ainsi se porter fort de ce que, en cas d'augmentation immédiate ou différée du capital social, le capital-risqueur soit en mesure d'y souscrire, ou de souscrire à une augmentation de capital complémentaire qui lui serait réservée, et ce aux mêmes conditions.

↳ La clause de retrait

Cette clause permet au capital-risqueur de se retirer de la société en cas d'augmentation de capital réservée ou d'une fusion qui survient. Les majoritaires s'engagent alors à acheter ou faire acheter la participation du capital-risqueur si celui-ci le demande.

1.2. Les clauses destinées à organiser les pouvoirs du capital-risqueur minoritaire

Le capital-risqueur introduit dans le pacte d'actionnaires des clauses lui permettant, même en tant que minoritaire, de disposer d'un certain nombre de droits dans l'entreprise.

↳ La clause d'information

Il est courant que l'actionnaire majoritaire s'engage (ou se « porte-fort ») à ce que la société fournisse au capital-risqueur minoritaire des informations régulières, en plus de celles dont il bénéficie légalement en sa qualité d'actionnaire.

↳ La clause de consultation et de décision préalable

Les majoritaires peuvent s'engager à solliciter l'avis préalable du capital-risqueur sur un certain nombre de décisions. S'agissant d'un simple avis, la décision demeurera bien sûr de l'aptitude exclusive des organes compétents.

Par ailleurs, les majoritaires peuvent aussi se « porter-fort » de ce que les organes compétents de la société ne prendront pas certaines décisions déterminées sans l'accord exprès du capital-risqueur ou d'un autre organe auquel il siège, comme le conseil de surveillance. Les décisions préalables concernées sont :

- les modifications statutaires ;
- certaines décisions de gestion (emprunts, dépenses d'investissement ou les dispositions d'actifs supérieurs à un certain montant).

↳ Les clauses d'ingérence limitée

Les clauses d'ingérence limitée tendent à conférer au capital-risqueur un véritable pouvoir positif de décision dans des domaines, secteurs ou aspects bien précis de l'activité de la société.

↳ Les clauses organisant la présence du capital-risqueur dans les organes de la société

Le capital-risqueur peut avoir intérêt à siéger dans certains organes afin d'exercer un contrôle plus étroit sur la gestion de la société. Ainsi, il peut demander qu'il soit nommé, par vote de l'assemblée générale chargée de nommer les mandataires en question.

1.3. Les clauses particulières

Le pacte d'actionnaires peut également prévoir des clauses relatives à la non concurrence et à la « sortie pactée ».

↳ La clause de non concurrence

Afin de garantir les conditions de réussite du projet dans lequel le capital-risqueur a investi, il a intérêt à ce que les entrepreneurs s'engagent :

- à ne détenir aucun droit ou intérêt dans une société ayant une activité concurrente, similaire ou complémentaire ;
- à consacrer l'essentiel de leur temps à l'exercice de leurs fonctions dans la société.

Une telle clause n'est valide que si elle est limitée dans l'espace et dans le temps.

↳ La clause de « sortie pactée »

Il s'agit ici de s'assurer que les acquéreurs des titres des parties au pacte d'actionnaires deviendront aussi des parties à ce pacte. A cette fin, il peut être stipulé qu'aucune des parties au pacte ne pourra céder d'actions à un tiers sans que celui-ci ait expressément adhéré au pacte.

1.4. L'alternative au pacte d'actionnaires

En raison de leur confidentialité et de leur souplesse, les conventions extrastatutaires continueront à être utilisées par les actionnaires. Cependant, ces derniers sont en train de découvrir les vertus du mode naturel d'aménagement de leur relations : le contrat de société matérialisé par les statuts⁶⁹.

Certes, le dispositif légal et réglementaire institué par la loi relative à la société anonyme, semble laisser peu de place à l'initiative contractuelle des actionnaires. Cependant, il comprend des outils et des espaces de libertés appréciables, notamment la possibilité de conférer des droits inégaux aux actionnaires.

En effet, le recours aux clauses statutaires a plusieurs avantages que l'on peut résumer dans les points suivants :

- ⇒ les statuts lient la totalité des actionnaires
- ⇒ les statuts permettent de déroger au principe d'égalité des actionnaires
- ⇒ les statuts s'imposent à la société et à tous les actionnaires
- ⇒ les statuts offrent une efficacité et une sécurité bien plus importante que le pacte d'actionnaires

⁶⁹ Le capital investissement : guide juridique et fiscal – p205 – François -Denis Poitrinal – Editions Galexia – juin 2001

Ainsi, l'insertion dans les statuts de privilèges au profit du capital-risqueur peut prendre deux formes :

⇒ **Les privilèges financiers :**

- la stipulation d'avantages particuliers : ça consiste à prévoir que le capital-risqueur, nommément désigné, bénéficie d'un tel ou tel privilège, qui reste *intuitus personae*.
- la création d'une catégorie d'actions privilégiées : Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de priorité jouissant d'avantages par rapport à toutes autres actions, sous réserve des dispositions concernant les droits de vote. Il s'agit notamment de la création d'actions à dividende prioritaire ;
- la création de droits privilégiés sur le capital : il s'agit du droit de remboursement prioritaire en cas de liquidation,

⇒ **Les privilèges politiques :**

- la stipulation de privilèges politiques : il s'agit du renforcement du droit à l'information qui peut être attachée à des actions privilégiées,
- la création d'actions à droit de vote double ;
- La stipulation de privilèges de contrôle dans le cadre des organes de gestion ou de surveillance
- la création de clauses statutaires destinées au contrôle de la géographie du capital : il s'agit principalement de :
 - ✓ la clause d'agrément : elle permet à la société d'empêcher un de ses actionnaires de céder des actions à un tiers qu'elle n'a agréé pas, à charge pour elle de faire acquérir ces actions par quelqu'un d'autre ou de les acquérir elle-même ;
 - ✓ la clause de préemption : Les clauses de préemption permettent à tous les actionnaires ou à certains d'entre eux d'acheter par priorité les actions dont la cession est envisagée par l'un d'entre eux.

2. ASSISTANCE DANS LE CHOIX DES OUTILS JURIDIQUES DE PARTICIPATION

Dans le cadre de son accompagnement dans les opérations de capital-risque, l'expert comptable peut contribuer, par un appui juridique au choix des outils juridiques nécessaires à la concrétisation de la participation.

A ce titre, l'OPCR, comme la société cible, peut faire appel à l'expert comptable pour expliquer les différents types de outils de participation et d'étayer l'intérêt de chacun d'eux dans le cadre de l'opération de prise de participation.

A ce niveau, on distingue entre deux catégories de titres :

- des titres offrant un accès immédiat au capital de la société ;
- des titres offrant un accès à terme au capital de la société ;

2.1. Titres offrant un accès immédiat au capital de la société

Ces titres ont pour objectif de conférer immédiatement à leur détenteur une fraction du capital social de la société financée. Ils confèrent des droits⁷⁰, selon le cas, plus ou moins importants :

⁷⁰ Article « Les droits attachés aux actions » du Bulletin d'information périodique – n° 113 de mai 2002

- les droits politiques attachés aux actions, dits aussi droits extrapatrimoniaux, représentent les prérogatives associant l'actionnaire à la vie sociale de la société. Il s'agit principalement de :
 - ✓ droit à l'information
 - ✓ droit de participer aux assemblées
 - ✓ droit de vote
 - ✓ droit de déposer des projets de résolution
 - ✓ droit d'ester en justice
- les droits financiers permettent le partage des bénéfices résultants de l'activité. Il s'agit principalement de :
 - ✓ droit aux dividendes ;
 - ✓ droit aux réserves ;
 - ✓ droit au remboursement de l'apport et au boni de liquidation ;
 - ✓ droit préférentiel de souscription.
- les droits patrimoniaux confèrent à leur porteur la possibilité de les « monnayer » soit en cédant ou en les nantissant. Il s'agit donc du :
 - ✓ droit de céder les actions, éventuellement atténué par des clauses d'agrément ou de préemption ;
 - ✓ droit de nantir les actions

Cette variété des droits attachés aux titres en question permet aux parties à l'opération de capital-risque de moduler la structure de leur partenariat.

Nous procédons ici à une distinction entre les titres auxquels sont attachés des droits politiques normaux ou renforcés, et ceux qui ne confèrent que des droits politiques diminués, voire inexistants.

2.1.1. Les titres conférant des droits politiques normaux ou renforcés

Les droits politiques «normaux» sont ceux qui sont attachés aux actions ordinaires, tandis que certaines actions de priorité, ainsi que les actions à droit de vote double, attribuent à leur détenteur des droits politiques renforcés.

2.1.1.1. Les actions ordinaires

Les actions ordinaires constituent l'outil de base des opérations de capital-risque. Chaque action simple confère à son porteur un droit de vote dans les assemblées générales de la société, s'il dispose toutefois du nombre minimal d'actions exigé par les statuts, sans que celui-ci puisse être supérieur à 10⁷¹.

Chaque action ordinaire donne droit à une quote-part de la fraction des bénéfices mise en distribution, cette quote-part étant la même pour toutes les actions ordinaires.

L'usufruit est défini comme étant le droit de jouir des choses dont un autre a la propriété, comme le propriétaire lui-même, mais à charge d'en conserver la substance⁷². L'usufruit conventionnel portant sur des actions fait l'objet de quelques dispositions réglementaires. Il se forme par la cession de l'usufruit ou par la cession de la nue-propriété avec réserve de l'usufruit.

⁷¹ Article 127 de la loi 17-95

⁷² Quel que soit son objet, le droit de propriété peut être scindé en usufruit d'une part et nue-propriété d'autre part. Ces deux droits sont des « démembrements » du droit de propriété. L'usufruit est composé de « l'usus », qui est le droit d'utiliser la chose, et du « fructus », qui est le droit d'en percevoir les fruits.

↳ Les droits financiers

Lorsque les actions sont grevées d'un usufruit, l'usufruitier dispose du droit de percevoir les fruits de ses actions, sous forme des seuls dividendes mis en distribution⁷³.

Toutes les autres distributions appartiennent au nu-propiétaire, qu'il s'agisse de distributions de réserves (ou de primes d'émission), le droit préférentiel de souscription qui leur est attaché appartient au nu-propiétaire⁷⁴, sauf si celui-ci vend les droits de souscription, les sommes provenant de la cession ou les biens acquis par lui au moyen de ces sommes sont soumis à l'usufruit, sauf disposition contraire des statuts.

↳ Les droits politiques

Outre le « fructus » de l'action, l'usufruitier en détient également « l'usus », c'est-à-dire le droit d'en user. Ce droit consiste essentiellement en un droit de vote, que la loi permet d'aménager, voire de supprimer (actions à dividende prioritaire sans droit de vote).

Les droits attachés à la qualité d'actionnaire échappent à l'usufruitier qui conserve, cependant, les principaux droits suivants :

- la communication de documents ;
- demander une expertise
- désigner la désignation en justice d'un administrateur provisoire
- agir contre la société et ses dirigeants en réparation de préjudice individuel.

↳ Les droits patrimoniaux

Le nu-propiétaire et l'usufruitier ont la possibilité de céder leurs droits respectifs.

2.1.1.2. Les actions de priorité

Les actionnaires de la société peuvent « créer des actions de priorité jouissant d'avantages par rapport à toutes autres actions »⁷⁵. Ces actions constituent un outil privilégié dans le cadre des opérations de capital-risque en raison des avantages qu'elle offrent aux investisseurs. Elles confèrent à leur porteur les principaux droits suivants :

- ces titres étant des actions « améliorées », attribuent à leur porteur au moins les mêmes droits que les actions ordinaires ;
- un droit d'information renforcé peut être attaché à ces actions ;
- ces actions peuvent attribuer à leur porteur un dividende prioritaire ;
- des droits politiques privilégiés peuvent leur être conférés dans certaines conditions.

2.1.1.3. Les actions à droit de vote double

Il est prévu par la loi⁷⁶ la possibilité de créer, en vertu d'une clause des statuts, des actions à droit de vote double de celui conféré aux autres actions, proportionnellement à la quotité de capital social qu'elles représentent. Ces actions doivent être entièrement libérées et nominatives depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

Ces actions ont pour objectif principal de fidéliser leur titulaire.

⁷³ Article 334 de la loi 17-95

⁷⁴ Article 195 de la loi 17-95

⁷⁵ Article 262 de la loi 17-95

⁷⁶ Article 257 de la loi 17-95

Ces actions sont destinées essentiellement aux managers de la société, et non pas à l'investisseur dans le cas d'une opération de capital-risque, surtout lorsque ce dernier souhaite prendre une participation majoritaire dans la société tout en consentant au management la majorité des droits de vote.

2.1.2. Les titres conférant des droits politiques diminués ou inexistant

Il s'agit essentiellement d'actions à dividende prioritaires sans droit de vote et de certificat d'investissement.

Ces titres sont souvent utilisés par les capital-risqueurs lorsqu'ils souhaitent délimiter leur intervention dans la gestion au profit de l'équipe dirigeante, tout en suivant l'activité de très près.

2.1.2.1. Les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote

Les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote (ADPSDV)⁷⁷, en étant attribuées au capital-risqueur, ont deux principales finalités :

- pour le capital-risqueur, ils lui permettent de transférer le risque financier sur les promoteurs, en lui garantissant un revenu minimum. L'absence de droit de vote qui caractérise les ADPSDV est compensée par un dividende prioritaire.
- pour les managers, ils leur confèrent un pouvoir politique proportionnellement supérieur à leur participation financière, leur permettant d'assurer pleinement la gestion de la société ;

L'émission d'actions à dividende prioritaire sans droit (ADPSDV) doit, cependant, satisfaire aux conditions suivantes :

- La création d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote n'est permise qu'aux sociétés qui ont réalisé au cours des deux derniers exercices des bénéfices distribuables (A261-L17/95⁷⁸) ;
- Elles ne peuvent représenter plus du quart du montant du capital social (A263-L17/95) ;
- Elles peuvent être créées soit par augmentation de capital, soit par conversion d'actions ordinaires déjà émises ;
- Elles ont les mêmes droits que les actions ordinaires à l'exception du droit de voter ou de participer aux assemblées générales des actionnaires ;
- Elles donnent droit à un dividende prioritaire prélevé sur le bénéfice distribuable de l'exercice avant toute autre affectation ;
- Lorsque les dividendes prioritaires dus au titre de trois exercices n'ont pas été intégralement versés, les titulaires des actions correspondantes acquièrent, proportionnellement à la quotité du capital représentée par ces actions, un droit de vote égal à celui des autres actionnaires (A265-L17/95) ;
- Les titulaires d'ADPSDV sont réunis en assemblée spéciale (A266-L17/95) ;
- Elles peuvent être converties en actions ordinaires.

2.1.2.2. Les certificats d'investissement

Peu développés et rarement utilisés dans des opérations de capital-risque, les certificats d'investissement ont pour objectif de permettre aux sociétés de faire appel à des capitaux externes sans que ces opérations puissent avoir une influence sur le contrôle de la société.

⁷⁷ Article 261 à 271 de la loi 17-95

⁷⁸ Article 261 de la loi 17-75

A l'initiative de l'assemblée générale extraordinaire, et sur la base du rapport du conseil d'administration ou du directoire et celui des commissaires aux comptes, la société peut procéder à la création, dans une proportion qui ne peut être supérieure au quart du capital social, de certificats d'investissement représentatifs des droits pécuniaires et de certificats de droit de vote représentatifs des autres droits attachés aux actions émises à l'occasion d'une augmentation de capital ou d'un fractionnement des actions existantes⁷⁹.

Les porteurs de certificats d'investissement bénéficient des principaux droits suivants :

- Droit d'information : ils peuvent obtenir la communication des documents sociaux dans les mêmes conditions que les actionnaires ;
- Droits financiers : ils ont les mêmes droits sur les sommes et valeurs mises en distribution : dividendes, réserves, etc. ;
- Droits patrimoniaux : ils peuvent bénéficier ou souscrire, en cas de distribution gratuite d'actions ou d'augmentation de capital ou d'émission d'obligation, des mêmes droits dans les mêmes proportions.

2.2. Titres offrant une possibilité d'accès à terme au capital de la société

Il est d'usage que l'expert comptable conseil au capital-risqueur de recourir à des titres offrant une possibilité d'accès à terme au capital de la société, pour les raisons suivantes :

- Le capital-risqueur intervient généralement en tant que minoritaire dans le capital de la PME. Cependant, il arrive que les besoins en financement de celle-ci ne soient pas entièrement couverts par l'unique apport en capital. Dans ce cas et lorsque le capital-risqueur le souhaite, il apporte des fonds complémentaires, non pas en capital, mais sous forme de dettes transformables, à terme, en capital ;
- Afin de minimiser le risque de la participation, le capital-risqueur répartit sa mise entre les fonds propres, réputés comme un investissement à risque, et l'apport de quasi fonds propres donnant accès à terme au capital. Ainsi, lorsque le management de la PME aura réalisé les premiers objectifs fixés dans le business plan, le capital-risqueur pourra alors augmenter sa participation dans le tour de table en convertissant sa dette en capital ;

Les titres offrant une possibilité d'accès à terme au capital de la société peuvent être soit des obligations convertibles telles que définit par les dispositions, soit des créances convertibles en vertu de dispositions contractuelles.

Ainsi, les sociétés peuvent émettre des obligations assorties du droit, pour leur porteur, de demander la conversion de leurs obligations en actions et ce, aux époques et dans les conditions déterminées dans le contrat d'émission⁸⁰.

Les obligations convertibles en action sont définies comme des obligations pouvant être converties en actions par son porteur, dans les conditions et sur les bases de conversion fixées par le contrat d'émission. Cette conversion peut avoir lieu :

- soit pendant une ou des périodes d'option déterminées,
- soit à tout moment.

La législation marocaine a prévu des dispositions générales des obligations et des dispositions spécifiques aux obligations convertibles en actions. Cependant, elle ignore certaines catégories d'obligations telles que :

⁷⁹ Article 282 de la loi 17-95

⁸⁰ L'émission des Obligations : Source de financement des sociétés par actions – BIP Cabinet Masnaoui

- Obligations à bon de souscription d'actions
- Obligations à bons de souscription d'obligations
- Obligations échangeables contre des actions
- Obligations à amortissement échelonné
- Obligations à prime ou à double prime
- Obligations à lots
- Obligations participantes
- Obligations indexées
- Obligations "à fenêtres"
- Obligations "perpétuelles" ou "titres subordonnés à durée indéterminée" (TSDI)

En principe, seules les sociétés anonymes peuvent émettre des obligations. Ce principe résulte de l'article 293 de la loi de 1996 qui dispose que « l'émission d'obligations n'est permise qu'aux sociétés anonymes ». De plus, les sociétés anonymes souhaitant émettre des obligations doivent remplir certaines conditions. En effet, l'émission d'obligations n'est permise qu'aux sociétés anonymes :

- ayant deux années d'existence et qui ont clôturé deux exercices successifs dont les états de synthèse ont été approuvés par les actionnaires ;
- dont le capital social a été intégralement libéré.

