

LE CROWDFUNDING EN INVESTISSEMENT DANS DES VALEURS MOBILIÈRES EN TUNISIE :

Cadre réglementaire, leçons des crises européennes et inertie du marché



Mehdi Ben Mustapha

Chef du département de la communication, de l'éducation financière et de la documentation

Résumé

La promulgation du règlement du Conseil du Marché Financier du 11 novembre 2024, relatif aux conditions d'exercice de l'activité de crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières, parachève un édifice législatif engagé depuis la loi n°2020-37 du 6 août 2020. Ce cadre normatif, dont le présent article propose une lecture analytique, ambitionne d'ouvrir une voie de financement désintermédiée aux sociétés porteuses de projets situées en Tunisie, à travers l'émission d'actions ordinaires, d'obligations ou de sukuk via des plateformes numériques agréées. La loi de finances pour l'année 2025 (loi n° 2024-48 du 9 décembre 2024) a complété ce dispositif par l'introduction d'un régime fiscal incitatif substantiel, codifié à l'article 78 nouveau du code de l'IRPP et de l'IS, permettant notamment la déduction des revenus ou bénéfices réinvestis via des plateformes agréées. Or, plus d'un an et demi après l'entrée en vigueur de ce règlement, aucune demande d'agrément n'a été déposée auprès du CMF pour exercer l'activité de prestataire en crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières. Ce constat d'inertie, loin d'être anodin, appelle une analyse structurelle qui croise la microstructure du marché financier tunisien, la faiblesse de la culture d'investissement, les contraintes de modèle économique propres aux opérateurs de plateforme, ainsi que les enseignements tirés de la crise profonde que traverse le secteur en Europe, et particulièrement en France, depuis 2023. L'article soutient que le déploiement effectif de l'equity crowdfunding en Tunisie requiert, au-delà du cadre réglementaire et fiscal désormais en place, un ensemble de conditions habilitantes : informationnelles, culturelles et infrastructurelles sans lesquelles la norme demeure lettre morte.

Abstract

The issuance of the Tunisian Financial Market Council regulation of 11 November 2024 on equity crowdfunding completes a legislative framework initiated by Law No. 2020-37 of 6 August 2020. This article offers an analytical reading of this framework and examines the structural reasons why, one year and a half after its adoption, no licence application has been filed with the CMF for a securities-based crowdfunding platform. Drawing on the deep crisis affecting the crowdfunding sector in Europe, particularly in France since 2023, the article argues that effective deployment of equity crowdfunding in Tunisia requires, beyond regulatory voluntarism alone, a set of enabling conditions of informational, cultural and infrastructural nature.

I. Introduction

Le financement des microentreprises et des petites et moyennes entreprises constitue, dans toute économie en développement, un enjeu structurel de premier ordre. En Tunisie, ces sociétés représentent, plus de 90% du tissu entrepreneurial national dont 87,5% sont des sociétés de moins de 10 employés. Pourtant, leur accès aux sources de financement demeure chroniquement insuffisant : les banques commerciales conditionnent l'octroi du crédit à des garanties réelles que les entreprises en phase de création ou de croissance ne peuvent que rarement mobiliser, tandis que le marché boursier, structurellement réservé aux grandes entreprises, reste hors de portée de la très grande majorité du tissu productif national.

C'est dans ce contexte que le crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières, communément désigné par l'expression anglo-saxonne equity crowdfunding, s'est imposé, à l'échelle internationale, comme une voie alternative de financement à côté du capital investissement. En permettant à une foule (crowd) de contributeurs de souscrire des titres émis par des sociétés porteuses de projets via une plateforme numérique, ce mécanisme redistribue la fonction d'allocation du capital jusqu'alors concentrée entre les mains des intermédiaires financiers traditionnels. La Banque mondiale estimait, dans ses projections pour 2025, que le marché mondial du crowdfunding pourrait représenter plus de 300 milliards de dollars, témoignant d'un potentiel de croissance que les législateurs du monde entier ont cherché à capter dans leurs périmètres nationaux.

La Tunisie n'a pas échappé à cette dynamique normative. Après plusieurs années de gestation, la loi n°2020-37 du 6 août 2020 relative au crowdfunding a posé les fondements d'un cadre légal spécifique, prolongée par le décret n°2022-765 du 19 octobre 2022 qui en a défini les modalités réglementaires, puis par

le règlement du CMF du 11 novembre 2024 qui en a précisé les conditions d'exercice. Cet édifice normatif, confère au CMF un rôle central de régulateur et d'autorité agréante pour l'activité de crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières.

Or, un paradoxe saisissant s'impose à l'observation : plus d'un an et demi après l'entrée en vigueur de ce règlement, aucune demande d'agrément n'a été déposée auprès du CMF aux fins de créer une plateforme d'equity crowdfunding. Ce hiatus entre la norme et la pratique, entre l'offre réglementaire et la demande entrepreneuriale, mérite une analyse rigoureuse qui dépasse la seule lecture juridique du dispositif. Il invite à un diagnostic multidimensionnel croisant les caractéristiques structurelles du marché financier tunisien, de l'écosystème numérique et entrepreneurial national, les contraintes inhérentes au modèle économique des opérateurs de plateforme, ainsi que les enseignements de la crise profonde qui a frappé le secteur du crowdfunding en Europe.

Le présent article se propose, dans cet esprit, d'aborder successivement le cadre réglementaire tunisien de l'equity crowdfunding tel qu'il résulte des textes en vigueur (section II), puis la crise structurelle du crowdfunding européen et ses déterminants (section III), avant d'analyser les raisons de l'inertie du marché tunisien face au dispositif mis en place par le CMF (section IV), et de formuler, en conclusion, quelques réflexions prospectives sur les conditions d'une activation effective de ce mécanisme de financement.

II. Le cadre réglementaire tunisien du crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières : une architecture normative cohérente

II.1 La définition légale et les acteurs du dispositif

L'article 2 de la loi n°2020-37 du 6 août 2020 consacre la définition de base du crowdfunding comme mode de financement reposant sur la levée de fonds auprès du public via une plateforme internet, aux fins de financer des sociétés porteuses de projets. Dans sa déclinaison en investissement dans des valeurs mobilières, ce mécanisme met en présence trois catégories d'acteurs dont les rôles, les droits et les obligations sont précisément délimités par le dispositif réglementaire.

Le prestataire en crowdfunding est défini comme une société anonyme spécialisée, dont le siège social est obligatoirement situé en Tunisie, chargée de créer et d'administrer la plateforme numérique servant d'interface entre les contributeurs et les sociétés porteuses de projets. Il s'agit d'un opérateur de plateforme internet au sens à la terminologie retenue par la législation en vigueur. Le législateur a également ouvert cette activité à des entités déjà régulées par le CMF : intermédiaires en bourse, sociétés de gestion de portefeuilles pour le compte de tiers et sociétés d'investissement à capital risque gérant des fonds pour le compte de tiers, sous réserve d'une déclaration préalable au CMF et dans le respect des mêmes conditions d'exercice que les prestataires agréés de plein droit.

Le contributeur est toute personne physique ou morale, résidente ou non résidente, qui choisit de financer une société porteuse de projet par l'intermédiaire d'une plateforme agréée. Cette définition large,

qui n'exclut pas les non-résidents, ouvre théoriquement la voie à une mobilisation de l'épargne de la diaspora tunisienne, dont le potentiel demeure largement sous-exploité dans l'architecture financière nationale.

La société porteuse de projet, enfin, est une société anonyme souhaitant lever des fonds via une émission de valeurs mobilières à savoir actions ordinaires, obligations ou sukuk, à destination du public, à travers la plateforme. Le législateur a pris soin de préciser que le projet à financer doit être localisé en Tunisie, garantissant ainsi l'ancrage territorial du dispositif et son orientation vers le financement de l'économie nationale.

II.2 Les conditions d'agrément et la procédure

L'accès à l'activité de prestataire en crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières est subordonné à l'obtention d'un agrément préalable du CMF, qui opère ainsi comme gardien de l'entrée sur ce marché naissant. Les conditions posées par le décret n°2022-765 du 19 octobre 2022 et explicitées par le règlement du CMF du 11 novembre 2024 sont à la fois financières, organisationnelles et personnelles.

Sur le plan financier, un capital minimum de cent mille dinars intégralement libéré à la constitution est exigé. Cette exigence, modeste au regard des seuils en vigueur dans des économies comparables, vise moins à garantir la solvabilité de l'opérateur qu'à opérer un premier filtre d'engagement sérieux. Sur le plan organisationnel, le

demandeur doit justifier d'un programme d'activité comprenant un plan d'affaires, de moyens humains et techniques adéquats, notamment des systèmes d'information sécurisés, d'une structure de gouvernance comprenant un dispositif de conformité, de contrôle interne et de gestion des risques, et d'un contrat d'assurance. L'exigence d'une décision d'acceptation de l'Instance nationale de protection des données à caractère personnel (INPDP) traduit la sensibilité particulière d'une activité reposant sur la collecte et le traitement de données personnelles à grande échelle.

La procédure d'agrément est encadrée par des délais stricts : le CMF dispose de trois mois à compter de la réception d'un dossier complet pour notifier sa décision. Toute demande ne comportant pas les documents requis dans un délai de trois mois à compter de leur demande est réputée irrecevable. La décision de refus doit être motivée, garantissant les droits du demandeur et la transparence de l'action du régulateur.