Chapitre 2. L'EXPERT COMPTABLE : CONSEILLER FINANCIER DES ORGANISMES DE CAPITAL-RISQUE

Le capital-risque est un domaine récent au Maroc qui reste encore peu connu de tous les experts comptables. Pour assurer au mieux leurs missions dans ce domaine très concurrentiel, ceux-ci doivent s'assurer qu'ils disposent des connaissances et des compétences suffisantes, notamment dans l'ingénierie financière.

Dans ce sens, nous présenterons ci-après les principaux axes méthodologiques que pourrait adopter l'expert comptable dans l'accompagnement des PME faisant appel au capital-risque ainsi que les organismes de placement en capital-risque.

Section 1. ACCOMPAGNEMENT DES PME FAISANT APPEL AU CAPITAL-RISQUE

Parmi l'offre globale que l'expert comptable peut proposer, il existe une à laquelle les PME accordent la plus haute importance : la recherche de financement, notamment auprès du capital-risque.

De même, ces PME peuvent faire appel à l'expert comptable pour l'élaboration du business plan à présenter au capital-risqueur.

1. RECHERCHE DE FINANCEMENT PAR CAPITAL-RISQUE

L'entreprise en quête de financement s'adresse soit directement au marché des capitaux (les banques, les sociétés de financement, la bourse, le capital-risque,...) soit indirectement par le biais d'un intermédiaire financier qui assure le contact avec les bailleurs de fonds pour lever les fonds dont elle a besoin.

Le recours à ces intermédiaires permet à l'entreprise un gain de temps important pour un travail qui n'est pas forcément dans le domaine de ses compétences, en bénéficiant de leur expertise d'ingénierie financière, d'une part, et de leurs carnets d'adresses en tant que souscripteurs, d'autre part.

Les principaux intermédiaires intervenants dans la recherche de financement sont :

- les banques d'affaires ;
- les incubateurs d'entreprises ;
- les sociétés de conseil dans le domaine juridique, fiscal et financier ;
- certains cabinets d'experts comptables qui ont développé une branche d'activité spécifique dans l'ingénierie financière et le consulting.

Dans ce dernier cas, l'expert comptable peut intervenir en tant que consultant financier auprès de l'entreprise et l'assister dans la recherche et la levée de fonds, notamment auprès des capital-risqueurs⁸¹.

⁸¹ Nous n'examinerons pas ici les modalités de recherche de financement autre que par le capital-risque

1.1. Identification du besoin de financement en capital-risque

La PME en quête de financement, peut solliciter l'assistance de l'expert comptable pour la réalisation d'un diagnostic orienté vers l'analyse de la situation financière et l'identification des besoins de financement éventuels.

A cet effet, celui-ci apprécie la possibilité de la PME à recourir au financement par capital-risque et examine si celle-ci satisfait aux conditions d'éligibilité exigées par le capital-risqueur.

Rappelons que parmi les critères de sélection des investissements par le capital-risqueur, on retrouve en premier lieu l'exigence d'une forte rentabilité des capitaux investis (TRI minimum de 25%), un secteur innovant et en fort développement, une transparence et un management de haut niveau.

L'expert comptable doit ensuite en informer son client en lui exposant l'intérêt et les modalités d'assistance qu'il pourrait lui apporter. Il est évident que le client conserve toute la latitude de décision de recourir ou non à ce type de financement.

Par ailleurs, l'expert comptable s'assure que l'entreprise (et donc ses actionnaires) est prête à ouvrir son capital à un capital-risqueur qui l'amènera à partager le pouvoir. Il s'assure que son client a bien compris et mesuré les avantages et contraintes d'entrer en partenariat, à moyen ou long terme, avec un capital-risqueur.

1.2. Mise en relation de la PME avec le capital-risqueur

Dans le cadre de cette phase, l'expert comptable intervient dans l'assistance au choix d'un organisme de capital-risque et assure le rapprochement entre celui-ci et la PME.

1.2.1. L'assistance au choix du capital-risqueur

L'information préalable de l'expert comptable permet d'identifier les acteurs intervenant sur le marché du capital-risque. L'investisseur potentiel se situe parmi ceux-ci. En outre, la stratégie de la recherche de fonds est étroitement liée au projet et à ses caractéristiques intrinsèques.

C'est en recherchant une adéquation parfaite entre les critères de sélection des dossiers par le capital-risqueur et les caractéristiques du projet de la PME, que la problématique de financement pourra être résolue.

Sélectionner un investisseur ne se limite donc pas simplement aux critères financiers. L'expert comptable doit vérifier que la politique d'investissement du capital-risqueur est en conformité avec la volonté des dirigeants.

1.2.2. Le rapprochement entre la PME et le capital-risqueur

L'expert comptable, garant de la crédibilité de l'opération par son indépendance, peut être sollicité pour intervenir lors du dialogue avec le capital-risqueur. Sa mission peut être ponctuelle (rédaction d'un document d'information, participation à un entretien avec le capital-risqueur,...) ou peut s'étaler sur toute la durée de la relation entrepreneur/capital-risqueur jusqu'à la signature des documents finaux.

En outre, suivant le besoin de la PME, l'implication de l'expert comptable peut être réduite à un simple appui technique ou alors être beaucoup plus forte. La PME peut aller jusqu'à lui demander de l'assister voire même la représenter dans les négociations. Néanmoins, même

si ce n'est pas interdit, nous estimons que l'expert comptable doit limiter son intervention à l'assistance et éviter de participer à des négociations qui peuvent engager sa responsabilité.

En outre, il prendra garde à ne pas se substituer à la PME qui reste le chef d'orchestre du projet, notamment pour ne pas être confronté à une situation dans laquelle sa responsabilité risquerait d'être confondue avec celle de la PME.

L'expert comptable organise donc le premier contact entre la PME et le capital-risqueur, en s'assurant que les conditions de négociations sont optimales et prépare au préalable les bases d'un éventuel rapprochement entre les deux parties.

Ainsi, l'expert comptable assure ce contact à l'aide d'un document synthétique résumant le Business Plan⁸². On peut considérer qu'à ce stade, 96 % des dossiers présentés sont éliminés⁸³. Une attention de premier ordre doit donc être apportée à sa rédaction.

1.3. La rémunération d'intermédiation

Les levées de fonds portent généralement sur des sommes importantes sur lesquelles l'intermédiaire financier est rémunéré selon un pourcentage convenu d'un commun accord entre les deux parties⁸⁴. Certains consultants peuvent se faire rémunérer en participant dans le capital de l'entreprise, ce qui représente une contrepartie financière délicate⁸⁵.

D'autres font signer à l'entreprise des mandats d'exclusivité de recherche de fonds, cas le plus fréquent au Maroc. En d'autres termes, tout financement obtenu auprès d'un capital-risqueur donne lieu au versement d'une rémunération, même sans l'intervention du consultant.

Cependant, l'expert comptable ne peut percevoir de rémunération autre que les honoraires. Ces derniers ne peuvent être que fixes et déterminés d'un commun accord à l'avance. Généralement, ils sont déterminés en fonction du temps alloué à la mission.

2. ELABORATION DU BUSINESS PLAN OU PLAN D'AFFAIRES

L'expert comptable est souvent sollicité soit par les entreprises soit par les organismes de capital-risque, pour l'élaboration de plans de développement. A cet effet, il apporte toute son assistance et son savoir faire dans les domaines juridique, fiscal et financier, mais aussi sa connaissance et son expertise de plusieurs métiers, acquises lors des différentes missions qu'il a menées. Il déroule alors une démarche, avec le promoteur du projet et le capital-risqueur, pour la construction d'un business plan.

2.1. Intérêt et finalité du business plan

Le business plan est un outil indispensable dans une opération de capital-risque. Il représente la formulation qualitative et quantitative du projet d'entreprise, objet de la demande de financement. Il expose la finalité de l'entreprise, sa politique, sa stratégie, ses objectifs et définit les moyens pour les réaliser avec succès. Le business plan démontre l'existence d'une opportunité pour l'entreprise.

⁸² Voir § suivant : élaboration du business plan ou plan d'affaires

⁸³ Voir § sur les résultats de l'enquête sur le capital-risque au Maroc.

⁸⁴ Généralement, la rémunération est calculée sur la base d'un taux variant entre un minimum de 2% et un maximum de 5% des fonds levés, hors frais et débours.

⁸⁵ Ce mode de rémunération devient de plus en plus fréquent dans les pays occidentaux.

C'est ainsi qu'en pratique, nous pouvons distinguer plusieurs types de business plan dont les plus courants sont :

- ✓ le business plan de création ;
- ✓ le business plan pour la gestion courante ;
- ✓ l'opération de fusions acquisitions ;
- ✓ l'ouverture du capital à un nouveau partenaire financier ;
- ✓ la transmission d'entreprise (familiale ou autre) ;
- ✓ le business plan pour les opérations exceptionnelles.

On conçoit bien que si le business plan doit faire l'objet d'une large communication, le détail de certaines orientations stratégiques ne pourra être communiqué au risque de voir ces éléments arriver entre les mains de la concurrence. Par conséquent, la préparation ainsi que le document final du business plan doivent revêtir un caractère confidentiel et ne demeurer accessibles que pour un nombre limité de personnes.

2.2. Méthodologie de construction d'un business plan

L'élaboration du business plan comprend les principales étapes suivantes :

- ✓ l'analyse de la stratégie actuelle de l'entreprise ainsi que sa situation financière et la définition d'une stratégie future ;
- ✓ l'identification des moyens nécessaires pour la réussite du projet d'entreprise ;
- ✓ et enfin, le chiffrage du business plan.

L'opération de construction du business plan nécessite :

- ✓ l'intervention de plusieurs interlocuteurs ;
- ✓ le traitement de données et documents importants ;
- ✓ de nombreux calculs et simulations financières,...

En outre, une organisation préalable est nécessaire à mettre en place pour assurer la réussite de l'opération.

En effet, afin de mieux organiser l'intervention de chaque membre de l'équipe dans le processus de préparation du business plan, il convient de définir un plan de travail, sous forme d'un planning et qui comprend les informations suivantes :

- ✓ opérations à réaliser (analyse stratégique, état des ventes par produit, ...) ;
- ✓ responsable de l'opération (Dir. général, Dir. financier, Dir. commercial,...) ;
- ✓ date limite ou deadline.

Par ailleurs, il convient de définir la forme et le modèle du document final à produire.

2.2.1. Analyse de la situation actuelle de l'entreprise et de sa situation financière

A ce stade, il convient de procéder à une analyse précise de la situation actuelle afin de pouvoir envisager l'avenir. Cette analyse se base généralement sur les trois derniers exercices, lorsqu'un historique de l'entreprise existe. Cette phase concerne au moins les nouveaux projets.

2.2.1.1. Analyse de la stratégie actuelle

Le but de la définition de la position stratégique de l'entreprise n'est pas de réinventer une stratégie, mais de décrire celle actuellement mise en œuvre. Ceci comporte les étapes suivantes :

- ✓ description de l'environnement de l'entreprise ;
- ✓ présentation des métiers et des activités de l'entreprise ;
- ✓ recensement des atouts et contraintes actuels et futurs ;
- ✓ analyse du couple produits/marchés ;
- ✓ synthèse de la position stratégique actuelle.

2.2.1.2. Analyse de la situation financière actuelle

Pour établir des prévisions financières, il est indispensable de connaître la situation actuelle ou historique en terme de :

- ✓ situation patrimoniale actuelle ;
- ✓ résultats et rentabilité dégagés sur les trois derniers exercices.

A cet effet, il est nécessaire de procéder à un diagnostic financier qui comprend :

- ✓ l'analyse du compte de produits et de charges, permettant de déterminer si oui ou non l'entreprise est rentable et quelles sont les origines de cette rentabilité ;
- ✓ et une lecture du bilan permettant de se prononcer sur la santé financière de l'entreprise.

L'étude de la rentabilité de l'entreprise comprend ainsi l'analyse de la formation du résultat et des principaux indicateurs de gestion (seuil de rentabilité, levier d'exploitation,...).

2.2.2. Définition de la stratégie future de l'entreprise

C'est à partir de cette phase que commence réellement la construction du business plan. En effet, le point de départ de toute réflexion sur le business plan commence par la redéfinition d'une stratégie future.

La stratégie étant un choix dans l'attribution des ressources rares : hommes, finances, temps,... à ses diverses activités, afin de permettre à l'entreprise de construire des avantages durablement rentables.

2.2.2.1. Choix d'une stratégie pour son projet

L'expert comptable assiste le chef d'entreprise dans l'élaboration de sa stratégie. Dans le choix d'une stratégie, il faudrait tenir compte des contraintes suivantes :

- ✓ la contrainte des concurrents sur un marché fermé qui peuvent développer une certaine entente ;
- ✓ la puissance financière de l'entreprise et des concurrents ;
- ✓ les intérêts des actionnaires.

Rappelons ici les grandes catégories de stratégie généralement adoptées par les entreprises :

- ✓ La stratégie de domination par les coûts ;
- ✓ La stratégie de différenciation ;
- ✓ La stratégie de la concentration de l'activité ;
- ✓ La stratégie des suiveurs ;
- ✓ La stratégie multi niche.

2.2.2.2. Identification des moyens nécessaires à mettre en œuvre

Il s'agit de la réalisation d'un check-list des moyens nécessaires à la réussite du projet d'entreprise. Nous citerons ci-après les trois principaux moyens nécessaires à prévoir dans un business plan :

- **L'équipe** : Il n'est plus à démontrer que les hommes constituent la clé de réussite des entreprises. La prévision des moyens humains présente certaines difficultés ; elle peut néanmoins être appréhendée sous les aspects suivants : l'effectif, les compétences, l'organisation, le coût.
- **L'investissement** : La prévision de l'investissement comprend à la fois les acquisitions et les cessions possibles et peut être présenté par nature : incorporel, corporel et financier. De même, il peut être envisagé en terme de croissance externe, c'est-à-dire le rachat ou la prise de participation dans d'autres entreprises.
- **Le financement** : Un des points clés du business plan sera de définir les modes de financement de l'entreprise dans l'avenir. Nous pouvons envisager un certain nombre d'options qui se présentent à l'entreprise : l'autofinancement, l'ouverture du capital, l'endettement à terme, les lignes de découverts bancaires, le leasing,...

2.2.3. Chiffrage du business plan

La concrétisation du business plan peut alors se faire à travers les principales étapes suivantes :

2.2.3.1. L'élaboration des différentes prévisions financières

Cette étape consiste à construire un modèle de simulations financières (sur Excel ou autre) basé sur les spécificités de l'activité de l'entreprise et permettant de supporter les différentes hypothèses de base arrêtées dans les étapes précédentes. Ces prévisions couvrent les principaux indicateurs de gestion et de structure suivants :

- ✓ Les ventes : en quantité, en valeur, par produit, par activité, par région,... et en tenant compte des marges prévues, des délais de paiement des clients, des niveaux de stocks ;
- ✓ Les achats et frais généraux : en détaillant leurs caractéristiques (crédit fournisseurs, niveau de charges, ...)
- ✓ Les immobilisations : il y a lieu de définir la durée et le mode d'amortissement à appliquer, le prix de la revente en cas de cession, ...

2.2.3.2. L'analyse des résultats prévisionnels

Il s'agit de s'interroger sur la qualité et la faisabilité de la prévision financière à travers les diligences suivantes :

- ✓ apprécier la rentabilité prévisionnelle du projet, par le calcul du taux de rentabilité à terme et le taux de rentabilité de l'investissement (TRI) ;
- ✓ analyser la structure financière prévisionnelle du projet en examinant le fonds de roulement, le besoin en fonds de roulement et la trésorerie,

Par ailleurs, il existe des techniques d'audit des comptes prévisionnels sur la base de l'examen des éléments corroborant les hypothèses retenues et aboutissant à la délivrance d'une opinion ainsi motivée⁸⁶.

⁸⁶ Manuel des normes d'audit

2.2.4. Présentation du business plan

Le business plan est, par essence, un objet de communication qui doit donc emporter l'adhésion de ceux à qui il sera présenté. Un bon business plan doit donc être efficace grâce à une présentation attrayante. Il doit être : soigné, concis, complet, clair, bien structuré, précis, vendeur.

Le plan détaillé ci-dessous correspond à un modèle général qui doit bien évidemment être adapté par l'entrepreneur à son projet. Celui-ci peut donc, à sa convenance, développer ou réduire certaines parties.

Sommaire

- I. Résumé opérationnel (« executive summary ») (2/3 pages)
- II. Présentation de l'offre de produits et services (5/6 pages)
- III. Marché - Environnement concurrentiel (3/4 pages)
- IV. Objectifs fixés (4/5 pages)
- V. Stratégies de l'entreprise (4/5 pages)
- VI. Equipe de direction – Management - Ressources humaines (1/2 pages)
- VII. Aspects juridiques (1/2 pages)
- VIII. Besoins de financement (2/3 pages)
- IX. Projections financières (5/6 pages)
- X. Modes de sortie des investisseurs (éventuellement) (1/2 pages)

Annexes

2.2.5. Apport de l'expert comptable dans l'élaboration du business plan

La construction du business plan est une opération complexe, qui nécessite la maîtrise des techniques managériales, juridiques, fiscales et financières.

Cette opération peut être réalisée soit par l'entreprise elle-même, si elle dispose des compétences et du temps nécessaires, soit sous-traitée à un expert comptable ayant une expérience en la matière.

La mission de l'expert comptable dans ce cadre peut varier de la simple validation des hypothèses de base et de la cohérence globale, à la participation active dans les études de faisabilité (étude de marché, technique, juridique, financière) et le montage du business plan.

Section 2. ACCOMPAGNEMENT DES ORGANISMES DE PLACEMENT EN CAPITAL-RISQUE

1. DIAGNOSTIC ET ANALYSE FINANCIERE DES PARTICIPATIONS DE L'OPCR

L'expert comptable peut être sollicité par le capital-risqueur à l'occasion de l'étude du dossier d'investissement, pour la réalisation d'un diagnostic financier de la société cible, préalable à la prise de participation, et ce pour les motifs suivants :

- ✓ Avoir une plus grande visibilité sur les comptes de l'entreprise ;
- ✓ Analyser la politique financière de l'entreprise ;
- ✓ Etudier l'équilibre financier de l'entreprise et prévenir tout risque d'insolvabilité ;
- ✓ S'assurer de la rentabilité annoncée par l'entreprise ;
- ✓ Préparer l'évaluation financière de l'entreprise.