II.3 Les règles d'investissement et les plafonds de collecte

Le cadre légal et réglementaire établit un régime de protection de l'investisseur articulé autour de plusieurs mécanismes. Le prestataire est tenu d'indiquer les critères de sélection des sociétés présentées sur sa plateforme ; seules peuvent y figurer des sociétés dont les valeurs mobilières ne sont pas cotées à la Bourse des valeurs mobilières de Tunis et n'ont pas fait l'objet d'une offre visée par le CMF.

L'accès du contributeur aux projets est conditionné à son enregistrement préalable sur la plateforme et à sa prise de connaissance explicite des risques encourus : risque de perte totale ou partielle du capital investi, risque d'illiquidité, difficulté d'évaluation de la société porteuse de projet, risque de défaut de remboursement pour les instruments de dette. Cette obligation d'information précontractuelle constitue l'un

des piliers de l'architecture prudentielle du dispositif.

La société porteuse de projet est par ailleurs tenue d'établir et de publier une note abrégée, dont le modèle est fixé par le CMF, avant le démarrage de l'opération. Ce document de divulgation analogue, dans sa logique, au Key Investor Information Sheet (KIIS) du règlement européen relatif aux prestataires européens de services de financement participatif, comporte la description du projet, les données financières de la société émettrice, les risques, les caractéristiques des titres offerts, et les modalités de l'opération.

L'article 9 du décret n°2022-765 du 19 octobre 2022 pose deux plafonds déterminants : la contribution maximale de chaque contributeur par projet est fixée à dix mille dinars, tandis que le montant maximum pouvant être collecté pour un projet est limité à un million de dinars. Ces seuils, d'une modestie certaine au regard des besoins réels de financement des PME, reflètent une posture prudentielle initiale que l'expérience devrait permettre de réviser. Les fonds collectés sont déposés dans un compte spécial séparé du compte du prestataire, ouvert auprès d'une banque ou de l'Office national des postes, lesquels ont l'obligation légale de contrôler la régularité des opérations et de notifier au CMF toute violation constatée. Ces entités vont donc avoir un rôle analogue à celui du dépositaire dans le cadre de l'activité des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

II.4 Les spécificités du régime et sa cohérence systémique

Un point d'articulation particulièrement soigné mérite d'être relevé. Le législateur a expressément prévu que les sociétés porteuses de projets finançant leurs besoins via une plateforme de crowdfunding ne seraient pas considérées comme faisant appel public à l'épargne au sens de l'article premier de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 relative à la réorganisation du marché

financier. Cette disposition de déconnexion est essentielle : elle libère les porteurs de projets des obligations lourdes attachées à l'appel public à l'épargne : prospectus visé, information périodique obligatoire, etc. tout en maintenant un régime de protection adapté à la nature participative de l'opération.

De même, la loi précise que le crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières ne constitue pas une activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers. Il en découle normalement que le prestataire ne peut recevoir de mandat pour gérer les fonds des contributeurs. Cette délimitation préserve la cohérence du périmètre régulé de la gestion d'actifs et prévient les risques de conflits d'intérêts inhérents à une confusion de rôles.

III. La crise du crowdfunding en EUROPE: un signal d'alerte pour les marchés émergents

III.1 L'essor et le retournement du cycle

Pendant la décennie 2012-2022, le crowdfunding, plus particulièrement le crowdfunding immobilier et le crowdlending, a connu en Europe une trajectoire de croissance spectaculaire (passant de 137 millions à 3,37 milliards d'euros notamment entre 2012 et 2017), nourrie par la conjonction d'un environnement de taux bas qui réduisait l'attrait des placements obligataires traditionnels, d'un appétit des ménages pour des rendements supérieurs à ceux offerts par les livrets réglementés, et d'une effervescence technologique autour des plateformes numériques. En France, marché parmi les plus matures de l'Union européenne, les montants collectés cumulés ont franchi la barre symbolique des dix milliards d'euros en 2024.

Ce dynamisme apparent n'a pas résisté à la conjonction de chocs adverses survenus à partir de 2022. Le retournement du marché immobilier, amplifié par la remontée rapide des taux d'intérêt directeurs de la Banque centrale européenne qui renchérisait mécaniquement le coût des opérations sous-jacentes et réduisait leur rentabilité, a déstabilisé les plateformes dont le modèle économique reposait en majorité sur le financement de projets de

promotion immobilière. Les indicateurs de risque se sont dégradés avec une rapidité préoccupante : la proportion de projets présentant un retard de remboursement supérieur à six mois est passée de 10% en 2023 à 15-20% en 2024, et entre 6 et 8% des projets ont basculé en procédure collective, exposant les investisseurs à des pertes en capital effectives.