A cet effet, l'expert comptable déroule une démarche générale d'analyse et de diagnostic financiers qui pourrait être la suivante⁸⁷ :

- ✓ Etape préalable avec la définition des objectifs visés et étude de l'environnement de l'entreprise ;
- ✓ Examen des états de synthèse ;
- ✓ Etude de la rentabilité ;
- ✓ Etude du risque ;
- ✓ Etude des perspectives d'évolution ;

1.1. Etape préalable

Elle a pour objet de préparer l'étude financière proprement dite.

1.1.1. Définition des objectifs de l'analyse

L'expert comptable définit, en étroite collaboration avec le capital-risqueur et la société cible, la finalité du diagnostic financier. Il procède alors au cadrage de sa mission par rapport aux objectifs, à l'étendue et aux résultats attendus.

1.1.2. Analyse de l'environnement de l'entreprise

L'étude de l'environnement est déterminante dans l'appréciation des performances de l'entreprise. Elle permet de tirer le maximum d'informations sur l'environnement interne et externe de l'entreprise, susceptible de fournir une compréhension complète de l'activité et de l'évolution de celle-ci.

Ainsi, par exemple, il conviendra de répondre aux questions suivantes :

- le secteur d'activité : s'agit il d'un secteur en croissance ou en régression... ?
- la croissance : quel est le taux de croissance réel de l'entreprise au cours des dernières années ?...

⁸⁷ Les pratiques d'analyse et de diagnostic financiers par les banques marocaines : réalités et perspectives – Ahmed CHAHBI – Mémoire DES 2001 – p344

1.1.3. Examen des caractéristiques autres que financières

L'expert comptable s'attachera à étudier les autres caractéristiques propres à l'entreprise qui, bien que non financières, influencent ces dernières et les conditionnent. Elles consistent à examiner :

- l'aspect physique des choses : la taille, l'âge;
- l'activité professionnelle exercée : les produits et les marchés;
- les hommes en place et les stratégies qu'ils mettent en œuvre.

1.2. L'examen des états de synthèse

L'analyse financière menée à partir des états de synthèse doit éclairer le futur et conduire à un jugement sur la santé financière de l'entreprise. Elle peut se dérouler selon les phases suivantes :

↳ Analyse du compte de produits et charges

- L'analyse du compte de résultats à travers la mise en évidence de grandeurs et soldes significatifs :
 - ✓ Chiffre d'affaires
 - ✓ Marge commerciale
 - ✓ Valeur ajoutée
 - ✓ Excédent brut d'exploitation
 - ✓ Résultat d'exploitation
 - ✓ Frais financiers
 - ✓ Capacité d'autofinancement
- L'examen de la structure des coûts et de son évolution dans le temps.

↳ Analyse du bilan

Elle consiste en l'étude de l'évolution de la structure financière, du fonds de roulement, du besoin en fonds de roulement et de la trésorerie.

↳ Etude du tableau de financement

Examen de la politique d'investissement, de financement et de distribution. Certains symptômes révélateurs de problèmes plus au moins graves apparaissent au cours de l'analyse des états de synthèse :

- diminution des résultats
- insuffisance d'investissements
- Accroissement pléthorique des stocks
- Surinvestissements
- Insuffisance de liquidités
- Augmentation de l'endettement...

Les problèmes financiers ne sont pas faciles à déceler. Ils peuvent être masqués par des écritures comptables : amortissements, insuffisants pour faire apparaître un meilleur résultat, cessions d'actifs destinées à couvrir les insuffisances permanentes de trésorerie....

1.3. Étude de la rentabilité

La rentabilité est la grande variable caractéristique des performances financières de l'entreprise, à laquelle s'intéresse le capital-risqueur. On examinera la rentabilité dans son

ensemble avec l'étude des performances de l'exploitation appréhendées au compte de produits et charges, au travers de l'impact des moyens de financement utilisés et enfin, en la relativisant par rapport aux moyens mis en œuvre.

1.3.1. La rentabilité d'exploitation

L'expert comptable étudie, à partir du compte de produits et charges, après retraitement de certaines informations comptables et présentation des soldes intermédiaires de gestion, la rentabilité de l'activité de l'entreprise.

↳ L'étude global du CPC

Son objet essentiel est, par une approche statistique, de mettre en évidence la structure des coûts de l'entreprise, c'est-à-dire la relativisation des différentes charges avec une variable d'activité.

↳ L'analyse de la formation du résultat

Il s'agit essentiellement d'analyser la formation du résultat au travers de l'état des soldes de gestion. Cette démarche sera conduite, pour l'exercice observé, de manière à mettre en évidence les proportions caractéristiques par rapport à la variable d'activité. L'expert comptable sera ainsi amené à développer une étude fonctionnelle de l'activité de l'entreprise.

Il faut également étudier l'évolution temporelle des variables. Certains rapprochements caractéristiques devront être mis en évidence comme par exemple les charges de personnel et la valeur ajoutée.

1.3.2. La rentabilité financière

Une utilisation judicieuse du levier financier peut améliorer la rentabilité finale de l'entreprise. Il s'agit d'un outil privilégié de détection de l'incidence favorable ou défavorable de la structure financière de l'entreprise sur sa rentabilité.

En effet, les charges financières doivent être attentivement analysées par l'expert comptable (quant à leur volume et à leur composition) dans la mesure où une bonne rentabilité d'exploitation peut être entièrement absorbée par une utilisation malencontreuse des moyens de financement et entraîner une détérioration de la rentabilité financière.

1.3.3. La rentabilité des actifs

La dernière préoccupation de l'expert comptable sera de relativiser le résultat dont on a précédemment étudié la formation en le rapportant aux moyens mis en œuvre :

- Le rendement sur investissement est la mesure la plus importante ; sa décomposition en ratios intermédiaires (marges bénéficiaire et rotation des capitaux investis) permet une approche différente de la formation du résultat.
- Le rendement sur capitaux propres met en évidence la variable qui intéresse le plus le capital-risqueur en tant qu'éventuel futur actionnaire.

Dans la mesure du possible, le niveau des agrégats ainsi étudiés doit être rapproché de celui d'entreprises similaires (rapprochement sectoriel).

1.4. Analyse des risques

L'étude de la composante risque se trouve au centre des préoccupations du capital-risqueur. Celle-ci est associée à la composante rentabilité dans la vie d'une entreprise. En effet, le capital-risqueur qui recherche une rentabilité financière dans l'entreprise, sait qu'il encourt le risque extrême de perdre son investissement.

L'expert comptable peut appréhender ce risque grâce à l'étude de ses différentes composantes. Il concerne le risque d'exploitation, le risque financier, le risque de faillite et le risque de défaillance.

1.4.1. Le risque d'exploitation

On définit généralement le risque d'exploitation (ou risque économique) comme la variation pouvant affecter le résultat d'exploitation par rapport à une valeur attendue. De nombreux facteurs externes (conjoncture, marchés) jouent un rôle déterminant en ce domaine, mais aussi des facteurs internes. Parmi ces derniers le risque d'exploitation est considéré comme pouvant être appréhendé au travers de la relation qui existe entre le coût, le volume et le profit qui caractérise l'activité. L'examen du seuil de rentabilité et du levier d'exploitation permet de fournir des renseignements précieux sur les risques liés à l'activité de l'entreprise.

1.4.2. Le risque financier

Il est défini comme la variation pouvant affecter le résultat de l'entreprise, c'est-à-dire le résultat permettant la rémunération des capitaux propres. L'étude de ce risque devra être conduite à partir de ratio de structure financière.

En effet l'augmentation de la dette entraîne une charge fixe accrue qui, confrontée à la variabilité du résultat d'exploitation, entraîne un résultat net amoindri ayant plus de chances de devenir négatif. Cette étude passe également par l'examen du levier financier.

1.4.3. Le risque de faillite ou de manque de liquidité

Ce risque découle de l'impossibilité de l'entreprise à faire face à ses engagements financiers. Plusieurs outils sont à la disposition de l'expert comptable. Tout d'abord, celui-ci apprécie l'aptitude de l'entreprise à créer de la liquidité, à travers l'étude de sa capacité d'autofinancement et de son excédent de trésorerie d'exploitation. Cette approche sera ensuite complétée par l'étude du tableau de variation des encaisses, qui accorde une place centrale à la trésorerie.

1.4.4. Le risque de défaillance : Une mesure globale du risque

L'expert comptable procède enfin à une mesure globale du risque de l'entreprise à travers la méthode des scores. Cette méthode permet d'affecter à l'entreprise une note ou bien un score pour juger son risque global de défaillance. Cependant en l'absence de modèles spécifique au Maroc, l'application de cette méthode reste limitée.

1.5. Étude des perspectives d'évolution

Les documents comptables permettent une vision de l'entreprise à un moment donné. Certaines techniques permettent de tenter d'apprécier une évolution à partir des mesures effectuées dans le passé. Il est cependant bien évident que ce qui intéresse le capital-risqueur, c'est son comportement de demain.

Tous les outils utilisés dans l'analyse financière peuvent être utilisés à des fins de prévision. Ainsi à partir d'une définition du volume d'activité, l'expert comptable se base sur les prévisions arrêtées dans le business plan pour dérouler la même démarche d'analyse sur les performances futures de l'entreprise.

2. EVALUATION FINANCIERE DU PORTEFEUILLE DE PARTICIPATIONS DE L'OPCR

Cette partie a pour objet d'expliquer la méthodologie que pourra suivre l'expert comptable dans l'évaluation des sociétés du portefeuille de l'OPCR et ce, avant ou après l'investissement de l'affaire.

Cette méthodologie tiendra compte d'une part des objectifs que la société de capital-risque escompte atteindre à travers l'évaluation des sociétés cibles et d'autre part de la spécificité du métier.

2.1. Objectifs de l'évaluation

Une société de capital-risque évalue les dossiers en étude ou bien les dossiers investis pour répondre à différents objectifs :

Pendant la phase d'analyse, le chargé d'affaires a besoin d'évaluer la société pour mieux cerner l'entreprise étudiée ainsi que pour préparer une base de négociation pour une éventuelle participation dans l'affaire.

Pendant la phase de suivi, l'évaluation s'avère nécessaire du fait que la société de capital-risque doit connaître la valeur de ses participations. Elle doit également évaluer ses sociétés affiliées afin d'informer ses actionnaires sur l'état du portefeuille à travers le reporting qu'elle leur envoie.

Par ailleurs, la société de capital-risque se doit d'évaluer ses sociétés affiliées et de là son portefeuille global pour répondre à différents objectifs.

Tout d'abord, cette évaluation lui permet d'avoir une idée sur la rentabilité de chaque affaire ainsi que la rentabilité globale de son portefeuille. Elle lui permet aussi, compte tenu des niveaux de valorisation des sociétés de prévoir les provisions nécessaires de ses titres de participation au cas où la valeur de la société affiliée est inférieure à son coût d'acquisition.

En outre, la valorisation du portefeuille global permettrait à la société de capital-risque de prendre des décisions stratégiques concernant les futurs investissements. En effet, si la rentabilité du portefeuille s'avère inférieure à la rentabilité attendue, les dirigeants peuvent opter pour des investissements dans des projets à fort TRI (Taux de Rentabilité Interne), ou bien négocier les TRI des futurs projets à la hausse. Dans le cas contraire, c'est à dire si la rentabilité du portefeuille dépasse la rentabilité prévue, la société de capital-risque peut éviter des affaires trop risquées, ou alors aller vers des investissements encore plus risqués.

Lors de la sortie du projet, la société de capital-risque est dans l'obligation d'évaluer la participation en vue de négocier la cession.

2.2. Préalables à l'évaluation des sociétés cibles

Pendant l'évaluation des sociétés cibles, l'expert comptable devrait suivre une méthodologie qui prend en considération les spécificités du métier de capital-risque :

2.2.1. Disponibilité de l'information

Pendant la phase d'analyse, la société de capital-risque exige de son futur partenaire, en contrepartie d'un engagement de confidentialité, tous les éléments d'information nécessaires à l'approfondissement de l'étude et l'évaluation du projet, afin de prendre la décision d'investissement.

Pendant la phase de suivi, une société de capital-risque dispose de plusieurs sources d'information pour évaluer ses participations ainsi que le portefeuille global, à travers :

- Le reportings qu'elle reçoit et qui lui permettent d'avoir une idée sur la marche des affaires.
- Les assemblées générales (AG) et les conseils d'administration (CA) et leurs procès verbaux (PV) ;
- Des visites sur place ;
- Des réunions qu'elle organise avec l'équipe de gestion de la société pour relever des informations et problèmes particuliers sur la marche générale des affaires.

Ce suivi lui permet de toucher de près à la réalité économique de l'entreprise et de procéder aux évaluations nécessaires des sociétés du portefeuille.

2.2.2. Nécessité de prise en compte de la méthode de valorisation retenue dans le pacte d'actionnaire

Avant l'investissement de l'affaire, les futurs partenaires concluent un pacte d'actionnaire suivi de la signature d'une promesse d'achat d'actions. Ces documents mentionnent la méthode de valorisation retenue lors de la sortie du capital-risqueur de l'affaire et ce, pendant la période de levée de l'option⁸⁸.

2.3. Méthodes d'évaluation proposées

Dans les méthodes d'évaluation proposées, nous distinguons entre les méthodes quantitatives qui permettent de donner une valeur monétaire à l'entreprise et les méthodes qualitatives qui permettent d'évaluer les moyens non quantifiables dont elle dispose.

2.3.1. Méthodes quantitatives

2.3.1.1. Méthodes d'évaluation classiques

Dans ce paragraphe, nous présenterons les méthodes d'évaluation usuelles, en insistant sur leurs avantages et leurs inconvénients d'une manière générale et par rapport à l'investissement en capital-risque. Nous concluons ensuite par le choix des méthodes qui, à notre sens, seraient plus adaptées à l'évaluation des sociétés faisant appel au capital-risque.

👉 L'approche patrimoniale : méthode de l'Actif Net Comptable Corrigé

L'approche patrimoniale regroupe un ensemble de méthodes permettant d'estimer la valeur de l'entreprise à travers ses richesses matérielles. Nous nous limiterons à la présentation de la méthode de l'Actif Net Comptable Corrigé (ANCC).

⁸⁸ la période de levée d'option concerne la période où la société de capital investissement peut encore utiliser son droit de sortir de l'affaire.

L'approche patrimoniale par l'ANCC a pour but d'estimer la valeur réelle du patrimoine historique de l'entreprise, au-delà des valeurs comptables qui sont souvent éloignées des valeurs « réelles » ou « économiques », pour des raisons comptables, fiscales, historiques que l'on peut résumer comme suit :

- Problème du coût historique ;
- Techniques d'amortissement qui privilégie des préoccupations plutôt fiscales particulières et ne qui ne correspond pas à la dépréciation réelle des biens auxquels ils s'appliquent ;
- Existence dans l'actif d'éléments sans valeur réelle, alors que n'y figurent pas certains biens qui ne pourraient être omis sans fausser l'actif net réel ;
- Existence de passifs « en puissance » ou occultes qui ne sont pas toujours couverts par des provisions adéquates et, à l'inverse, persistance de provisions devenues sans objet ;
- Correction de certaines erreurs qui seraient introduites au bilan.

Ainsi, après retraitements, l'Actif Net Corrigé peut être défini comme étant la différence entre le total des actifs réels et le total des dettes réelles.

• Avantages de la méthode

- Concept théorique simple
- Peut être utilisée de façon appropriée dans le cas des entreprises qui n'ont pas de véritable activité opérationnelle, notamment dans le cas des sociétés de portefeuille. En effet, les firmes qui se contentent de gérer un portefeuille de participations sans être le pôle de coordination entre différents moyens humains et matériel ne valent que parce qu'elles possèdent.
- Méthode appropriée pour des sociétés affiliées d'une société de capital-risque qui sont en phase de redressement judiciaire, de liquidation, d'arrêt d'activité...
- Cette méthode est souvent prévue par les sociétés de capital-risque pour assurer une valeur minimale à la sortie.

• Limites de la méthode

- Approche statique et tournée vers le passé ;
- Abstraction de la rentabilité de l'entreprise et de ses perspectives ;
- Mise en œuvre lourde et parfois délicate pour des actifs ou des passifs difficiles à estimer (fonds de commerce, marques, litiges, savoir faire...) ;
- Difficultés de la mise en œuvre de la méthode en raison des multiples retraitements à effectuer ;
- Méthode non appropriée pour des sociétés en développement.

• Synthèse

La méthode de l'Actif Net Comptable Corrigé est une méthode certes lourde dans son calcul et dans sa mise en œuvre, néanmoins, elle représente une des méthodes les plus utilisées par le capital-risqueur et par l'ensemble des différents métiers (banque d'affaires, tribunaux de commerce...) pour l'évaluation financière des sociétés.

🔗 L'approche d'évaluation par les flux

Contrairement aux approches patrimoniales qui réduisent l'entreprise à une simple somme de biens matériels et qui négligent les décisions importantes (politique de dividendes, choix des investissements et des moyens de financement, etc.), les approches par les flux mettent l'accent sur les revenus dégagés par l'entreprise et notamment les revenus futurs.

□ L'approche par les bénéfices : Valeur de rendement

La méthode par le rendement consiste à estimer le capital nécessaire pour dégager la rentabilité courante de la société, par capitalisation et/ou actualisation.

- Valeur de rendement par capitalisation du bénéfice net réel

La valeur de l'entreprise, couramment appelée la valeur de rendement (V.R), est assimilable à un capital qui, placé à un taux appelé taux de capitalisation, génère un revenu égal au montant du bénéfice de l'entreprise. Surtout que les bénéfices constituent un bon indicateur de l'état de santé de l'entreprise et donc un bon instrument d'appréciation de la valeur.

- **Avantages de la méthode**

- Méthode facile à calculer ;
- Prend en compte la capacité bénéficiaire de la société ;
- Intègre la rentabilité future du projet.

- **Limites de la méthode**

- Méthode peu réaliste du fait qu'il est difficile de concevoir que l'entreprise dégage toujours une capacité bénéficiaire constante dans le temps ;
- Méthode trop simpliste ;
- Elle se base sur un taux de capitalisation qui prend en compte des hypothèses difficilement vérifiables (prime de risque, taux d'inflation,...). Cette limite est atténuée par le fait que le capital-risqueur utilise un taux d'actualisation égal au TRI escompté.

- **Synthèse**

Cette méthode ne pourra être retenue par le capital-risqueur du fait qu'elle prévoit un bénéfice constant, alors qu'en réalité, celui-ci diffère d'une année à l'autre.

- Valeur de rendement par actualisation des bénéfices net futurs :

La valeur de rendement correspond à la somme des bénéfices prévisionnels, corrigé par un taux d'actualisation.

- **Avantages de la méthode**

- Méthode souvent utilisée par les analystes financiers ;
- Facile à calculer, par actualisation des bénéfices prévus dans le business plan ;
- Le taux d'actualisation qui est, en général, difficile à estimer ne pose pas de problème dans une société de capital-risque qui peut utiliser le TRI escompté dans l'affaire comme taux d'actualisation.

- **Limites de la méthode**

- La valeur résiduelle n'est pas prise en compte, sauf à utiliser une capitalisation arbitraire du profit estimé de la dernière année ;
- Les calculs sont établis avec un taux d'actualisation constant alors qu'en fait, il peut varier selon les années ;
- La capacité bénéficiaire dégagée dans le business plan n'est qu'une prévision et peut différer sensiblement de la réalité de la société ;

- **Synthèse**

Certes la méthode de rendement par actualisation des bénéfices futurs présente quelques inconvénients, elle demeure cependant largement utilisée par les professionnels, et particulièrement les capital-risqueurs.

□ L'approche par les dividendes : Valeur de rentabilité

La valeur de rentabilité ou valeur financière diffère de la valeur de rendement, car elle ne tient compte que des dividendes distribués. Ces dividendes représentent la rémunération monétaire des détenteurs d'actions ordinaires.

La valeur de la société par cette méthode correspond à la somme des dividendes futurs actualisés, augmentée de la valeur de revente espérée.

- **Avantages de la méthode**

- Cette méthode est bien adaptée aux participations minoritaires par la prise en compte de l'intérêt financier attaché à l'action ;
- Elle est intéressante à utiliser dans le cas où la société cible prévoit des distributions de dividendes.

- **Limites de la méthode**

- La méthode nécessite une visibilité certaine sur les flux des dividendes futurs
- Elle est difficilement transposable à des PME non cotées dont la politique de distribution répond à des impératifs de croissance ;
- Elle valorise mal les sociétés en croissance ;
- Il est difficile d'estimer la valeur de revente des actions à terme. Pour résoudre ce problème, il est possible d'utiliser la valeur de revente prévue par le pacte, dont nous verrons le mode de calcul ultérieurement.

- **Synthèse**

Certes, cette méthode peut être utilisée dans le cas où la société prévoirait des distributions de dividendes. Néanmoins, elle ne peut pas être recommandée dans le cadre de notre évaluation du fait que la plupart des sociétés étudiées sont en croissance.

❑ La méthode des cash-flows disponibles (CFD) ou méthode des free cash-flows

Selon cette méthode, la valeur de l'activité (ou valeur globale) correspond à la valeur actuelle des flux prévisionnels de trésorerie nets dégagés, exclusion faite des flux liés à la politique financière.

- **Avantages de la méthode**

- Méthode incontournable, largement utilisée par les professionnels du capital-risque ;
- Elle est la seule à apporter une réponse efficiente à la valeur d'une activité ;
- C'est une méthode qui intègre :
 - o Le processus économique propre à l'entreprise
 - o La viabilité de l'entreprise
 - o Les besoins de l'entreprise (investissements, BFR)
- C'est une méthode adaptée aux sociétés cotées et non cotées ;
- Le capital-risqueur dispose, dans son Business Plan, de tous les éléments nécessaires à son calcul.

- **Limites de la méthode**

- La méthode nécessite des prévisions longues et fiables.
- La méthode ne prend pas en considération les flux liés à la politique financière.

- **Synthèse**

La méthode des cash-flows disponibles présente plusieurs avantages, d'autant plus qu'il est aisé de la calculer dans une société de capital-risque

👉 L'approche mixte : méthode de la rente abrégée du goodwill

Les approches patrimoniales et par les flux présentent des insuffisances :

- Les méthodes patrimoniales ne prennent pas en compte la valeur des actifs incorporels et humains (savoir-faire, compétence...). Ces éléments essentiels de l'entreprise ne figurent dans aucun état financier, mais ils ont une influence décisive sur le niveau des résultats.

- Les approches par les flux restituent bien l'intégralité de la valeur de l'entreprise, mais posent le problème de l'imprécision des prévisions et de l'arbitraire du taux d'actualisation.

Il semble donc préférable de combiner les deux types d'approches pour trouver une solution au problème de la valeur de l'entreprise, ainsi qu'aux difficultés de partage qui existent entre le capital-risqueur et la société cible. D'où la naissance des méthodes «mixtes» dites également « dualistes » ou « combinées ».

Cette approche regroupe plusieurs méthodes. Nous nous limiterons à la présentation de la méthode de la rente abrégée du goodwill.

La valeur de l'entreprise correspond à la somme de la valeur réelle des actifs tangibles nets des dettes réelles, c'est à dire l'ANCC hors éléments incorporels, et de la valeur d'un Goodwill correspondant à la valeur de ces éléments incorporels.

- **Avantages de la méthode**

- Elle est très fréquemment utilisée dans les évaluations et les transactions de sociétés non cotées.
- Elle constitue un tremplin entre la démarche statique de la méthode de l'actif net corrigé et les démarches dynamiques des méthodes de flux.

- **Limites de la méthode**

- Elle demeure tournée vers l'accumulation de richesses passées. En effet, la part de l'ANCC reste, dans bien des cas, dominante dans la valeur obtenue,
- Elle est, par construction, approximative (durée, taux, prévisions de résultat).

- **Synthèse**

Malgré ses inconvénients, la méthode présente l'avantage de combiner les méthodes patrimoniales et celles des flux. Par ailleurs, elle est utilisée pour la valorisation des sociétés non cotées qui constituent l'essentiel du portefeuille des sociétés de capital-risque.

A la lumière de notre analyse des méthodes d'évaluation usuelles, nous pouvons dire que celles qui sont les mieux adaptées à l'évaluation des sociétés faisant appel au capital-risque sont :

La méthode de l'Actif Net Comptable Corrigé	$ANCC = \text{Actif réel} - \text{Dettes réelles}$
La méthode de rendement par actualisation des bénéfices net futurs	$V.R = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+i)^t}$
La méthode des cash-flows disponibles	$V_{\text{globale en 0}} = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{VR}{(1+i)^n}$
La méthode de la rente abrégée du goodwill	$V = A + GW = A + k(B-iA)$

2.3.1.2. Autres méthodes prévues par les capital-risqueurs

Outre les méthodes que nous avons retenues pour l'évaluation des sociétés faisant appel au capital-risque, nous présentons dans ce paragraphe l'exemple d'une méthode retenue par certains capital-risqueurs. Ces méthodes qui sont normalement prévues dans le pacte entre actionnaires doivent servir de base à l'évaluation de la société affiliée lors de la sortie du capital-risqueur.

Exemple de méthodes de valorisation par les comparables, prévue dans le pacte entre actionnaires :

Pour déterminer cette méthode de valorisation, le chargé d'affaires, dans la société de capital-risque, suit les étapes suivantes :

Il détermine d'abord le TRI que la société de capital investissement escompterait de l'affaire. Ce TRI est fixé en fonction d'une série d'indicateurs et de paramètres :

- **Paramètres :**

- le taux des placements sans risque ;
- le taux d'inflation ;
- le risque intrinsèque au projet (comprend le risque lié au promoteur, le risque lié à l'évolution du secteur et le risque lié à la concurrence et à la compétitivité (par rapport aux pays étrangers) ;
- le TRI plancher du fonds en dessous duquel le projet n'est pas rentable. Actuellement, il est estimé. Il n'y a aucun moyen qui permet de le calculer ;
- les TRI de la concurrence (on essaie de voir ce qui se pratique).

- **Indicateurs :**

- TRI du projet ;
- Il faut qu'au moment de la sortie, la société cible dispose de la trésorerie nécessaire pour le rachat des actions de la société de capital investissement compte tenu du TRI choisi ;
- La période de réalisation du TRI, c'est-à-dire le nombre d'années nécessaires pour réaliser le TRI escompté. (le chargé d'affaires fait un calcul itératif entre le TRI et la trésorerie disponible).

Il choisit ensuite l'indicateur de performance avec lequel il va valoriser la société. Cet indicateur varie d'une société à l'autre :

- Pour les sociétés à forte croissance, dans les secteurs innovants ou bien dans les projets où il y a évocation de la valeur ajoutée, en général, on choisit le CA
- Pour les sociétés du secteur traditionnel où il y a beaucoup d'investissements, on évalue en général par la CAF.
- Dans celles où il y a peu d'investissement, on évalue par le résultat net ou l'EBE.

Une fois l'indicateur choisi, il procède par des simulations jusqu'à ce qu'il arrive au multiple de revenu qui lui permettrait d'atteindre le TRI qu'il s'est fixé au début. L'indicateur peut être ainsi une moyenne arithmétique ou pondérée.

Exemple : la formule de valorisation de la société A s'établit comme suit :

Valorisation = 5 x CAF moyenne des 3 dernières années auxquelles on applique les coefficients de pondération suivants :

$$\text{CAF (n-3)} = 1$$

$$\text{CAF (n-2)} = 2$$

$$\text{CAF (n-1)} = 3$$

$$\text{La formule de valorisation à la sortie} = \frac{((\text{CAF (n-1)} \times 3) + (\text{CAF (n-2)} \times 2) + (\text{CAF (n-3)} \times 1)) \times 5}{6}$$

2.3.2. Méthodes qualitatives

Parallèlement aux méthodes quantitatives précitées, l'expert comptable devrait compléter l'évaluation de la société cible en utilisant d'autres critères d'évaluation d'ordre qualitatif. Parmi ces critères, vient en premier lieu la qualité du management, ensuite la stratégie, l'organisation, la taille du marché, le potentiel de croissance...

L'évaluation par ces critères permet de répondre à différents objectifs :

- Tenir compte des risques particuliers de l'investissement en capital-risque qui peuvent être résumés comme suit :
 - ✓ Le risque d'immobilisation des fonds
 - ✓ Le risque d'absence de rémunération, car les plus values sont hypothétiques et les dividendes sont fonction de bénéfices aléatoires
 - ✓ L'absence de garantie personnelle ou réelle, puisque l'investissement est en fonds propres et non pas un crédit
 - ✓ Le risque d'illiquidité par faute de mobilité du capital
 - ✓ L'impossibilité de peser sur les décisions de l'entreprise, car l'investissement ne donne droit qu'à une participation minoritaire
- Prendre en compte également l'expérience de l'équipe de gestion dans l'évaluation des sociétés cibles ;
- Valider ou non les résultats donnés par le business plan ;
- Compléter l'évaluation déterminée par les méthodes quantitatives qui se limitent à donner une valeur monétaire à la société. Ceci permet de donner une valeur plus proche de la réalité ;
- Avoir des arguments de négociation lors des opérations d'achat et de vente.

L'expert comptable pourrait particulièrement apporter son savoir-faire dans l'évaluation par les méthodes qualitatives en raison de son expérience dans le conseil et l'audit de sociétés appartenant à plusieurs secteurs d'activité.

2.4. Cas particulier de valorisation des sociétés Internet

Le capital-risque est souvent sollicité pour financer les nouvelles start-ups qui évoluent dans le domaine des nouvelles technologies de l'information. Le véritable problème qui se pose à lui est de déterminer le ticket d'entrée dans ces projets qui nécessitent des financements importants et dont la rentabilité est plus qu'aléatoires.

« Si j'étais professeur de finance, je demanderais à mes élèves de valoriser une société Internet. Et si l'un d'eux me donnait une réponse, je lui mettrais un zéro... »⁸⁹, disait Warren Buffet, célèbre investisseur américain. Nous sommes en effet, dans le domaine de l'incertitude. Cependant, nous pouvons toujours essayer d'apporter des éléments de réponses sur l'estimation des valeurs de ces sociétés Internet.

En effet, dans ce domaine, il est nécessaire d'améliorer les éléments classiques de l'évaluation en tenant compte :

- des apports intellectuels de l'équipe dirigeante, sans commune mesure avec les estimations des méthodes classiques d'évaluation pratiquées auparavant ;
- des montants importants à investir et des résultats futurs aléatoires.

⁸⁹ Capital-risque – Mode d'emploi – Pierre Battini

2.4.1. Les spécificités des sociétés Internet

Il s'agit de sociétés jeunes, dirigées par une équipe jeune et présentant les caractéristiques suivantes :

- Une activité reposant sur la matière grise ;
- Un minimum d'immobilisations : ordinateurs et leurs satellites ;
- Des actifs incorporels importants : sites, programmes, brevets, marques,...
- Un taux de croissance impressionnant ;
- Des investissements très importants ;
- Une grande part des dépenses concerne le marketing et le commercial, pour se faire connaître ;
- Une technologie pointue ;
- Des résultats négatifs pendant plusieurs années, avant que le projet soit rentable ;
- Des coûts de démarrage élevés ;
- Un point mort très haut. Une fois dépassé, tous les revenus se transforment en profit net ;
- Des risques extrêmement élevés ;
-

Pour toutes ces raisons, il est difficile, sinon impossible, d'appréhender la valeur de ces entreprises avec les méthodes classiques d'évaluation d'entreprise. Il sera donc vital d'insister sur les critères suivants :

- Le potentiel et la qualité de l'équipe dirigeante ;
- Le couple produit /marché ;
- La stratégie de la société ;
- La rentabilité du projet ;
- Les étapes de développement.

2.4.2. La valorisation des sociétés Internet non cotées

Afin de minimiser le risque élevé lié au financement des sociétés Internet non cotées, nous procédons à un véritable accompagnement rapproché, en fonction des besoins de financement de chaque étape de développement du projet Internet.

• 1er tour de financement

Au moment de la création de la société, deux éléments entrent en jeu dans sa valorisation :

- Le montant des besoins financiers pour réaliser la première étape de lancement ;
- Les données prévisionnelles de la société, comprenant essentiellement les dépenses d'investissement, le chiffre d'affaires prévisionnel et les résultats prévisionnels.

La valorisation de la société Internet correspond à une fois et demi le chiffre d'affaires de la troisième année et une fois et demi le résultat de la quatrième année. Cette estimation est fondée sur les expériences en la matière.

• 2e tour de financement

Les dirigeants feront entrer un nouvel investisseur financier ce qui permettra de partager les risques, et d'afficher une plus value latente sur le premier investissement.

La valorisation à ce stade est estimée à environ 7/8 du chiffre d'affaires de la quatrième année et un peu moins de deux fois le résultat de la cinquième année.

• 3e tour de financement

C'est l'étape de recevoir de nouveaux investissements ou d'affronter le marché et développer son projet.

Les éléments de la valorisation restent les mêmes : les besoins de financement, le nouveau chiffre d'affaires prévisionnel et le résultat prévisionnel. Ce dernier sera utilisé selon la méthode des discounted cash-flows.

2.4.3. La valorisation des sociétés Internet en voix d'être cotées

La valorisation de ces sociétés est réalisée par les dirigeants et l'introducteur en bourse teneur de marché. La valorisation se déroulera selon deux étapes :

- **1ère étape :**

- la méthode du discounted cash-flows : Elle permet de déterminer la valeur de la société à partir de sa rentabilité futur (voir les méthodes classiques, ci haut) ;
- Les multiples de chiffres d'affaires et de résultat : La méthode des multiples consiste à sélectionner un échantillon d'entreprises similaires. On déterminera un multiple du chiffre d'affaire pour chaque entreprise en divisant leur capitalisation boursière par le montant de leur chiffre d'affaires. On calculera ensuite la moyenne des multiples de ces entreprises. La valeur de l'entreprise Internet est alors obtenue en multipliant son chiffre d'affaires par cette moyenne.

- **2ème étape :**

Les valeurs ainsi obtenues, sont alors corrigées en fonction d'indicateurs propres à l'activité :

- des ratios dérivés du nombre d'utilisateurs ou d'abonnés ;
- des indicateurs de fréquentation du site Internet ;
- du nombre de référencement du site ;
- de la qualité et du contenu du site.

Chapitre 3. L'EXPERT COMPTABLE : AUDITEUR DES INTERVENANTS EN CAPITAL-RISQUE

Section 1. CONTROLE DES PME FAISANT APPEL AU CAPITAL-RISQUE

1. AUDIT PREALABLE A LA PRISE DE PARTICIPATION : DUE DILIGENCE

Les vérifications de due diligence (ou revue limitée ou examen sur la base de procédures convenues) ont pour objectif de vérifier et valider certaines informations convenues entre le capital-risqueur et un consultant, qui peut être l'expert comptable. Dans le cadre d'une opération de capital-risque, il s'agit principalement d'examiner les informations contenues dans le business plan et de compléter l'analyse interne et externe réalisée par l'entreprise par un diagnostic approprié.

L'étendue des vérifications ainsi que les délais d'intervention sont convenus d'un commun accord entre l'expert comptable et le capital-risqueur et peuvent porter sur plusieurs années (lorsque l'entreprise existe déjà) et sur plusieurs domaines :

- ✓ Juridique ;
- ✓ Fiscal ;
- ✓ Financier ;
- ✓ comptable,...

La due diligence se déroule généralement en deux étapes :

- une première phase dite « **légère** » : elle consiste en la vérification de l'opportunité de mise en œuvre du projet (lorsqu'il s'agit de création) ou des hypothèses de rentabilité et de croissance (lorsqu'il s'agit de développement). Ces vérifications préliminaires sont mises en œuvre par l'expert comptable, pour le compte de l'entreprise, avant le capital-risqueur ;
- Une seconde phase dite « **lourde** » : lorsque le dossier est finançable, le capital-risqueur décide alors de poursuivre sa relation avec l'entreprise. Il mandate ensuite l'expert comptable pour approfondir l'analyse du dossier.

Dans une mission d'examen sur la base de procédures convenues, les destinataires du rapport, à savoir le capital-risqueur et l'entreprise, évaluent eux-mêmes les procédures mises en œuvre ainsi que les faits présentés et tirent les conclusions de la due diligence réalisée par l'expert comptable. Son rapport ne s'adresse pas aux tiers ignorant les raisons qui motivent ces procédures qui risqueraient de mal interpréter les résultats.

Le rapport d'une mission d'examen sur la base de procédures convenues⁹⁰ précise l'objectif de la mission et les procédures convenues de manière suffisamment détaillée pour permettre au lecteur de comprendre la nature et l'étendue des travaux effectués.

⁹⁰ Manuel des normes marocaines d'audit légale et contractuel.

2. CONTROLE LEGAL ET CONTRACTUEL APRES LA PRISE DE PARTICIPATION

Dans le cadre de son intervention dans des PME au cours de leur vie courante, l'expert comptable déroule une mission classique d'audit légal ou contractuel qui obéit aux dispositions légales et réglementaires et aux normes d'audit généralement admises au sein de la profession.

En effet, en vertu de la loi, les PME⁹¹ sont tenues de désigner un commissaire aux comptes, nommé par l'assemblée des associés et dont la mission permanente est de vérifier les comptes de la société, en vue d'émettre son avis sur leur régularité, sincérité et image fidèle.

Il est également chargé par la loi de certaines vérifications spécifiques et de certaines missions connexes (commissariat aux apports, ...).

Il a ainsi au sein de l'entreprise une mission d'information, de prévention et de protection. Son rapport est d'une diffusion très large. De ce fait, sa mission est d'intérêt public.