En 2024, les montants collectés par les plateformes françaises de crowdfunding ont reculé de 17,1% par rapport à l'exercice précédent lequel avait lui-même enregistré une baisse de 11%, pour s'établir à 1,73 milliard d'euros. Le crowdfunding immobilier, cœur du marché, a subi une contraction encore plus sévère de 25,8%. Pour le crowdfunding en investissement en capital ou en royalties, la collecte est tombée à 202,5 millions d'euros contre 267,2 millions en 2023, soit un recul de près de 25%.

Une reprise modérée a certes été constatée au cours de l'année 2025. En effet, le crowdfunding en France a enregistré une collecte totale de 1 763 millions d'euros, marquant une progression de +1,8% par rapport à l'année 2024. Cependant, le marché du crowdfunding reste marqué par les conséquences d'une crise de l'immobilier qui se prolonge et qui a particulièrement affecté les plateformes spécialisées dans

ce secteur, et leurs investisseurs. Plus largement, l'incertitude économique a pesé ces dernières années sur la capacité des porteurs de projet à lever des fonds et sur l'appétence des particuliers pour l'investissement.

III.2 Les faillites et cessations d'activité : un signal systémique

Les difficultés du secteur ne se sont pas limitées à des statistiques de collecte en berne. Elles ont pris la forme, plus saisissante encore, de cessations d'activité en série parmi des acteurs pourtant établis. En France, la plateforme Koregraf qui avait financé plus de 410 opérations depuis 2015 a annoncé la fin de ses activités en avril 2025, laissant près de 160 millions d'euros d'encours en attente de remboursement. WeShareBonds avait quant à elle annoncé sa cessation d'activité en décembre 2024. Ces faillites font écho à celles d'Unilend, de SmartAngels et de MyMajorCompany dans les années précédentes. À l'échelle européenne, The House Crowd au Royaume-Uni, Crowdestate en Europe centrale et October, leader européen du crowdlending, ont également connu de profondes restructurations ou cessations.

Ces défaillances en cascade révèlent les fragilités constitutives du modèle économique des plateformes. Celles-ci perçoivent leurs revenus sous forme de commissions représentant entre 5 et 8% des montants collectés, ce qui, pour une plateforme de taille moyenne, génère des marges insuffisantes pour absorber les coûts opérationnels et réglementaires croissants. La saturation du marché, combinée à une érosion de la confiance des investisseurs consécutive aux défauts et aux retards de remboursement, crée un cercle vicieux : moins de collecte signifie moins de revenus, ce qui contraint les plateformes à réduire leurs coûts et à dégrader la qualité de la sélection des projets, accélérant in fine la spirale de défiance.

III.3 Le choc réglementaire du règlement européen ECSP

La crise a été accentuée par l'entrée en application, du règlement européen n°2020/1503 relatif aux prestataires européens de services de financement participatif (ECSP, European Crowdfunding Service Providers). Ce texte, qui a remplacé les régimes nationaux a imposé à toutes les plateformes existantes l'obligation d'obtenir un nouvel agrément délivré par l'autorité nationale compétente.

Si cette harmonisation européenne a le mérite d'instaurer un passeport unique permettant aux plateformes agréées d'opérer dans l'ensemble des États membres sans démarches d'agréments supplémentaires, elle a cependant représenté un bouleversement réglementaire pour les acteurs existants, qui ont dû mobiliser des ressources humaines et financières considérables au moment même où les plateformes devaient faire face à la dégradation de leur portefeuille de projets. Le règlement ECSP fixe par ailleurs à cinq millions d'euros le plafond de collecte autorisé par projet et par an sur l'ensemble des plateformes ECSP : une limite qui contraint le développement de projets d'envergure et réduit d'autant les revenus potentiels des opérateurs. À titre de comparaison, ce plafond était de 8 millions d'euros en France pour les conseillers en investissements participatifs.

Ce double choc, crise des sous-jacents et durcissement réglementaire simultané, met en évidence une tension générique que tout régulateur doit arbitrer dans la conception d'un cadre normatif pour le crowdfunding : une réglementation exigeante protège les investisseurs et légitime le secteur, mais elle peut aussi constituer une barrière à l'entrée dissuasive pour les porteurs de projets entrepreneuriaux et renchérir structurellement les coûts opérationnels des plateformes au point de compromettre leur viabilité. Cet arbitrage, qui a pris en Europe une dimension dramatique, constitue la toile de fond indispensable à l'analyse de la situation tunisienne.