Par ailleurs, l'expert comptable met en oeuvre, en fonction des normes de la profession, des moyens de contrôle qui lui permettent à la fois de :

- motiver son opinion, c'est-à-dire obtenir :
 - ✓ des informations probantes nécessaires pour démontrer que les données fournies sont régulières et sincères ;
 - ✓ des éléments de compréhension de la situation financière et du résultat,
- obtenir la meilleure efficacité des moyens mis en oeuvre, c'est-à-dire choisir les moyens de contrôle (ou la combinaison de moyens) qui permet d'obtenir, pour chaque objectif, le meilleur rapport entre les coûts de contrôle, les risques décelés et le niveau de confiance obtenu.

Dans le cadre de sa mission, le commissaire aux comptes engage sa responsabilité tant à l'égard de la société contrôlée qu'à l'égard des tiers, notamment le capital-risqueur, des conséquences dommageables, des fautes et des négligences commises par lui dans l'exercice de ses fonctions. Ainsi, la responsabilité du commissaire aux comptes peut être de nature civile, pénale ou disciplinaire⁹².

Le commissaire aux comptes doit mettre en place la démarche générale suivante, conformément à la norme d'audit :

- l'acceptation et le maintien de la mission afin de vérifier qu'il :
 - ✓ dispose des moyens intellectuels et matériels nécessaires à l'exécution de la mission,
 - ✓ respecte les principes d'objectivité et d'indépendance,
 - ✓ a apprécié les risques liés à la mission et à l'entreprise.
- la conception de la mission
 - ✓ est basée sur l'étude du risque d'audit
 - ✓ tient compte de :
 - l'importance relative ;
 - la pluri annualité des contrôles ;

⁹¹ Suivant leur statut juridique.

⁹² La responsabilité du commissaire aux comptes d'une société anonyme dans le cadre de sa mission générale – article BIP Cabinet Masnaoui – n°114 juin 2002

- l'utilisation des travaux des autres auditeurs et experts ;
- les diligences portant sur le bilan d'ouverture.
- ✓ comporte la documentation de l'approche d'audit (matérialisant le lien entre risque d'audit, cycles ou postes et diligences) ;
- ✓ définit la programmation de la mission (compétences et responsabilités de l'équipe chargée de concevoir, réaliser, suivre et superviser les travaux, répartition dans le temps des interventions) ;
- ✓ comporte un programme de contrôle et un budget.
- la mise en oeuvre obligatoire des diligences suivantes :
 - ✓ étude du contrôle interne ;
 - ✓ examen des systèmes informatisés ;
 - ✓ observation physique ;
 - ✓ demandes de confirmation aux tiers ;
 - ✓ contrôles sur pièces ;
 - ✓ revue analytique ;
 - ✓ lettre d'affirmation.
- La conclusion de l'audit comprenant :
 - ✓ des travaux de finalisation de la mission destinés à s'assurer que tous les travaux nécessaires ont été effectués et permettent de motiver l'opinion ;
 - ✓ une synthèse des travaux comportant :
 - des éléments de compréhension ;
 - et des éléments de preuve reliant risque, diligences, apport des contrôles afin de justifier l'opinion.
- la rédaction d'un rapport exprimant clairement et par écrit l'opinion de l'auditeur sur les comptes soumis et son examen ;
- la revue des événements postérieurs jusqu'à la date de publication des comptes annuels.

Section 2. CONTROLE DES ORGANISMES DE PLACEMENT EN CAPITAL-RISQUE (OPCR)

1. COMMISSARIAT AUX COMPTES DES OPCR

L'expert comptable peut être mandaté par un OPCR en vertu des dispositions relatives au commissariat aux comptes, prévues par la loi sur le capital-risque ainsi que les lois sur les sociétés anonymes et autres formes de société.

En effet, l'article 28 de la loi sur le capital-risque stipule que toute SCR ainsi que la société de gestion, pour tout FCPR qu'elle gère, est tenue de désigner un commissaire aux comptes pour trois exercices, à l'exception de la première désignation dans les statuts ou le règlement de gestion qui est limitée à une année.

Ainsi, la loi sur le capital-risque précise la mission du commissaire aux comptes, définit la nature des informations qu'il doit communiquer au CDVM, rappelle ses incompatibilités dans l'exercice de sa mission et prévoit une mission connexe de commissariat aux apports.

1.1. La mission du commissaire aux comptes

Le commissaire aux comptes d'un OPCR a pour mission permanente, à l'exclusion de toute immixtion dans la gestion, de :

- ✓ vérifier les livres et les valeurs de l'OPCR ;
- ✓ contrôler la régularité et la sincérité des comptes de l'OPCR ;
- ✓ vérifier la sincérité des informations afférentes à la situation financière, préalablement à leur diffusion.

Il s'agit d'une mission d'audit, à caractère légal, dont l'objectif est de permettre au commissaire aux comptes d'exprimer une opinion selon laquelle les états de synthèse ont été établis, dans tous leurs aspects significatifs, conformément à un référentiel comptable identifié et qu'ils traduisent d'une manière régulière et sincère, la situation financière de la société, ainsi que le résultat de ses opérations et le flux de sa trésorerie.

1.2. Information du CDVM par le commissaire aux comptes

L'article 30 de la loi sur le capital-risque stipule que le commissaire aux Comptes est tenu, dans le cadre l'exécution de sa mission, de porter, sans délai, à la connaissance du CDVM les irrégularités et inexactitudes qu'il aurait relevées dans l'exercice de ses fonctions.

Rappelons par ailleurs, que la loi sur les sociétés anonymes (article 169) exige des commissaire aux comptes de porter à la connaissance du conseil d'administration ou du directoire et du conseil de surveillance, aussi souvent que nécessaire, les irrégularités et inexactitudes qu'ils auraient découvertes et tous faits leur apparaissant délictueux dont ils ont eu connaissance dans l'exercice de leur mission.

En plus de cette obligation, les commissaires aux comptes doivent désormais reporter au CDVM les informations ainsi citées. L'objectif recherché est d'assurer et renforcer la protection des investisseurs dans le capital-risque.

1.3. Incompatibilités des commissaires aux comptes

Les commissaires aux comptes sont soumis aux mêmes règles d'incompatibilités prévues par la loi à l'article 161 de la loi et qui sont applicables au commissaire aux comptes d'un OPCR vis-à-vis de la société de gestion.

1.4. Appréciation des apports en nature par le commissaire aux comptes

Le commissaire aux comptes apprécie tout apport en nature et établit sous sa responsabilité un rapport relatif à son évaluation, conformément aux dispositions de l'article 32 de la loi sur l'activité de capital-risque.

2. CONTROLE DU RESPECT DES OBLIGATIONS LEGALES

La complexité du régime fiscal des OPCR, sa précarité dans un contexte législatif en évolution et l'importance du risque encouru en cas de non respect de ses dispositions, exigent une vigilance particulière de l'OPCR, de la société de gestion et du commissaire aux comptes.

En effet, « Compte tenu des liens étroits entre la comptabilité et la fiscalité, le respect de la règle fiscale contribue à l'exactitude des états financiers et donc à l'amélioration de la qualité de l'information comptable dont disposent l'entreprise et les tiers » (citation de Martial Chadeaux).

En raison de leur impact sur l'image fidèle et sur la régularité et la sincérité des comptes, le commissaire aux comptes doit s'assurer du respect des prescriptions contenues dans les textes légaux, notamment la vérification de :

- ⇒ la validité de l'objet social inscrit dans les statuts ;
- ⇒ la composition du portefeuille titres ;
- ⇒ le respect des conditions relatives au quota de 50% ;
- ⇒ le respect de la règle de dispersion des risques ;
- ⇒ le respect de la présentation des comptes annuels.

En outre, le commissaire aux comptes devra vérifier de façon approfondie la détermination du résultat fiscal, le calcul de l'impôt sur les sociétés et la conformité des déclarations annuelles et périodiques.

A cet effet, il doit mettre en place un suivi régulier des obligations qui incombent à l'OPCR, indispensable pour assurer sa sécurité fiscale.

Le commissaire aux comptes doit disposer d'informations provenant de diverses sources, afin d'apprécier la situation de l'OPCR à tous les niveaux : comptable, juridique, fiscal et financier. Ainsi, il peut utiliser les travaux suivants :

- l'analyse du contrôle interne et des procédures de l'OPCR et de la société de gestion ;
- les rapports d'audit des sociétés dans lesquelles l'OPCR détient des participations ;
- l'élaboration de diagnostic financier et l'évaluation des sociétés précitées ;
- la revue analytique des états financiers de l'OPCR, notamment le contrôle du portefeuille des titres de participation.

En dehors des objectifs standards et de la démarche classique du commissaire aux comptes dans le cadre de sa mission, celui-ci doit dérouler les diligences nécessaires à l'identification et la couverture des principaux risques suivants :

- risques liés aux participations et placements
- risques fiscaux ayant un impact direct sur l'image fidèle
- ratios prudentiels

Ainsi, le commissaire aux comptes d'un OPCR doit attacher une importance particulière aux domaines suivants :

- ⇒ d'une part, celui-ci doit vérifier l'information destinée aux membres des OPCR (actionnaires et porteurs de parts) et aux tiers. Cette information est indispensable pour apprécier la rentabilité de l'OPCR.
- ⇒ d'autre part, il doit lors de ses investigations, s'assurer de la régularité de l'application des règles fiscales et apprécier le risque lié au statut d'OPCR.

CONCLUSION DE LA PARTIE III

Dans le domaine du capital-risque, l'expert comptable a un rôle important à jouer en matière d'accompagnement des intervenants dans le secteur. Ainsi, il peut apporter son assistance aux organismes de capital-risque ainsi qu'aux entreprises faisant appel à ces organismes. Cette assistance pourrait se matérialiser par des prestations d'ingénierie juridique et financière.

Dans ce cadre, il peut assister les entreprises dans la recherche de financement par capital-risque ainsi que dans l'élaboration du business plan destiné à vendre le projet auprès des capital-risqueurs.

Par ailleurs, l'expert comptable peut assister les OPCR pour une utilisation judicieuse des outils juridiques nécessaires à la maîtrise de la relation partenariale avec les sociétés cibles.

Enfin, il peut être sollicité dans le cadre d'une mission de contrôle légal ou contractuel à l'effet de certifier les comptes des OPCR.

CONCLUSION GENERALE

Notre étude du cadre spécifique au capital-risque au Maroc a d'abord commencé par l'analyse des meilleures expériences internationales en la matière, notamment aux Etats-Unis, en France et en Tunisie.

Cette étude comparative nous a permis de constater que la pratique du capital-risque est plurielle et dépend dans son expression de l'environnement où elle opère. Cependant, il est nécessaire de souligner que ces différentes pratiques agissent dans un cadre spécifique qui favorise le développement du capital-risque.

Ensuite, nous avons examiné la situation actuelle du capital-risque au Maroc et nous avons proposé les principales recommandations suivantes :

- sur le plan juridique, nous avons souligné la nécessité d'améliorer le projet de loi actuel sur le capital-risque et nous avons proposé des recommandations pour son amélioration. Par la suite, ce projet de loi doit être approuvé par les instances législatives afin de servir de soubassement à la mise en place d'une fiscalité incitative ;
- sur le plan fiscal, nous avons élaboré, sur la base du cadre juridique et de la pratique internationale, un régime fiscal incitatif à l'exercice de l'activité de capital-risque. celui-ci doit être la base pour la rédaction de textes à intégrer dans une prochaine loi de finances ;
- sur le plan comptable, nous avons proposé une adaptation de la norme comptable marocaine aux spécificités de l'activité de capital-risque marocaines.
- sur le plan d'accompagnement, nous avons proposé un ensemble de démarches méthodologiques permettant à l'expert comptable d'assurer une assistance de qualité auprès des intervenants dans le capital-risque.

La conception d'un cadre spécifique au capital-risque n'est à elle seule suffisante pour résoudre la problématique du capital-risque au Maroc. En effet, il est nécessaire de concrétiser ce cadre par des textes juridiques à faire adopter par le pouvoir législatif et mettre en place des mesures d'accompagnement.

A cet effet, nous invitons les pouvoirs publics, les professionnels ainsi que les experts comptables à continuer la réflexion dans ce sens et de procéder à la mise en place de ces différentes propositions.

Annexes

- **Glossaire**
- **Bibliographie**
- **Lexique français – arabe**
- **Annexe 1 : Projet de loi sur l'activité de capital-risque**
- **Annexe 2 : Présentation des principaux intervenants**

Glossaire

- Business Angel : Ange des Affaires. Particulier investissant directement dans des sociétés non cotées. Leurs motivations peuvent être diverses, mais ils sont souvent à la recherche d'avantages fiscaux.
- Due Diligence: Opération durant laquelle les investisseurs potentiels se renseignent sur la situation réelle de l'entreprise.
- Early stage: Capital Post-crétion. Investissement lors des premières années de la vie de l'entreprise
- Expansion: capital développement. S'utilise surtout lorsque l'entreprise est rentable mais ne génère pas assez d'autofinancement pour développer de nouveaux produits ou étendre sa force de vente ou sa capacité de production.
- FCPR: Fonds Commun de Placement à Risque. le fonds doit investir 50% de ses actifs dans des sociétés non cotées.
- FCPI: Fonds Commun de Placement dans l'Innovation.
- Hands-on: Comportement actif des investisseurs.
- IPO: Initial Public Offering. Introduction en Bourse
- LBO: Leverage Buy Out. Rachat d'entreprise avec effet de levier. L'apport limité de fonds propres permet un endettement suffisant pour le rachat.
- M&A: Merger and Acquisition. Opération de rachat ou de fusion d'entreprise
- MBI: Management Buy In. Rachat de l'entreprise par un manager extérieur, en utilisant la technique de LBO
- MBO: Management Buy Out. Rachat de l'entreprise par les dirigeants en utilisant la technique de LBO
- Mezzanine financing: Financement d'attente, utilise surtout avant l'introduction en bourse.
- SCR: Société de Capital-risque
- Second stage: Second tour de table
- Seed: Capital d'amorçage. Sert à prouver la faisabilité d'un projet.
- Start up: Capital Création. Mise de fonds initiale lors de la constitution de l'entreprise

Bibliographie

OUVRAGES

- « Capital-risque : Mode d'emploi », Pierre BATTINI, Edition Organisation, 2001.
- « Les structures du capital-risque Français et leurs dispositions fiscales »
- « Evolution du financement du haut de bilan des PME innovantes », MGT, 1998.
- « Techniques d'ingénierie financière », Amar DOUHANE- ROCCHI, 1997.
- « L'émission de valeurs mobilières », François TREBULLE, Economica, 2002.
- « Le capital investissement, guide juridique et fiscal » POITRINAL, Galexia, 2000.
- « La fiscalité des sociétés de capital-risque », SHMIDT-GIACOBBI, AFIC, 1995.
- « La comptabilité des sociétés et ses incidences fiscales sur la vie des entreprises », Brahim JAIFI, Nouvelle Edition, 1998.
- « Droit des affaires », Yves GUYON, Economica, 2002.
- « Financement des entreprises », Francis LEFEBVRE, 1995-1996.
- « Droit commercial et droit des sociétés », Laure SINE, DUNOD, 1995.
- « Droit commercial », JAMIN-LACOUR, Technipius, 1993.
- « Introduction à l'ingénierie financière », CHOINEL, Banque, 2000.
- « Organisation et fonctionnement du marché boursier », Société des bourses françaises, 1995.
- « Cession de contrôle », Sophia ANTIPOLIS, 1995
- « L'épargne et la bourse : une dynamique de croissance », Casablanca.
- « Le capital-risque, techniques et partenaires potentiels en Belgique », PEFFER-MAROTTE, Creadif.
- « Finance et stratégie », Laurent BATSCHE, Economica, 1999.
- « Fonds commun de placement à risque, principes juridiques et fiscaux », SCHMIDT-LAFERRIERE, AFIC.
- « Introduire son entreprise en bourse », COTTY-CORRIEAS, Les Echos, 1999.
- « La fiscalité de l'innovation et du capital-risque dans les pays de la CEE », Pierre FONTANEAU, Professeur agrégé des facultés de droit et des sciences économiques, Les Cahiers Fiscaux Européens, 2001
- « 100 difficultés comptables, fiscales et juridiques », Eric DELASALLE, Expert comptable diplômé, professeur à l'INTEC, 1993.

LOIS ET CIRCULAIRES

- « La charte de la petite et moyenne entreprise », Dahir n°1-02-188 du 12 Joumada I 1423 (23 juillet 2002) / loi n° 53-00, Maroc.
- « Note circulaire n°711 » relative aux dispositions fiscales de la loi de finances pour l'année 2002.
- « L'essentiel du droit Français », Legifrance, Direction des journaux officiels.
- « Code de commerce et tribunaux de commerce », Dahir n°1-96-83/1-97-65.
- « SARL, SNC, SC, Commandite par actions et en participation », Dahir n°1-97-49/ n°1-97-65.
- « La SA et tribunaux de commerce », Dahir n°1-96-124 / n°1-97-65.
- « TVA, loi n°30-85 », 2003.
- « IS, Loi n° 24-86 », 2003.
- « IGR, Loi n° 17-89 », 2003.
- « Plan comptable des OPCV », Conseil national de la comptabilité CNC

MEMOIRES

- « Le capital investissement dans les pays du Maghreb : Etat des lieux et perspectives d'évolution », Karim Faidi, 3ème cycle Finance ISC Paris.
- « Le financement des entreprises marocaines par les organismes de capital-risque », Sbaï, diplôme des études supérieures en sciences économiques, 1996.
- « Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières au Maroc », Wirane, Licence Gestion des entreprises, Faculté Hassan II.
- « Capital-Risque et développement régional », Jean Menville, Doctorat science économie, Université Toulouse.
- « Le capital-risque et le rôle de l'expert comptable », Maria Christian, Diplôme d'expert comptable français, Bibliotique, 2000.
- « Fond commun de placement à risque : Etude juridique et comptable d'un FCPR, difficultés et spécificités de fonctionnement » Dumont Thierry, Diplôme d'expert comptable français, Bibliotique, 1990.
- « Le capital-risque, création au Maroc », Abdellatif Daher, diplôme études supérieures approfondies es-science économiques, 2001.
- « La fiscalité du capital-risque », Thèse de Doctorat de l'université de Montpellier I, 1997.
- « Les opérateurs étrangers face à la fiscalité marocaine », Hdid, Diplôme national d'expert comptable ISCAE, 1996.
- « Les techniques mises en œuvre par les OPCVM dans la gestion des portefeuilles actions », Ritab-Daoudi, Ecole HEM, 1999.