IV. L'inertie du marché tunisien face au dispositif réglementaire : une analyse structurelle

IV.1 Les contraintes de modèle économique

La première explication de l'absence de demandes d'agrément est d'ordre économique et tient aux caractéristiques de taille et de profondeur du marché tunisien. Le décret n°2022-765 du 19 octobre 2022 plafonne la collecte par projet à un million de dinars et limite la contribution individuelle par projet à dix mille dinars. Ces seuils, calibrés pour une approche prudentielle initiale, génèrent mécaniquement un plafond de revenus très faible pour toute plateforme souhaitant se développer exclusivement sur ce segment. Une plateforme prélevant une commission de 5 à 8% ne percevrait, pour un projet collectant le maximum autorisé, qu'entre 50 000 et 80 000 dinars de revenus bruts, bien insuffisant pour couvrir les coûts de développement et de maintenance d'une infrastructure numérique sécurisée, les frais de personnel qualifié, les coûts de conformité et les primes d'assurance obligatoires. Cette contrainte de rentabilité se trouve encore aggravée par le principe de spécialisation exclusive qu'a instauré le législateur : un même prestataire ne peut exercer simultanément plusieurs formes de crowdfunding et doit opter, lors de sa demande d'agrément, pour l'une des trois modalités prévues par la loi : le financement par le prêt, le financement par les dons ou le financement par souscription de valeurs mobilières. Cette séparation des activités, qui vise à circonscrire les risques propres à chaque modèle, prive en pratique les plateformes de la possibilité de diversifier leurs sources de revenus et d'atteindre ainsi une taille critique leur permettant d'équilibrer leurs comptes d'exploitation.

Ce problème de masse critique est amplifié par l'étroitesse du vivier de projets éligibles. La loi exige s'agissant de l'equity crowdfunding, que la société porteuse de projet soit une société anonyme : forme juridique dont les coûts de constitution et de fonctionnement découragent nombre de porteurs de projets tunisiens qui lui préfèrent la société à responsabilité limitée et que ses titres ne soient ni cotés ni ayant fait l'objet d'une offre visée par le CMF. La population des sociétés anonymes non cotées répondant aux critères de qualité exigés par la note abrégée et disposées à ouvrir leur capital à une multitude d'inconnus est, en l'état du tissu entrepreneurial tunisien, nécessairement restreinte.

IV.2 La faiblesse de la culture d'investissement

Au-delà des contraintes de modèle économique, l'inertie reflète une réalité sociologique profonde : la culture de l'investissement et plus particulièrement l'investissement alternatif c'est-à-dire la disposition des ménages à placer une fraction de leur épargne dans des projets d'entreprises non cotées, en acceptant un risque de perte en capital et d'illiquidité de leur placement est encore très peu développée en Tunisie. L'épargne des ménages tunisiens demeure structurellement orientée vers les dépôts bancaires, les produits d'assurance, produits dont les profils de risque et de liquidité sont incomparablement plus rassurants que ceux d'une prise de participation au capital ou dans les émissions obligataires d'une startup ou d'une PME via une plateforme numérique.

Cette réticence est d'autant plus compréhensible que les mécanismes de sortie c'est-à-dire les possibilités pour

l'investisseur de céder ses titres avant l'échéance ou avant un événement de liquidité sont quasi inexistants dans le contexte tunisien. Les titres acquis via une plateforme de crowdfunding ne sont pas cotés, les marchés de gré à gré pour ce type d'actifs sont embryonnaires. Or, c'est précisément l'absence de liquidité qui constitue le principal frein à l'investissement dans des actifs non cotés.

IV.3 Le régime fiscal incitatif : une avancée réelle dont l'effectivité reste à construire

L'article 57 de la loi de finances pour l'année 2025 (loi n°2024-48 du 9 décembre 2024) a introduit, à la section II du chapitre IV du code de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de l'impôt sur les sociétés, une sous-section V nouvelle intitulée « Plateformes de Crowdfunding » comportant un article 78 dont la portée mérite d'être examinée avec précision.

Aux termes de cet article, sont totalement déductibles et dans la limite du revenu ou du bénéfice soumis à l'impôt, les revenus ou bénéfices réinvestis à travers des plateformes de crowdfunding agréées conformément à la loi n° 2020-37 du 6 août 2020, dans la souscription au capital des entreprises ouvrant droit aux avantages fiscaux prévus par le code au titre du réinvestissement. La déduction a lieu nonobstant le minimum d'impôt prévu par les articles 12 et 12 bis du code lorsqu'il s'agit de souscription au capital d'entreprises relevant des articles 63 et 65 du même code soit, notamment, les entreprises implantées dans les zones de développement régional et les activités prioritaires. Par ailleurs, la valeur de la prime d'émission est prise en compte pour la détermination des revenus ou bénéfices déductibles lors d'augmentations de capital, et la condition relative aux actions nouvellement émises est levée lorsqu'il s'agit d'acquisition de participations au capital des entreprises qui ouvrent droit au bénéfice des avantages fiscaux prévus pour les opérations de transmission au titre du réinvestissement.

L'article 57 précité a également étendu le bénéfice de ces dispositions aux investissements via crowdfunding dans des startups agréées au sens de la loi n° 2018-20 du 17 avril 2018.

Ce dispositif fiscal constitue indéniablement une avancée significative, qui aligne la Tunisie sur les meilleures pratiques internationales en matière de traitement fiscal du crowdfunding. L'expérience comparée, notamment les régimes EIS (Enterprise Investment Scheme) et SEIS (Seed Enterprise Investment Scheme) britanniques, qui offrent des réductions d'impôt pouvant atteindre 50% des sommes investies dans des entreprises en phase d'amorçage démontre que les incitations fiscales constituent l'un des leviers les plus puissants d'activation d'un marché d'equity crowdfunding. Cela étant, l'effectivité de l'article 78 est subordonnée à deux conditions préalables dont aucune n'est encore réunie : d'une part, l'existence d'au moins une plateforme agréée sur laquelle les opérations de souscription peuvent être réalisées à compter du 1er janvier 2025, date d'entrée en vigueur des nouvelles dispositions ; d'autre part, une appropriation suffisante du mécanisme par les contribuables et leurs conseils fiscaux. La déduction fiscale, aussi généreuse soit-elle, demeure lettre morte en l'absence de la plateforme qui en conditionne le déclenchement. C'est en ce sens que le régime fiscal, loin de résoudre à lui seul le problème de l'inertie, en révèle plutôt la profondeur : il offre des incitations sans que l'infrastructure nécessaire pour la saisir soit encore en place.

IV.4 La maturité insuffisante de l'infrastructure numérique et de paiement

L'exercice effectif de l'activité de crowdfunding en investissement suppose une infrastructure numérique et de paiement robuste. Or, l'article 14 de la loi n°2020-37 dispose que les contributions ne peuvent s'effectuer que par virement électronique, virement bancaire ou tout système de

paiement autorisé par la Banque centrale de Tunisie. Cette exigence, raisonnable dans son principe, confronte les opérateurs potentiels à une réalité : le taux de bancarisation et d'équipement en moyens de paiement dématérialisés de la population tunisienne, bien qu'en progression, demeure insuffisant pour constituer une base d'utilisateurs suffisamment large pour assurer la liquidité des campagnes de collecte. La faiblesse de l'adoption des paiements en ligne, régulièrement signalée par les acteurs du secteur FinTech tunisien, représente un obstacle opérationnel direct pour toute plateforme aspirant à agréger un nombre significatif de contributeurs (Le Cash-out capte à lui seul 77,7% des montants transigés par carte (13,87 milliards TND), tandis que le E-paiement ne représente que 5% de la valeur totale des opérations monétiques).

À cette contrainte de bancarisation s'ajoutent des limites techniques d'une nature différente, touchant aux processus d'entrée en relation à distance et de vérification d'identité. Toute plateforme de crowdfunding est tenue, en sa qualité d'intermédiaire financier, de respecter les obligations de vigilance imposées par la législation relative à la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme, ce qui implique notamment la mise en œuvre de procédures de connaissance du client. Or, les dispositifs permettant d'assurer ces vérifications de manière entièrement dématérialisée, tels que la vérification biométrique, la reconnaissance faciale, la lecture automatisée de documents d'identité ou encore la signature électronique qualifiée, ne sont pas encore suffisamment démocratisés en Tunisie pour constituer une solution opérationnelle accessible à moindre coût. Leur déploiement suppose des investissements techniques importants, l'intégration d'interfaces de programmation spécialisées fournies par des prestataires tiers, ainsi qu'une mise en conformité constante avec les évolutions réglementaires de la Banque centrale de Tunisie en matière de services financiers numériques. Pour une

plateforme en phase de démarrage, opérant sur un marché aux revenus potentiels limités, ces charges d'investissement initial s'avèrent difficilement soutenables et constituent, au même titre que les contraintes de rentabilité évoquées précédemment, un facteur structurel d'inhibition des candidatures à l'agrément.

IV.5 L'existence d'un secteur de capital investissement structuré : un substitut fonctionnel à l'equity crowdfunding

Une explication structurelle supplémentaire, moins souvent évoquée dans les analyses consacrées au démarrage tardif de l'equity crowdfunding dans les économies en développement, mérite d'être examinée avec attention : la disponibilité d'un secteur de capital investissement suffisamment développé peut réduire, voire court-circuiter, l'adoption d'instruments alternatifs de financement en capital comme les plateformes de crowdfunding. En d'autres termes, là où les PME et les porteurs de projets disposent déjà d'un écosystème institutionnel d'apporteurs en fonds propres, la demande d'une nouvelle filière de crowdfunding, plus complexe à mobiliser et moins familière, s'en trouve naturellement atténuée.