ETUDES ET ARTICLES

- « La stabilité du pouvoir et du capital dans les sociétés par actions », Revue de jurisprudence, Emmanuel du PONTAVICE, Professeur à l'Université de droit Paris, 1990.
- « Les pactes d'actionnaires », Capital développement, 1993.
- « Le capital-risque », Moussahama, Journée de la banque centrale populaire.
- « La futur norme IFRS » Article de Bernard JAUDEAU, Technical partener de KPMG directeurs de comptabilité et de gestion, Bulletin n°34, 2001.
- « La mise en place des IAS » Editorial APDC, Association des directeurs de comptabilité et de gestion, Bulletin n°34 /2001.
- « La comptabilité du XXIe siècle se prépare », Eric Delesalle, Président de la commission de droit comptable du conseil supérieur de l'ordre des experts comptables, APDC.
- « Rapport sur la performance du capital investissement en France », AFIC (Association Française des investissement en Capital), 1999.

Lexique français – arabe

Actes de Commerce
Administrateur
Aliénation
Amortissement
Analyse des risques
Approbation
Assistance technique
Audit de performances
Audit Externe
Audit Financier
Audit Interne
Audit Opérationnel
Autonomie Financière
Bilan
Capital-risque
Code Général de Normalisation Comptable
Comité de normalisation comptable
Commissaire aux Comptes
commission
Compétence
Comptabilité
Conformité
Conseil
Conseil d'administration
Conseil National de l'Ordre
Conseil National de la Comptabilité
Conseil Régional de l'Ordre
Contribuable
Contrôle interne
Convention
Convention d'audit
Critères d'évaluation
Dahir des obligations et contrats
Décret
Déduction
Déficit reportable
Délégation
Dépenses
Diagnostic
Diligence
Dividendes
Doctrines
Double imposition
Droit fiscal
Etablissement stable
Etat Financier
Evasion fiscale
Exonération
Expert Comptable
Forfaitaire

Honoraire
I.G.R
I.S
Image Fidèle
Impôt minimum
Incompatibilité
Indépendance
Inserts
Investissement
Jurisprudence
Marché
Mise à disposition
Montage
Non résident
Norme d'audit
Organisation Financière et Comptable
Partenaires
Patrimoine
Personnalité Juridique
Personnalité Morale
Plus value
Prescription
Procédure
Produit brut
Professionnel
Provision
Rapport d'audit
Régularité des comptes
Réintégration
Rendement
Résident
Responsabilité civile
Responsabilité contractuelle
Responsabilité disciplinaire
Responsabilité pénale
Retenue à la source
Salaires
Situation Financière
Statut juridique
Système de Contrôle
T.V.A
Taux d'impôt
Travaux de construction
Vérification intégrée

Annexe 1 : Projet de loi sur l'activité de capital-risque

TITRE PREMIER : DEFINITIONS

Article 1 : Dispositions générales

Au sens de la présent loi, on entend par :

- 1) Conseil Déontologique des Valeurs Mobilière, l'établissement public créé par le dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993, ci après désigné par CDVM ;
- 2) Période de liquidation d'un OPCR, la période pendant laquelle la société de gestion procède à la cession des participations détenues dans le portefeuille de l'OPCR. Pendant cette période, aucun investissement ne peut être effectué pour le compte de l'OPCR. Cette période fait l'objet d'une déclaration et ne peut débuter avant la sixième année à compter de la date de constitution de l'OPCR ;
- 3) Activité de capital-risque, l'activité de financement par fonds propres ou quasi fonds propres d'entreprises non cotées ;
- 4) Quasi fonds propres :
 - les titres donnant à terme accès au capital, y compris ceux créés par voie contractuelle ;
 - les titres émis et représentant des dettes convertibles en titres de capital ;
 - les avances en compte courant bloquées pour une période supérieure à deux ans ;
 - les avances en compte courant qui sont assortis d'un engagement irrévocable de leur conversion en titres de capital.
- 5) Dirigeants :
 - pour les sociétés anonymes, les membres du conseil d'administration, de la direction générale, du conseil de surveillance et du directoire ;
 - pour les sociétés en commandite par actions, le ou les gérants, ainsi que les associés commandités.
- 6) Liquidités, les fonds déposés à vue ou pour une durée n'excédant pas deux ans. Sont compris dans les liquidités les avances en compte courant à vue ou bloquées pour une période n'excédant pas deux ans ;
- 7) PME, les petites et moyennes entreprises telles définies à l'article 1^{er} de la loi n° ... du... formant Charte de la petite et moyenne entreprise.

Article 2 : Dispositions légales et réglementaires applicables à l'activité de capital-risque

L'activité de capital-risque, au sens de l'article 3 ci-dessous, est régie par la présente loi. Elle est également régie par les dispositions du dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 relatif au CDVM et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne et la loi formant Charte de la PME dans la mesure où elles sont compatibles avec celles de la présente loi, ainsi que des textes pris pour leur application.

Article 3 : Structures juridiques du capital-risque

Au sens de la présente loi, l'activité de capital-risque est exercée par des sociétés de capital-risque, désignées ci-après SCR, et par des Fonds communs de placement à risque, désignés ci après FCPR. Les FCPR et les SCR sont désignés ci après sous la dénomination « Organismes de placement en capital-risque » (OPCR).

Un OPCR est géré obligatoirement par une société de gestion, tel que prévu à l'article 8 ci-après.

Article 4 : Conditions d'exercice de l'activité de capital-risque

Peuvent exercer l'activité de capital-risque, au sens de la présente loi, les OPCR :

- dont l'objet est exclusivement le financement en fonds propres et quasi fonds propres de titres de sociétés ;
- et dont la situation nette comptable est représentée de façon constante à concurrence de 50 % au moins de fonds propres et quasi-fonds propres de titres de PME.

Pour le calcul de l'affectation minimale de 50% visée au deuxième point du premier alinéa du présent article :

- les quasi-fonds propres ne sont pris en considération qu'à hauteur maximum de 15% de la situation nette comptable de l'OPCR ;
- l'OPCR doit détenir au moins 5% du capital des PME dans lesquelles il détient des titres représentant des dettes convertibles en titres de capital, ou au profit desquelles il consent des avances en comptes courants.

Les OPCR ont un délai de trois ans à compter de leur constitution pour se conformer aux dispositions du présent article. Toutefois, les OPCR sont dispensés du respect du pourcentage de cinquante pour cent (50%) prévu au 2^{ème} point du 1^{er} alinéa du présent article pendant leur période de liquidation.

Pour l'application du présent article, la constitution de provisions ou la liquidation d'une participation de l'OPCR doit être effective dans le délai d'un an à compter de la date à laquelle l'événement justifiant cette provision ou cette liquidation a été portée à sa connaissance.

Article 5 : PME bénéficiant de l'activité de capital-risque

Pour être admises dans le calcul de l'affectation minimale de 50% visée à l'article 4 ci-dessus, les PME doivent remplir les conditions suivantes :

- Etre de droit marocain ;
- Ne pas être cotées en bourse ou cotées depuis moins de cinq ans au troisième compartiment de la cote de la bourse des valeurs, tel que prévu par le dahir portant loi n°1-93-211 du 21 septembre 1993 relatif à la bourse des valeurs, tel que modifié et complété ;
- le ratio investissement par emploi créé peut être supérieur à 250.000 DH ;
- le cumul des participations détenues par des entreprises n'ayant pas la qualité de PME doit être inférieur à quarante (40%) pour cent des droits de vote, ce pourcentage n'incluant pas la participation de l'OPCR ;
- leurs dirigeants, leurs conjoints, ascendants et descendants, ne détiennent pas ensemble ou à titre individuel, directement ou indirectement, une participation de plus de vingt (20%) pour cent du capital social de la SCR ou des parts émises par le FCPR.

Sont également pris en compte pour le calcul de l'affectation minimale de 50%, les titres des PME, remplissant les conditions prévues par l'alinéa précédent, détenus par l'OPCR dans son portefeuille pendant une période supérieure à un an et qui par la suite :

- Sont inscrits à la cote d'un compartiment autre que le troisième compartiment de la bourse des valeurs de Casablanca. Après leur inscription à la cote d'un compartiment autre que le troisième compartiment de la bourse, ces titres restent pris en compte pour le calcul de l'affectation minimale pendant une durée de 3 ans maximum à compter de la date de ladite cotation ;
- Ne remplissent plus la qualité de PME. A compter de la date de la perte de cette qualité, ces titres restent pris en compte pour le calcul de l'affectation minimale pendant une durée de 3 ans maximum.

Toutes les participations prises en compte pour l'affectation minimale de 50% ne doivent pas conférer directement ou indirectement à un OPCR, ou à l'un de ses actionnaires ou porteurs de parts, directs ou indirects, quarante (40%) pour cent ou plus des droits de vote au sein des assemblées générales des PME concernées, à l'exception des PME constituées depuis moins de trois ans à la date du calcul des droits de vote de l'OPCR.

Article 6 : Définition des SCR et FCPR

Les SCR sont des sociétés par actions. Elles sont régies par la présente loi, ainsi que, pour les aspects non traités par cette dernière, par les dispositions de la loi n° 17-95 du 30 août 1996 relative aux sociétés anonymes et de la loi n° 5-96 du 13 février 1997 régissant les sociétés en commandite par actions, selon la forme sociale adoptée.

L'actif des SCR doit être constitué exclusivement de valeurs mobilières et de liquidités.

Les FCPR, qui n'ont pas la personnalité morale, sont une copropriété de valeurs mobilières et de liquidités dont les parts sont émises et cédées dans les conditions et les formes fixées par le règlement de gestion. Les parts émises par les FCPR sont assimilées à des valeurs mobilières.

Les dispositions des articles 960 à 981 du dahir du 9 ramadan 1331 (12 août 1913) formant Code des obligations et contrats ne s'appliquent pas aux FCPR.

Ne sont pas applicables aux OPCR, les dispositions du dahir portant loi n° 1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux organismes de placement collectifs en valeurs mobilières.

Article 7 : Activité des sociétés de gestion d'OPCR

La société de gestion d'un OPCR est une société agréée dans les conditions prévues par le titre deux de la présente loi.

L'activité de la société de gestion consiste exclusivement en la promotion et la gestion d'un ou plusieurs OPCR ainsi que les opérations s'y rapportant

Article 8 : Gestion des OPCR par la société de gestion

La société de gestion d'OPCR gère ceux-ci en vertu des statuts, pour les SCR, et d'un règlement de gestion, pour les FCPR, ou en vertu d'un mandat de gestion. Le CDVM fixe les mentions minimales devant figurer dans les statuts d'une SCR, dans le règlement de gestion d'un FCPR ainsi que dans le mandat de gestion, se rapportant notamment :

- à l'information destinée aux actionnaires ou aux porteurs de parts ;
- aux modalités de remplacement et de rémunération de la société de gestion.

Une société de gestion peut gérer plusieurs OPCR. Un OPCR est géré par une société de gestion unique.

TITRE II : DES SOCIÉTÉS DE GESTION D'OPCR

Article 9 : Agrément des sociétés de gestion

Toute société de gestion d'OPCR doit, avant d'exercer son activité, avoir été agréée par le Ministre chargé des Finances, après avis du CDVM.

L'agrément est accordé à la société de gestion au vu de l'organisation humaine et matérielle de cette dernière ainsi que de son expertise professionnelle. Ces conditions doivent être maintenues pendant toute la période d'exercice par la société de gestion de ses fonctions de gestion d'OPCR.

Les conditions et les modalités de demande et d'octroi d'agrément sont fixées par voie réglementaire, sur proposition du CDVM.

Le refus d'agrément doit être motivé.

Article 10 : Agrément des changements survenus dans la situation de la société de gestion

Les modifications qui affectent le contrôle de la société de gestion d'OPCR sont subordonnées à l'octroi d'un nouvel agrément qui est délivré par le Ministre chargé des Finances, après avis du CDVM.

La modification de toute autre condition ayant présidé à l'octroi de l'agrément doit être validée par le CDVM dans les conditions et les modalités qu'il fixe.

Article 11 : La liste des sociétés de gestion agréées

Le CDVM établit et tient à jour la liste des sociétés de gestion d'OPCR agréées. A sa diligence, la liste initiale et les modifications dont elle fait l'objet sont publiées au Bulletin Officiel.

Article 12 : Mentions obligatoires dans les documents des sociétés de gestion

Les sociétés de gestion d'OPCR doivent faire état dans tous leurs actes, factures, annonces, publications ou autres documents, de leur dénomination, de leur qualité de société de gestion d'OPCR ainsi que des références de l'acte portant leur agrément.

Article 13 : Capital minimum des sociétés de gestion

Le capital social des sociétés de gestion d'OPCR doit être entièrement libéré lors de leur constitution et ne peut être inférieur à un million (1.000.000) de dirhams. Il peut être fixé à un montant supérieur par voie réglementaire, sur proposition du CDVM.

Article 14 : Retrait d'agrément des sociétés de gestion

Le retrait d'agrément est prononcé par le ministre chargé des Finances sur proposition du CDVM, dans les cas suivants :

- Lorsque la société de gestion ne remplit plus les conditions au vu desquelles l'agrément lui a été octroyé ;
- A titre de sanction disciplinaire conformément aux dispositions de l'article 39 de la présente loi.

Le retrait d'agrément est notifié dans les mêmes formes que l'octroi d'agrément et entraîne la radiation de la liste des sociétés de gestion visée à l'article 11 de la présente loi.

Article 15 : Liquidation de la société de gestion

Pendant la période de liquidation d'une société de gestion d'OPCR, elle demeure soumise au contrôle du CDVM et ne peut effectuer que les opérations strictement nécessaires à sa liquidation. Elle ne peut faire état de sa qualité de société de gestion d'OPCR qu'en précisant qu'elle est en liquidation.

Le CDVM s'assure de la désignation ou désigne un liquidateur de la société de gestion concernée. Il fixe les conditions et les délais de liquidation ainsi que la date à compter de laquelle doivent cesser toutes les opérations de la société de gestion en cause.

Article 16 : Remplacement de la société de gestion de SCR

En cas de retrait d'agrément de la société de gestion, pour quelque cause que ce soit, une nouvelle société de gestion, dûment agréée, doit être choisie sans délai par chacune des SCR gérées par la société ayant perdu son agrément.

A cet effet, le CDVM s'assure de la convocation ou, au besoin, requiert la convocation de l'assemblée générale de chacune des SCR gérées afin que celle-ci désigne une nouvelle société de gestion. Tant que le remplacement de la société de gestion n'est pas effectué, la responsabilité de la société de gestion initiale, ou de ses dirigeants en cas de sa dissolution, reste engagée. La société de gestion initiale doit prendre toutes les mesures nécessaires à la conservation des intérêts de la SCR.

A défaut de désignation d'une nouvelle société de gestion dans un délai de six (6) mois à compter de la date de signification de la décision de retrait d'agrément, la SCR est réputée non affiliée à une société de gestion et perd par conséquent sa qualité de SCR.

Article 17 : Remplacement de la société de gestion de FCPR

Le règlement de gestion de tout FCPR doit préciser les conditions et les modalités de substitution de sa société de gestion, notamment pour cause de retrait d'agrément à ce dernier.

La société de gestion initiale est tenue de prendre toutes les mesures nécessaires à la préservation des intérêts des porteurs de parts tant qu'une nouvelle société de gestion n'est pas désignée.

A défaut de substitution de la société de gestion, dans un délai de trois mois à compter de la date de cessation des fonctions de la société de gestion initiale, le FCPR est dissous d'office. Dans ce cas, la liquidation de ce dernier est réalisée par un liquidateur désigné par le CDVM, d'office ou sur demande de tout intéressé.

TITRE III : DES ORGANISMES DE PLACEMENT EN CAPITAL-RISQUE

Article 18 : Constitution des OPCR et document d'information

Les OPCR sont constitués à l'initiative d'une société de gestion promoteur. Un FCPR est considéré constitué dès la signature de son règlement de gestion par la société de gestion et les premiers souscripteurs.

Avant la constitution d'un OPCR, la société de gestion est tenue de soumettre au CDVM, outre les statuts, le règlement de gestion ou le mandat de gestion, selon le cas, un document d'information relatif à l'OPCR, établi conformément au modèle type élaboré par ce dernier. Ce document doit préciser, notamment :

- la durée limitée ou illimitée de l'OPCR ;
- la politique de placement et d'affectation des résultats ;
- les modalités et les conditions d'investissement et de sortie des actionnaires ou porteurs de parts;

Lorsque l'OPCR fait appel public à l'épargne, au sens des dispositions légales en vigueur, le document d'information cité à l'alinéa précédent doit être visé par le CDVM, avant qu'il ne soit remis ou mis à la disposition des futurs souscripteurs.

En cas de modification du document d'information, celui ci doit être à nouveau soumis au CDVM selon les dispositions des alinéas 2 et 3 du présent article.

Article 19 : Transformation en SCR

Toute société déjà existante acquiert la qualité de SCR par l'accomplissement des actes suivants :

- la mise en conformité de ses statuts avec les dispositions de la présente loi et des textes pris pour son application et l'accomplissement de la publicité légale des modifications statutaires conformément à la législation en vigueur ;
- la désignation d'une société de gestion dûment agréée ;
- le dépôt au CDVM du document d'information prévu à l'article 18.

Article 20 : Libération du capital des OPCR

Par dérogation aux dispositions de la loi n° 17-95 du 30 août 1996 relative aux sociétés anonymes

- les actions représentatives d'apports en numéraire émises par les SCR sont libérées en une ou plusieurs fois, à l'initiative de la société de gestion, dans un délai qui ne peut excéder cinq ans à compter de l'immatriculation de la société au registre de commerce ou de la réalisation de l'augmentation de capital, sans obligation de libération de minimum à chaque souscription;
- les SCR peuvent procéder à une ou plusieurs augmentations de capital par apports en numéraire réservées à une ou plusieurs personnes non actionnaires, sans qu'il soit nécessaire de libérer auparavant la totalité du capital déjà souscrit.

Le règlement de gestion de tout FCPR doit préciser les conditions et les modalités de libération des apports qui lui sont faits.

Les actions représentatives d'apport en nature faits à un OPCR sont libérées intégralement lors de leur émission.

Article 21 : Responsabilité de l'information concernant les SCR

Tous les documents d'information concernant la SCR sont établis sous la responsabilité de ses dirigeants. La SCR peut déléguer le soin de les établir à la société de gestion.

Article 22 : Responsabilité de l'information concernant les FCPR

La société de gestion est chargée du respect des obligations d'information concernant les FCPR qu'elle gère en vertu des lois qui leur sont applicables et des textes pris pour leur application.

Article 23 : Modification des statuts ou règlement de gestion des OPCR et du mandat de gestion

La liste des modifications des statuts ou du règlement de gestion d'un OPCR ainsi que, le cas échéant, du mandat de gestion liant ce dernier à une société de gestion et nécessitant l'approbation préalable du CDVM est fixée par voie réglementaire.

Les conditions et les modalités de l'approbation du CDVM sont fixées par voie réglementaire.