Le marché tunisien présente précisément ce profil. Le secteur du capital investissement, constitue une infrastructure importante de financement en fonds propres pour les PME non cotées. Selon les données consolidées du CMF au 31 décembre 2025, le secteur regroupe 116 véhicules d'investissement actifs sous le contrôle du régulateur : 28 sociétés d'investissement à capital risque (SICAR), 68 fonds communs de placement à risque (FCPR), 9 fonds d'amorçage, un fonds de fonds et 10 fonds d'investissement spécialisés. Ces véhicules ont mobilisé un total de ressources de 6 877,5 millions de dinars, répartis entre 1 681,2 MD de souscriptions dans les organismes de placement collectif de capital investissement et 5 196,3 MD de ressources des SICAR. A

cela, il faut ajouter les SICAR qui utilisent exclusivement leurs fonds propres et qui ne sont pas sous le contrôle du CMF.

L'industrie tunisienne du capital investissement constitue ainsi un levier majeur de financement et d'accompagnement des entreprises non cotées, avec une activité soutenue et un fort ancrage territorial. En 2025, les différents véhicules d'investissement et les SICAR soumis au contrôle du CMF ont mobilisé plus de 1,2 milliard de dinars au profit de près de 250 projets réalisés, contribuant à la création et à la préservation d'environ 12 800 emplois directs. Près de la moitié des montants investis a bénéficié aux zones de développement régional.

Cette infrastructure institutionnelle joue, à l'égard de l'equity crowdfunding, un rôle de substitut fonctionnel partiel. Un porteur de projet cherchant à renforcer ses fonds propres dispose d'une offre structurée, bénéficiant d'une longue histoire, d'une couverture géographique nationale et d'interlocuteurs professionnels capables d'accompagner sa trajectoire de croissance au-delà de la simple mise de fonds. La SICAR, le FCPR ou le fonds d'amorçage apporte non seulement le capital, mais aussi, dans les meilleures pratiques, un suivi de gestion, un réseau de contacts et une légitimité institutionnelle que la plateforme de crowdfunding, n'est pas en mesure de fournir à ce stade.

Il importe cependant de ne pas surestimer ce phénomène de substitution. Le capital investissement tunisien présente des limites qui laissent intact un besoin de financement que le crowdfunding pourrait combler. Ainsi, le ticket d'investissement moyen pour l'année 2025 des entités du secteur sous le contrôle du CMF est de 3,9 millions de dinars, ce qui les rend inadaptés aux très petites entreprises et aux porteurs de projets en phase de prédémarrage. Par ailleurs, et ainsi que le montrent les statistiques du secteur, les véhicules de

capital investissement se concentrent préférentiellement sur des projets de restructuration (24,5%), de développement (46%) et de transmission d'entreprises déjà établies, les nouvelles créations perçues comme trop risquées étant fréquemment exclues des critères de financement. C'est précisément dans ce segment-là que le crowdfunding en investissement pourrait trouver son espace de différenciation et sa justification économique propre.

La coexistence des deux mécanismes n'est donc pas structurellement impossible : elle suppose simplement que le crowdfunding accepte de se positionner sur un segment que le capital investissement traditionnel délaisse, et que cette complémentarité soit explicitée et promue comme telle dans le discours institutionnel d'accompagnement du dispositif.

IV.6 L'effet signal de la crise européenne sur les entrepreneurs locaux

Enfin, il serait inexact d'ignorer un effet de signal négatif que la crise du crowdfunding européen a pu produire sur les entrepreneurs tunisiens susceptibles de déposer une demande d'agrément auprès du CMF. Les informations sur les faillites de plateformes en Europe et notamment en France, sur les pertes subies par des milliers d'investisseurs particuliers dans des projets immobiliers défaillants, et sur les difficultés de mise en conformité avec le règlement ECSP circulent dans l'écosystème FinTech tunisien, bien que les causes de cette crise soient très largement spécifiques au marché immobilier européen. Cette confusion des genres, constitue un biais d'information qui pourrait être corrigé par un effort soutenu d'éducation financière et de communication institutionnelle.

V. Conclusion : de l'architecture normative aux conditions habilitantes

Le cadre réglementaire tunisien de l'equity crowdfunding constitue, une construction juridique cohérente et équilibrée. Il protège les investisseurs sans étouffer les porteurs de projets, confère au CMF des prérogatives de supervision adaptées à la nature du risque, et préserve la cohérence systémique avec la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 en articulant soigneusement le régime du crowdfunding avec celui de l'appel public à l'épargne. L'introduction, par la loi de finances 2025, de l'article 78 nouveau du code de l'IRPP et de l'IS qui permet la déduction totale des revenus ou bénéfices réinvestis via des plateformes agréées a enrichi ce dispositif d'une dimension fiscale incitative de premier rang, comparable dans son esprit aux meilleures pratiques européennes. Cet édifice normatif témoigne d'une ambition régulatoire réelle et d'une capacité technique indéniable.