Article 24 : Plan comptable et exercice social

Le règlement de gestion du FCPR fixe la durée de l'exercice comptable de ce dernier qui ne peut dépasser douze (12) mois. Toutefois, le premier exercice peut s'étendre sur une durée différente, sans excéder dix huit (18) mois.

Les sociétés de gestion doivent tenir la comptabilité des FCPR qu'elles gèrent conformément à la Norme Générale Comptable et au Plan Comptable Général des Entreprises annexés à la loi n° 9 88 promulguée par le dahir n° 1 92 138 du 30 Joumada II 1413 (25 décembre 1992).

TITRE IV: DU CONTROLE DES OPCR**Article 25 : Étendue du contrôle du CDVM**

Le CDVM exerce un contrôle permanent sur les OPCR et leurs sociétés de gestion, afin de s'assurer qu'ils respectent les dispositions légales et réglementaires qui leur sont applicables.

Le CDVM s'assure du respect de la pérennité des conditions ayant présidé à l'octroi de l'agrément aux sociétés de gestion. En particulier, il s'assure que l'organisation matérielle et humaine ainsi que l'expertise professionnelle de la société de gestion lui permettent de s'acquitter convenablement de ses fonctions.

Le CDVM s'assure, également, du respect :

- des bonnes pratiques professionnelles et des règles prudentielles qu'il fixe ;
- des obligations d'information des porteurs de titres d'OPCR et du public ;
- des dispositions relatives au placement en titres de PUE telles qu'énoncées aux articles 4 et 5 de la présente loi.

Article 26 : Information des OPCR sur les irrégularités commises par la société de gestion

Selon les modalités qu'il fixe, et au terme de la procédure disciplinaire prévue à l'article 37 ci-après, le CDVM porte à la connaissance des SCR et des porteurs de parts des FPCR les irrégularités commises par leurs sociétés de gestion et qu'il constate à l'occasion de l'exécution de sa mission.

Article 27 : Information du CDVM, des porteurs de titres et du public

Le CDVM fixe la liste des documents que doit lui transmettre une SCR ou la société de gestion d'un OPCR, afin de lui permettre d'assurer la mission de contrôle. Il en fixe les conditions et les modalités.

Il fixe, également, les conditions et les modalités dans lesquelles une SCR et/ou la société de gestion d'OPCR procèdent à l'information des porteurs de titres et du public.

Article 28 : Désignation du commissaire aux comptes

Toute SCR, ainsi que la société de gestion, pour tout FCPR qu'il gère, est tenue de désigner un commissaire aux comptes pour trois exercices.

Toutefois, le premier commissaire aux comptes est désigné dans les statuts ou le règlement de gestion, ou dans un document distinct mais qui leur est annexé, pour une durée d'un an.

La nomination du commissaire aux comptes, ainsi que son programme de travail et les diligences à effectuer, doivent être conformes aux règles fixées préalablement par le CDVM.

Sauf dispositions contraires de la présente loi, les dispositions du Titre VI et des articles 403 à 406 de loi n° 17-95 du 30 août 1996 relative aux sociétés anonymes sont applicables aux FCPR.

Article 29 : Mission du commissaire aux comptes

Le commissaire aux comptes d'un OPCR a pour mission permanente, à l'exclusion de toute immixtion dans la gestion, de vérifier les livres et les valeurs de l'OPCR et de contrôler la régularité et la sincérité des comptes de ce dernier. Il vérifie, également, la sincérité des informations afférentes à la situation financière, préalablement à leur diffusion.

Article 30 : Information du CDVM par le commissaire aux comptes

Le commissaire aux Comptes porte, sans délai, à la connaissance du CDVM les irrégularités et inexactitudes qu'il aurait relevées dans l'exercice de ses fonctions.

Article 31 : Incompatibilités applicables au commissaire aux comptes

Les incompatibilités aux fonctions de commissaire aux comptes prévues à l'article 161 de la loi n° 17-95 du 30 août 1996 relative aux sociétés anonymes sont applicables au commissaire aux comptes d'un OPCR vis à vis de la société de gestion.

Article 32 : Appréciation des apports en nature par le commissaire aux comptes

Le commissaire aux comptes apprécie tout apport en nature et établit sous sa responsabilité un rapport relatif à son évaluation.

TITRE V : INTERDICTIONS

Article 33 : Interdiction de fonder ou de diriger une SCR ou une société de gestion d'OPCR

Sous peines des sanctions prévues par la présente loi, nul ne peut ni être fondateur, membre du conseil d'administration, du directoire, du conseil de surveillance ou de la gérance d'une SCR ou d'une société de gestion d'OPCR, ni contrôler, administrer, diriger, gérer, disposer de la signature ou représenter à un titre quelconque, directement ou par personne interposée, une SCR ou une société de gestion d'OPCR :

- s'il a été condamné irrévocablement pour un des délits passibles d'une peine d'emprisonnement et prévus par le dahir portant loi n° 1 93 211 du 21 septembre 1993 relatif à la bourse des valeurs, le dahir portant loi n° 1-93-212 du 21 septembre 1993 relatif au CDVM et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne ainsi que le dahir portant loi n° 1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux OPCVM ;
- s'il a été condamné irrévocablement pour un des délits prévus et réprimés par les articles 334 à 391 et 505 à 574 du Code pénal ;
- s'il a été condamné irrévocablement pour un des délits prévus et réprimés par l'article 384 de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes et l'article 107 de la loi n° 5-96 relative à la société en nom collectif, la société en commandite simple, la société en commandite par actions, la société à responsabilité limitée et la société en participation ;
- s'il a été condamné irrévocablement pour un des délits prévus et réprimés par les articles 721, 722 et 724 du Code de commerce ;
- s'il a fait l'objet d'une condamnation prononcée par une juridiction étrangère et passée en force de chose jugée, constituant d'après la loi marocaine une condamnation pour l'un des délits ci dessus énumérés.

Article 34 : Limite de participations dans les OPCR

Une personne physique, son conjoint et leurs ascendants et descendants ne peuvent pas détenir ensemble, directement ou indirectement, plus de 30% des droits dans les bénéfices d'un OPCR, s'ils détiennent, directement ou indirectement, quarante pour cent (40%) des droits de vote de l'une des PME constituant le portefeuille de l'OPCR et admises pour le calcul de l'affectation minimale visée à l'article 4 de la présente loi.

Article 35 : Emprunts contractés par les OPCR

Un OPCR ne peut procéder à des emprunts au delà d'un seuil, par rapport à sa situation nette, fixé par arrêté du Ministre des finances, sur proposition du CDVM. Cette limite ne s'applique cependant pas aux refinancements accordés par des institutions financières, en vue de promouvoir l'activité de capital-risque, dont la liste sera fixée par voie réglementaire.

TITRE VI : DES SANCTIONS

Article 36 : Pouvoir disciplinaire du CDVM

Sans préjudice des sanctions prévues aux articles 40 à 43 ci après, toute personne qui ne se conforme pas aux dispositions légales et réglementaires en vigueur régissant l'activité de capital-risque, au sens de la présente loi, et l'appel public à l'épargne ou aux règles déontologiques et de pratiques professionnelles fixées par le CDVM, est passible des sanctions administratives et pécuniaires prononcées par ce dernier. Ces sanctions sont prononcées à l'issue d'une procédure contradictoire.

Article 37 : Procédure de sanction par le CDVM

Dans le cas d'une irrégularité relevée par le CDVM dans l'exercice de sa mission de contrôle ou dont il aura pris connaissance, ce dernier convoque la personne ou le représentant de l'établissement concerné, après lui avoir signifié les griefs retenus à son encontre et lui avoir communiqué tous les éléments du dossier.

Le CDVM procède à l'audition des personnes convoquées et à l'examen des éléments de réponse fournis. Il peut prononcer une sanction administrative ou pécuniaire, ou les deux à la fois, selon un barème préétabli.

En cas de sanction pécuniaire, celle-ci doit être proportionnelle au degré de gravité de la faute relevée et à sa nature. Elle peut être aggravée en cas de récidive. Le montant de la sanction pécuniaire prononcée par le CDVM ne peut être supérieur à cinq cent mille (500.000) dirhams.

Les modalités de convocation et d'audition des personnes, ainsi qu'un barème des sanctions administratives et pécuniaires sont fixés par voie réglementaire.

Article 38 : Recours contre les décisions du CDVM portant sanction

La décision du CDVM portant sanction est susceptible d'appel, non suspensif, devant la juridiction compétente, dans le délai d'un mois à compter de la date de signification de ladite décision à la personne ou à l'établissement intéressé.

Article 39 : Sanctions administratives

A titre de sanction administrative, le CDVM peut adresser une mise en garde, un avertissement ou un blâme. Il peut, également, proposer au Ministre chargé des finances

- soit d'interdire ou de restreindre l'exercice de certaines opérations par la société de gestion de l'OPCR ;
- soit de retirer l'agrément à la société de gestion de l'OPCR.

Article 40 : Communication trompeuse au sujet de la qualité de société de gestion

Est punie d'un emprisonnement de trois mois à un an et d'une amende de 5.000 à 100.000 Dirhams, ou de l'une de ces deux peines seulement, toute personne qui, agissant pour son compte ou pour le compte d'autrui, utilise indûment une dénomination commerciale, une raison sociale, une publicité et, de manière générale, toute expression faisant croire qu'elle est agréée en tant que la société de gestion d'OPCR, ou entretient sciemment dans l'esprit du public une confusion sur la régularité de l'exercice de son activité.

Article 41 : Usurpation de la qualité de société de gestion

Toute personne qui, agissant pour son compte ou pour le compte d'une autre personne qui n'a pas été dûment agréée en tant que la société de gestion d'OPCR, effectue à titre habituel les opérations définies à l'article 6 de la présente loi est passible d'un emprisonnement de six mois à trois ans et d'une amende de 50.000 à 500.000 Dirhams ou de l'une de ces deux peines seulement.

Article 42 : Fermeture de l'établissement usurpateur de la qualité de société de gestion

Dans les deux cas prévus aux articles 40 et 41 de la présente loi, le tribunal ordonne la fermeture de l'établissement de la personne responsable de l'infraction commise. Il ordonne, également, la publication du jugement dans les journaux qu'il désigne, aux frais du condamné.

Article 43 : Non respect des interdictions

Est punie d'un emprisonnement de 3 mois à un an et d'une amende de 50.000 à 500.000 dirhams ou de l'une des deux peines seulement toute personne qui n'aura pas respecté les dispositions de l'article 33 de la présente loi.

Article 44 : Secret professionnel

Les membres des organes d'administration, de direction et de gestion et le personnel de la société de gestion et des SCR sont tenus au secret professionnel pour toutes affaires dont ils ont à connaître à quelque titre que ce soit, sous peine des sanctions prévues à l'article 446 du Code pénal.

Article 45 : Saisine de la justice par le CDVM

Le CDVM saisit le procureur du Roi compétent des infractions aux dispositions légales et réglementaires applicables aux OPCR et aux sociétés de gestion qu'il aura relevées ou dont il aura pris connaissance.

TITRE VII : DISPOSITIONS DIVERSES ET TRANSITOIRES**Article 46: Traitement fiscal des OPCR**

Des mesures fiscales particulières seront prévues pour les OPCR par la loi de finances.

Article 47 : Commission sur actif

Les OPCR sont assujettis au paiement d'une commission annuelle au profit du CDVM. Cette commission est calculée sur la base de l'actif net des OPCR, selon les modalités précisées par voie réglementaire, sur proposition du CDVM. Son taux est fixé par le ministre chargé des finances dans la limite d'un plafond de un pour mille. Elle doit être acquittée au plus tard le 31 mars de chaque année.

Le défaut de paiement de la commission dans les délais prescrits donne lieu à l'application d'une majoration. Le taux de la majoration est fixé par voie réglementaire dans la limite d'un plafond de ... pour cent (... %) par mois ou fraction de mois de retard calculé sur le montant de la commission exigible.

Article 48 : Commission pour visa du document d'information

Le document d'information d'un OPCR présenté au visa du CDVM donne lieu au règlement d'une commission au profit du CDVM dont le montant ne peut excéder un pour mille du montant de l'émission.

Le défaut de paiement de la commission dans les délais prescrits donne lieu à l'application d'une majoration. Le taux de la majoration ne peut excéder un pour mille par mois ou fraction de mois de retard calculé sur le montant de la commission exigible.

Le taux et les modalités de règlement de la commission et de majoration sont fixés par voie réglementaire, sur proposition du CDVM.

Article 49 : Adhésion à l'AMIC

Toute société de gestion d'OPCR dûment agréé est tenue d'adhérer à une association professionnelle dénommée Association Marocaine des investisseurs en Capital, par abréviation AMIC, régie par les dispositions législatives en vigueur relatives au droit d'association.

Article 50: Approbation des statuts de l'AMIC

Les statuts de l'Association précitée ainsi que toute modification y afférente doivent être approuvés par le Ministre chargé des Finances, après avis du CDVM.

Article 51 : Mission de l'AMIC

L'Association Marocaine des Investisseurs en Capital sensibilise ses membres sur l'observation des dispositions légales et réglementaires qui leurs sont applicables.

Elle doit porter à la connaissance du ministre chargé des Finances et du CDVM tout manquement dont elle aurait connaissance dans ce domaine.

L'Association Marocaine des Investisseurs en Capital étudie les questions intéressant l'exercice de la profession, notamment l'amélioration des techniques de capital-risque, la création de services communs, la formation du personnel et les relations avec les représentants des employés.

Elle est habilitée à ester en justice lorsqu'elle estime que les intérêts de la profession sont en jeu.

Article 52 : Rôle d'interface de l'AMIC

Pour les questions intéressant la profession, l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital sert d'intermédiaire entre ses membres d'une part et les pouvoirs publics ou tout organisme national ou étranger d'autre part et ce, à l'exclusion de tout autre groupement, association ou syndicat.

L'Association Marocaine des Investisseurs en Capital peut être consultée par l'Administration ou le CDVM sur toute question intéressant la profession. De même, elle peut leur soumettre des propositions dans ce domaine.

Article 53 : Mise en conformité avec la loi

Les sociétés de gestion d'OPCR exerçant, à la date de publication de la présente loi, une activité de gestion de sociétés de capital-risque disposent d'un délai d'un an à compter de la date de ladite publication pour se conformer aux dispositions afférentes à leur agrément.

Article 54 : Transmission de rapports au Ministre chargé des finances

Le CDVM transmet au Ministre chargé des finances copie des rapports annuels d'activité des OPCR qui lui sont transmis par les sociétés de gestion.

Article 55 : Modification des articles 1 et 19 de la loi sur le dépositaire central

Les articles le` et 19 de la loi n° 35 96 du 09 janvier 1997 relative à la création d'un dépositaire central et à l'institution d'un régime général de l'inscription en compte de certaines valeurs sont modifiés comme suit

« Article 1er : a)...

b) sont assimilés à des valeurs mobilières

- les titres de créances... ;
- les parts émises par les fonds communs de placements à risque (FCPR) prévus par la loi n'...relative à l'activité de capital-risque ;
- tout droit

Article 19: Les valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des valeurs ...les parts de fonds commun de placements, les titres émis par les organismes de placement en capital-risque faisant appel public à l'épargne ainsi que les titres de créances...

...

Le reste sans changement »

Article 56 : Publication au BO

La présente loi sera publiée au Bulletin Officiel.

Fait à Rabat, le

Annexe 2 : Présentation des principaux intervenants

□ Moussahama SPPP

✓ Fiche signalétique :

Organisme :	Moussahama – Société de Prise de Participation et de Partenariat
Date de création :	1990
Date de démarrage :	1992
Forme juridique :	société anonyme
Forme de gestion :	Société d'investissement en fonds propres et quasi-fonds propres
Objet :	La prise de participation dans les sociétés marocaines ou étrangères créées ou à créer ; La gestion des participations et leur cession sous quelque forme que ce soit ;
Actionnariat :	Groupe Banque Populaire 59% - Banque Européenne d'Investissement 19% - PROPARCO 15% - COFIDES 7%
Capital actuel :	140 MDH
Secteur d'intervention :	Tous les secteurs exception faite du : Négoce, immobilier, et services non liés à l'industrie
Stades d'intervention :	Capital création - Capital développement - Capital transmission
Ticket moyen d'entrée :	5 MDH en moyenne
Durée de participation :	3 à 7 ans
Responsable	Driss RAFI : Directeur Général - Mohcine BAKKALI : Directeur Adjoint - Nadir EYTHRIB : Chargé D'affaires – Hind RITAB : Contrôle interne

✓ Commentaires :

Créée en 1992, Moussahama est une des premières sociétés spécialisée dans le financement en capital. Elle est le fruit d'une collaboration technique et financière entre et la Banque Européenne d'investissement (BEI) et le Maroc à travers un pool de cinq banques marocaines. Dotée d'un capital initial de 55,5 millions de dirhams, ses actionnaires ont renforcé leur engagement dans le développement de la société et à travers elle le capital-risque au Maroc, notamment par la souscription à une augmentation de capital. Ce dernier est alors porté à 140 millions de dirhams apporté par un nouveau tour de table constitué, dans le cadre du programme MEDA, RECM (Reconversion Entreprises et Compétitivité Maroc), de la Banque Centrale Populaire (BCP), la BEI, Proparco (filiale de l'Agence Française de Développement) et COFIDES (société espagnole mixte).

Moussahama est considérée par certains professionnels du métier comme étant le pionnier du capital-risque au Maroc, bien qu'elle ne soit pas véritablement la première société à exercer dans ce domaine. Elle intervient essentiellement dans la création et le développement d'entreprises et ce, dans tous les secteurs à l'exception du négoce, de l'immobilier et des services non liés à l'industrie. Le montant de ses participations par dossier, ou encore son ticket moyen d'entrée varie entre 1 et 10 millions de dirhams.

□ Capital Invest

✓ Fiche signalétique :

Organisme :	CAPITALINVEST
Date de création :	Mars 2000
Date de démarrage :	Avril 2000
Forme juridique :	Société anonyme
Forme de gestion :	Duale – fonds de capital investissement
Objet :	La prise de participation dans toute société, l'étude, le conseil, la mise au point et la réalisation de tout projet financier.
Actionnariat :	BMCE CAPITAL 85% - Groupe SIPAREX 15% (institutionnels)
Fonds gérés :	25 MUS\$

Secteur d'intervention : Tous les secteurs
 Stades d'intervention : Capital-risque - Capital développement - Capital transmission
 Ticket moyen d'entrée : 5 à 20 MDH
 Durée de participation : 4 à 6 ans
 Responsable : Mehdi TAHIRI : Directeur Général - Omar CHIKAOUI : Directeur d'investissement -
 Younes ALABADAN : Chargé D'investissement

✓ **Commentaires :**

Créé en 2000, le fonds Morocco Capital, dont le montant s'élève à 250 MDHS, est géré par la société Capital Invest, filiale de BMCE Capital. Elle intervient dans la création, le développement et la transmission d'entreprises. Elle peut investir dans tous les secteurs exception faite du négoce, de l'immobilier et des services non transparents. Son ticket d'intervention atteint les 10 millions de dirhams.

□ **Attijari Capital-risque**

✓ **Fiche signalétique :**

Organisme : ATTIJARI CAPITAL-RISQUE
 Date de création : avr-90
 Date de démarrage : avr-90
 Forme juridique : Société anonyme
 Forme de gestion : Société de capital-risque
 Objet : Financement de sociétés sous forme de prise de participation dans le capital
 Actionnariat : BCM à 99%
 Fonds gérés : 10 MDH
 Secteur d'intervention : Tous les secteurs d'activité
 Stades d'intervention : Tous les stades de développement de la société
 Ticket moyen d'entrée : NC
 Responsable : M Mohamed EL KETTANI - M Hicham SMAD

✓ **Commentaires :**

La société Attijari Capital-risque a été créée en 1990 par la Banque Commerciale du Maroc (BCM). Son capital s'élève à 10 millions de dirhams, détenu à hauteur de 99% par la BCM. Malgré son ancienneté, la société n'est pas un acteur actif dans le capital-risque. En effet, après quelques opérations difficiles, elle est restée en veilleuse pendant quelques années avant d'être relancée, en raison de l'intérêt stratégique que représente le secteur du capital-risque pour la banque.

□ **Capital Finance**

✓ **Fiche signalétique :**

Organisme : CAPITAL FINANCE
 Date de création : 1990
 Date de démarrage : 1991
 Forme juridique : Société anonyme
 Forme de gestion : Société financière et de Participation
 Objet : Financement de sociétés sous forme de prise de participation dans le capital
 Actionnariat : M EL OUAZZANI 100%
 Fonds gérés : 20 MDH
 Secteur d'intervention : Tous les secteurs d'activité, principalement Presse, Publicité, Distribution, Services
 Stades d'intervention : Tous les stades de développement de la société
 Ticket moyen d'entrée : 0,5 MDH à 3 MDH
 Responsable : M EL OUAZZANI (DG)

✓ **Commentaires :**

Détenue à 100% par Mr K. El Ouazzani, Capital Finance intervient dans le financement et la prise de participation dans les sociétés de son fondateur. Capitalisée à hauteur de 20 MDHS, Capital Finance investit dans les secteurs de la presse, la publicité, la distribution et

les services. Elle représente en fait l'exercice mixte entre l'activité de capital-risque et celle de prise de participation.

❑ Faïsal Finance

✓ Fiche signalétique :

Organisme :	FAISAL FINANCE Maroc
Date de création :	mars-97
Date de démarrage :	mai-97
Forme juridique :	Société anonyme
Forme de gestion :	Société de capital développement
Objet :	Capital-risque ; Gestion de valeurs mobilières ; Commerce International (Trade financing)
Actionnariat :	Dar al Maal Al islami (arabie saoudite)
Fonds gérés :	50 MDH
Secteur d'intervention :	Tous secteurs, Industrie exportatrice
Stades d'intervention :	Prise de participation – Financement du trade
Ticket moyen d'entrée :	10 MDH à 30 MDH
Responsable :	Z. Rawashdeh : PDG - Z.RAWASHDEH : Administrateur - Abderrahim SKALLI : D.G

✓ Commentaires :

Créée en 1997 par le Groupe Dar Al Maal Al Islami, la société Faïçal Finance est dotée d'un capital de 50 millions de dirhams. Elle recherche un TRI de 15% en investissant principalement dans les industries exportatrices par des prises de participation, par capital développement, mais également par le financement des opérations d'exportation.

❑ MarocInvest

✓ Fiche signalétique :

Organisme :	Maroc Invest Finance Group
Date de création :	juin-00
Date de démarrage :	juin-00
Forme juridique :	Société anonyme
Forme de gestion :	Duale : Société de capital-risque gérant le Fonds MPEF (Maghreb Private Equity Fund)
Objet :	Capital développement dans des PME dans le Maghreb ; Conseil en investissement
Actionnariat :	SFI, Upline Securities, Tuninvest Finance Group, Natexis Private Equity International, FMO,
Fonds gérés :	23 MUS\$
Secteur d'intervention :	Tous secteurs d'activité à l'exclusion de l'immobilier
Stades d'intervention :	Prises de participation minoritaires en fonds propres ou en quasi fonds propres
Ticket moyen d'entrée :	8 MDH
Durée du fonds :	12 ans
Responsable :	M.Aziz MEBAREK - Directeur Général ; M. Brahim EL JAI - Chargé d'affaires ; Mme Nadia FETTAH - Chargée d'affaires

✓ Commentaires :

Créée en 2000, la société Maroc Invest Finance Group est une filiale de la société Upline Securities. Elle gère le fonds Maghreb Private Equity Fund (MPEF), domicilié à Jersey en Angleterre, doté de 21 millions de dollars. A l'exclusion de l'immobilier, elle intervient en tant que minoritaire dans tous les secteurs d'activité.

❑ Upline Technologies

✓ Fiche signalétique :

Organisme :	Fonds UPLINE TECHNOLOGIES
Date de création :	2000

Date de démarrage : 2000
 Forme juridique : Société anonyme
 Forme de gestion : Duale
 Objet : Capital-risque
 Actionnariat : Upline international, CDG, MAMDA, MCMA, PROPARCO, INVESTIA
 Fonds gérés : 50 MDH
 Secteur d'intervention : Télécommunication et technologies de l'information
 Stades d'intervention : Capital-risque
 Ticket moyen d'entrée : NC
 Durée de participation : 3 à 5 ans
 Responsable : Géraldine MERMOUX: Chief investment office

✓ **Commentaires :**

Créée en 2000, la société Upline Technologies est également une filiale de la société Upline Securities. Elle a commencé par la gestion d'un fonds de 12 millions de dirhams qu'elle a porté à 50 millions de dirhams. Ce fonds est spécialisé dans le financement du secteur des nouvelles technologies de l'information.

□ **Casa Finance Group Capital**

✓ **Fiche signalétique :**

Organisme : Casa Finance Group Capital
 Date de création : 18/02/99
 Date de démarrage : 18/02/99
 Forme juridique : Société à responsabilité limitée (SARL)
 Forme de gestion : Duale : Société de gestion gérant des fonds d'investissement, notamment CFG Développement
 Objet : Création et gestion de fonds d'investissement
 Actionnariat : Société de gestion : CFG Group - CFG Associés ;
 Fonds d'investissement : Institutionnels et personnes physiques
 Fonds gérés : 200 MDH
 Secteur d'intervention : Généraliste : Tous secteurs confondus
 Stades d'intervention : Prises de participations en capital
 Ticket moyen d'entrée : 7,75 MDH
 Durée de participation : 3 à 7 ans
 Responsable : Co-gérants : Souad BENBACHIR & M'hamed SKALLI ; Directeur Délégué : Isabelle Portebois ; Directeur : Yasmin Zrikem

✓ **Commentaires :**

Filiale de la société Casa Finance Group (CFG), la société Casa Finance Group Capital est, depuis sa création 1999, une société de gestion du fonds CFG Développement. Doté d'un capital de 200 millions de dirhams, ce fonds est détenu par des institutionnels et des personnes physiques. Son intervention couvre tous les secteurs d'activité par des opérations de création et de développement.

□ **Access Capital Atlantique Société Anonyme**

✓ **Fiche signalétique :**

Organisme : Fonds marocains : Acces Capital Atlantique Maroc Société Anonyme
 Fonds off shore: Acces Capital Atlantique Maroc Limited Partnership
 Société de gestion: ACCES CAPITAL ATLANTIQUE SOCIETE ANONYME
 Date de création : 2001
 Date de démarrage : 2001
 Forme juridique : Société anonyme
 Forme de gestion : Duale : Fonds de placement en capital-risque
 Objet : Financement de croissance des Petites et moyennes entreprises
 Actionnariat : CDG; Caisse de Dépôt et de Gestion - CDPQ; Caisse de Dépôt et de placement du Québec
 Fonds gérés : 300 MDH au démarrage et 500 MDH à terme
 Secteur d'intervention : Industrie, grande distribution, Télécommunications et technologies de l'information,

	Agro-alimentaire, tourisme
Stades d'intervention :	Prises de participations minoritaires en fonds propres et quasi fonds propres
Ticket moyen d'entrée :	5 MDH à 35 MDH avec possibilité de lever des fonds plus importants à travers ses partenaires
Durée de participation :	5 à 7 ans
Responsable :	Mr Pierre-André POMERLEAU - Mr Hassan LAAZIRI

✓ **Commentaires :**

Créée en 2001, la société Acces Capital Atlantique Anonyme est une société de gestion d'un fonds global de 300 millions de dirhams, dont l'un est situé au Maroc, (ACCES CAPITAL ATLANTIQUE MAROC SOCIETE ANONYME), et l'autre situé dans une zone off shore (ACCES CAPITAL ATLANTIQUE MAROC LIMITED PARTNERSHIP). La société intervient dans tous les secteurs et réalise des opérations de création et de développement.

□ **BMCI Finance**

✓ **Fiche signalétique :**

Organisme :	BMCI Finance
Date de création :	mai-98
Date de démarrage :	juin-98
Forme juridique :	Société anonyme
Forme de gestion :	Société de capital-risque, Banque d'affaires
Objet :	Corporate Finance, Origination et Conversion de Dettes, Capital Investissement
Actionnariat :	100% Banque Marocaine pour le commerce et l'industrie (BMCI)
Fonds gérés :	8,5 MDH
Secteur d'intervention :	Tous secteurs
Stades d'intervention :	Capital Création, Capital Développement et Capital Transmission
Ticket moyen d'entrée :	1,5 MDH
Responsable :	M. Joel SIBRAC : Président Directeur Général - M. Mohamed ABOU EL FADEL : Directeur Général

✓ **Commentaires :**

La société BMCI Finance est une société de gestion de fonds affiliée à la BMCI, créée en 1998. Elle investit dans tous les secteurs et réalise des opérations de création, de développement et de rachat de participation.

□ **Maghreb Finance IT Management**

✓ **Fiche signalétique :**

Organisme :	Maghreb Finance IT Management, société de gestion
Date de création :	2000
Date de démarrage :	2000
Forme juridique :	Société à responsabilité limitée
Forme de gestion :	Société de gestion (SARL d'un capital de 100.000 DHS) de fonds de capital-risque spécialisé en télécommunication
Objet :	Création, développement et acquisition
Actionnariat :	Magfin, personnes physiques, personnes morales étrangères
Fonds gérés :	100 MDH dont 44 MDH investis
Secteur d'intervention :	Telecom et accessoirement NTIC
Stades d'intervention :	Création, développement et acquisition
Ticket moyen d'entrée :	20 MDH
Responsables :	Magfin, M FEKKAK et Mlle BOUZIANE

✓ **Commentaires :**

Créée en 2000, la société Maghreb Finance IT Management est une filiale de la société MAGFIN GROUP qui gère le fonds d'investissement CKM Magfin IT Trust de 100 millions de dirhams. La société investit dans les secteurs des télécommunications et des Nouvelles Technologies de l'information en réalisant des opérations de création et de développement.

❑ Asma Invest

✓ Fiche signalétique :

Organisme :	ASMA INVEST (Société Saoudo Marocaine d'Investissement de Développement)
Date de création :	Février 1992
Date de démarrage :	Février 1992
Forme juridique :	Société anonyme
Forme de gestion :	Société de capital-risque
Objet :	Promotion et financement de projets de développement
Actionnariat :	Trésor du Royaume du Maroc; Fonds des investissements publics Saoudiens
Fonds gérés :	400 MDH
Secteur d'intervention :	Tous les secteurs
Stades d'intervention :	Prise de participation avec une sortie éventuelle à terme
Ticket moyen d'entrée :	14 MDH
Responsables :	Mohamed YASSINE, Administrateur Directeur Général

✓ Commentaires :

La société Saoudo Marocaine d'Investissement de Développement (ASMA INVEST) est une société de capital investissement dotée d'un capital de 400 millions de dirhams. Créée en février 1992, dans le cadre de la coopération entre la Maroc et l'Arabie Saoudite, son tour de table est constitué du Trésor du Royaume du Maroc et de fonds des investissements publics Saoudiens. Elle investit dans tous les secteurs avec un ticket moyen d'intervention de 14 M DHS.

❑ Maroc Interfinance

✓ Fiche signalétique :

Organisme :	MAROC INTERFINANCE
Date de création :	Janvier 2000
Date de démarrage :	Janvier 2000
Forme juridique :	Société anonyme
Forme de gestion :	Société de capital-risque
Objet :	Fonds d'investissement, gestion d'actifs, conseil
Actionnariat :	Local 75%, Etranger 25%
Fonds gérés :	40 MDH
Secteur d'intervention :	Tous les secteurs
Stades d'intervention :	Capital-risque
Ticket moyen d'entrée :	NC
Responsables :	NC

✓ Commentaires :

Créée en 2000, la société MAROC INTERFINANCE est une société de gestion de fonds de 40 MDHS. Les fonds sont apportés à hauteur de 75% par des actionnaires locaux et à hauteur de 25% par des actionnaires étrangers.

❑ Fonds Sindibad

✓ Fiche signalétique :

Organisme :	Fonds Sindibad
Date de création :	Sept 2002
Date de démarrage :	Sept 2002
Forme juridique :	Société anonyme
Forme de gestion :	Duale : Société de capital-risque + fonds d'amorçage
Objet :	Participation dans des sociétés en amorçage
Actionnariat :	CDG, CDC, BEI, ONA, Maroc Telecom
Fonds gérés :	50 Mdh
Secteur d'intervention :	Domaines des Sciences de l'ingénierie, Sciences de la vie, Nouvelles technologie de l'information et de la communication

Stades d'intervention : Amorçage
 Ticket moyen d'entrée : Max 4 Mdh – entre 10 et 35% du capital
 Durée du fonds : 10 ans + 2 ans e prorogation
 Responsables : NC

✓ **Commentaires :**

Le fonds Sindibad est le premier fonds d'investissement en capital-risque au Maroc spécialisé dans le financement de la création et de l'amorçage d'entreprise.

□ **Ligne BEI (RCEM)**

✓ **Fiche signalétique :**

Organisme : Ligne BEI (RCEM) (Reconversion et Compétitivité de L'entreprise Marocaine)
 Date de création : NC
 Date de démarrage : NC
 Forme juridique : -
 Forme de gestion : -
 Objet : Financement des prises de participation directes ou quasi fonds propres des établissements bancaires ou leurs filiales dans des projets d'investissement ou des fonds d'investissement
 Actionnariat : BEI
 Fonds gérés : 450 millions de dirhams
 Secteur d'intervention : Secteurs productifs
 Stades d'intervention : Amorçage
 Ticket moyen d'entrée : Min 250 Kdh – Max 50 Mdh
 50% max du montant de la participation financée
 75% si la banque est engagée significativement envers la société par d'autres opérations (crédit à moyen et long terme)
 Durée de participation : Jusqu'à 20 ans
 Responsables : Mr Yann CARON

✓ **Commentaires :**

La BEI intervient au Maroc à travers la société PROPRCO, filiale de l'Agence française de développement AFD, présente au Maroc depuis 1992. Elle y a investi 160 millions d'euros en prêts directs ou en prise de participation. Les interventions directes en fonds propres de Proparco ont été progressivement recentrées à partir de 1998 en faveur d'une participation à la création et au développement de fonds d'investissement marocains ou régionaux. C'est ainsi que la société a pris des participations dans quatre fonds d'investissement dans lesquels elle joue un rôle très actif au travers des comités d'investissement et des conseil d'administration : Moussahama, Maghreb Private Equity Fund, Capital Morocco, Upline Technologies.

Annexe 2 : Code de déontologie de l'AFIC

Conformément à la vocation de l'AFIC, telle qu'elle ressort de ses statuts, les membres de l'AFIC devront veiller à protéger leur bon renom et celui de leur profession en se comportant de façon loyale et honnête dans toutes leurs opérations et en respectant le code de déontologie ci-dessous.

1. Confidentialité

Les Membres ne devront divulguer, sans l'accord préalable des intéressés, aucune information confidentielle dont ils auront eu connaissance, soit au cours de l'examen préalable des projets, soit au cours du suivi des investissements réalisés.

2. Conflit d'intérêts

Un membre pourra avoir simultanément des intérêts financiers directs et substantiels dans des entreprises en concurrence directe, à condition d'en avoir informé au préalable les entreprises concernées.

3. Indépendance financière

Les membres devront annoncer clairement à tous leurs interlocuteurs leur niveau de dépendance par rapport aux organismes qui leur ont confié des capitaux à gérer.

Les membres faisant partie d'organismes à vocation multiple devront préciser clairement le niveau de dépendance de leurs décisions par rapport aux autres secteurs d'activité de leur organisme tuteur. Ces informations devront figurer dans l'annuaire de la profession publié par l'AFIC.

4. Relations avec les entreprises partenaires

Les membres devront se comporter en partenaires loyaux à l'égard des entreprises dans lesquelles ils ont investi. Ils définiront avec les dirigeants de celles-ci le niveau de contribution active qu'ils apporteront dans leurs différentes étapes de développement.

5. Loyauté de la concurrence

Les membres ne devront calomnier, diffamer ou critiquer un autre membre de la profession en aucune circonstance. Cette disposition devra être particulièrement respectée lorsque plusieurs membres seront en situation de concurrence pour un nouveau projet.

Aucun membre ne tirera profit de sa position au sein de l'AFIC, ni n'utilisera à des fins personnelles des informations adressées à l'AFIC.

6. Loyauté des informations communiquées

Tous les membres ayant décidé de participer conjointement à un investissement devront se communiquer les informations dont ils ont connaissance qui sont nécessaires à une analyse objective de l'opération.

7. Obligations vis à vis des apporteurs de capitaux

Les membres s'efforceront de gérer au mieux les capitaux qui leur ont été confiés et s'assureront de leur origine. Les membres devront informer régulièrement les apporteurs de capitaux de la situation de leurs investissements.

8. Respect de l'image de la profession

Les membres devront se comporter en professionnels avec le souci constant de ne pas participer à des opérations qui pourraient compromettre l'image de la profession.

9. Arbitrage et sanctions

La commission de déontologie est composée de droit des anciens Présidents et de cinq membres, élus par l'assemblée de l'AFIC. Elle a la responsabilité d'arbitrer les différends entre les membres et entre les membres et leurs contacts extérieurs et de proposer au conseil de l'AFIC des sanctions aux infractions éventuelles, conformément aux statuts.

10. Adhésion au code de déontologie.

L'adhésion d'un membre à l'AFIC signifie son acceptation du code de déontologie. Chaque membre communiquera le Code à ses Directeurs, administrateurs, employés et représentants qui seront tenus de se soumettre à ses règles.