Pourtant, la norme ne crée pas le marché par sa seule existence, et l'incitation fiscale n'active le mécanisme que si la plateforme sur laquelle elle s'exerce existe. L'inertie observée depuis la promulgation du règlement du CMF en 2024 ne traduit pas l'échec du régulateur, mais elle révèle l'écart qui subsiste entre la disponibilité d'un cadre légal et fiscal et la réunion des conditions habilitantes sans lesquelles ce cadre reste suspendu dans le vide. Ces conditions, comme évoquées précédemment sont d'ordre multiple : elles touchent à la viabilité économique des opérateurs de plateforme dans un marché à seuils de collecte encore modestes, à la profondeur et à la culture d'investissement de la population-cible, à la maturité de l'infrastructure numérique, et à la disponibilité d'un marché secondaire pour les titres émis.

L'expérience européenne, dans ce qu'elle a de plus enseignant, suggère également qu'il importe de ne pas trop lier le destin du crowdfunding en investissement à celui du financement participatif immobilier, dont les vulnérabilités face aux cycles de taux et aux crises sectorielles sont désormais documentées.

La voie pour activer effectivement ce marché passe par une action coordonnée sur plusieurs fronts simultanément : une communication institutionnelle soutenue autour des avantages fiscaux déjà introduits par l'article 78 du code de l'IRPP et de l'IS, pour que les entrepreneurs et leurs conseils fiscaux s'en emparent réellement ; le relèvement progressif et prudentiel des plafonds de collecte à mesure que le marché mûrit ; la mise en place d'un mécanisme de marché secondaire permettant aux investisseurs de céder leurs participations; un effort de promotion et d'éducation financière porté par le régulateur et un accompagnement actif des porteurs de projets potentiels dans leur démarche de structuration juridique et financière préalable à une campagne de collecte.

Le CMF dispose, à travers ses attributions réglementaires et ses fonctions de communication et d'éducation financière, des leviers institutionnels pour contribuer à l'activation de ce marché. La question n'est pas tant de savoir si le crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières trouvera sa place dans le paysage financier tunisien, la profondeur du besoin de financement des PME le rend inévitable à terme, mais à quel rythme cette activation pourra se produire.

Références

Textes juridiques et réglementaires

Loi n° 94-117 du 14 novembre 1994, portant réorganisation du marché financier.

Loi n° 2020-37 du 6 août 2020 relative au crowdfunding.

Décret gouvernemental n°2022-765 du 19 octobre 2022, portant réglementation de l'activité de crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières.

Loi n°2024-48 du 9 décembre 2024, portant loi de finances pour l'année 2025, art. 57 (introduction de l'article 78 nouveau au code de l'IRPP et de l'IS — Plateformes de Crowdfunding).

Règlement du Conseil du Marché Financier du 11 novembre 2024, relatif aux conditions d'exercice de l'activité de crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières.

Règlement (UE) n° 2020/1503 du Parlement européen et du Conseil du 7 octobre 2020 relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entrepreneurs (ECSP), JOUE L 347/1 du 20 octobre 2020.

Ouvrages et articles académiques

Belleflamme P., Lambert T. & Schwienbacher A. (2014). « Crowdfunding: Tapping the right crowd », *Journal of Business Venturing*, vol. 29(5), pp. 585-609.

Mollick E. (2014). « The dynamics of crowdfunding: An exploratory study », *Journal of Business Venturing*, vol. 29(1), pp. 1-16.

Schwienbacher A. & Larralde B. (2012). « Crowdfunding of small entrepreneurial ventures », in Cumming D. (ed.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press.

Rapports et études

Institut arabe des chefs d'entreprises (IACE). Rapport National sur l'Entreprise en Tunisie 2025, Tunis.

Banque mondiale (2013). Crowdfunding's Potential for the Developing World, infoDev / Finance and Private Sector Development Department, Washington D.C.

Conseil du Marché Financier. Fiche thématique : comprendre le crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières 2024, Tunis.

Cambridge Centre for Alternative Finance: Benchmarking alternative finance: CCAF industry reports 2017, Cambridge.

Forvis Mazars & France FinTech (2025). Baromètre du crowdfunding en France, Données 2024 et 2025, Paris.

Autorité des marchés financiers (AMF) (2024). Bilan de l'agrément ECSP, Paris.

Banque Centrale de Tunisie (BCT). Bulletin des paiements 1er semestre 2026, Tunis.