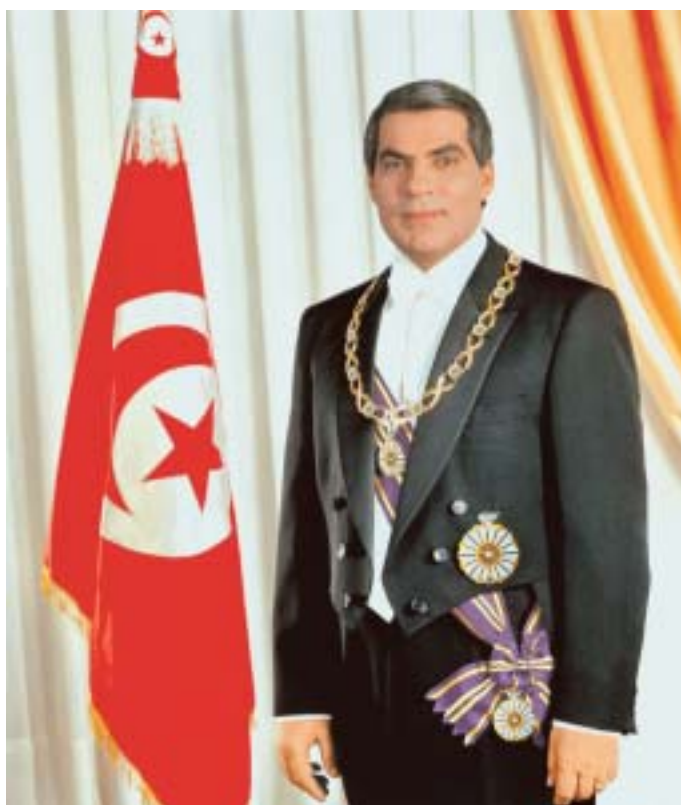


République Tunisienne



**CONSEIL
DU MARCHE
FINANCIER**

**RAPPORT
ANNUEL
2 0 0 5**



*A l'attention de son Excellence,
Monsieur le Président de la République*

Monsieur le Président,

J'ai l'honneur de soumettre à votre haute attention, le 10^{ème} rapport d'activités du CMF relatif à l'année 2005.

Conformément aux directives que vous avez bien voulu me prodiguer lors de la présentation du rapport de l'année 2004, le CMF s'est attelé à asseoir les conditions et mécanismes nécessaires pour atteindre les objectifs établis par votre programme électoral 2005-2009 visant une participation plus soutenue du marché financier au financement de l'économie nationale et à faire de Tunis une place financière à l'échelle régionale.

C'est dans ce cadre que le CMF a concentré ses efforts, durant l'année 2005, sur la concrétisation des mesures que vous avez annoncées lors de la célébration du 18^{ème} anniversaire du changement, ainsi que celles ordonnées lors des deux Conseils Ministériels consacrés à la dynamisation du marché financier tenus respectivement le 25 mai 2005 et le 31 octobre 2005.

En effet, les préparatifs pour la création d'un marché alternatif sont, aujourd'hui, à un stade avancé.

Ce marché dont le rôle est de faciliter l'accès des entreprises en phase de croissance ou d'assainissement financier à la finance directe, devrait également profiter aux entreprises industrielles éligibles au programme de mise à niveau.

A cet effet, Monsieur le Président, vous avez ordonné le lancement d'un programme pilote pour l'accompagnement des entreprises qui le désirent, dans la préparation de leur inscription sur le marché.

A ce titre, une action de recensement et de sensibilisation des entreprises intéressées a été engagée en étroite collaboration avec le Ministère de l'Industrie, de l'Energie et des Petites et Moyennes Entreprises, en sa qualité d'autorité de tutelle du programme de mise à niveau, pour sélectionner une cinquantaine d'entreprises éligibles à ce nouveau marché alternatif.

Un séminaire national d'information a été organisé conjointement par le Ministère de l'Industrie, le Ministère des Finances et le CMF à l'issue duquel ont été enregistrées une quarantaine de manifestations d'intérêts.

Monsieur le Président,

Le marché financier ne peut se développer sans l'existence d'une demande institutionnelle stable exprimée en grande partie à travers des Instruments d'Epargne Collective.

C'est ainsi que, suite à vos recommandations, le CMF a procédé à la mise en place de nouveaux produits financiers garantissant aux épargnants le capital investi et un rendement minimum garanti. Un premier fonds de ce genre a été créé et les institutionnels ont été encouragés à y participer.

Monsieur le Président,

Sur le plan réglementaire, l'année 2005 a vu particulièrement la promulgation de lois relatives au renforcement de la sécurité des relations financières, à la création des Fonds Communs de Placement à Risque et aux Fonds d'Amorçage.

Plusieurs textes réglementaires ont été adoptés, visant la simplification et l'assouplissement des règles d'admission à la cote, pour inciter les sociétés à s'introduire en bourse dans un cadre préservant la protection de l'épargne et, garantissant l'intégrité et la transparence du marché pour préserver la place de Tunis de tout risque de dérapage ou d'insécurité.



C'est dans cet esprit qu'un pacte d'honneur comportant les principes déontologiques fondamentaux applicables aux Intermédiaires en bourse, élaboré par l'association des intermédiaires en bourse, a été approuvé par le CMF.

Dans le cadre de sa mission d'accompagnement et d'assistance aux intervenants sur le marché financier, le CMF a procédé, au cours de 2005, à l'élaboration de trois nouveaux Guides de Procédures et à la mise à jour des anciens.

Un cycle de formation des contrôleurs internes des sociétés de Bourse a permis à l'ensemble des sociétés de bourse de disposer d'un contrôleur responsable de la bonne application des procédures et règles de conduite au sein de ces sociétés.

Afin de renforcer davantage l'intégrité du marché financier et la protection de l'épargne collective, le CMF a poursuivi en 2005, ses actions de contrôle, d'inspection et d'investigation pour améliorer la qualité et la ponctualité des informations financières et pour sanctionner les violations de la réglementation en vigueur. Ces actions ont contribué à réduire les entraves au bon fonctionnement du marché financier et à améliorer sa transparence.

L'offre de produits a également été enrichie par la création du premier Fonds Commun de Créances permettant aux banques de développer leurs ressources à moyen et long termes en titrisant une partie de leur portefeuille de créances.

La gestion de ce Fonds sera assurée par une société de gestion tunisienne agréée par le CMF et qui profitera de l'expérience dans ce domaine d'une société marocaine partenaire.

Monsieur le Président,

Dans le cadre du renforcement des compétences des cadres financiers, une attention particulière est réservée aux métiers de l'analyse financière et de l'évaluation d'entreprises.

Dans ce cadre, le CMF a élaboré avec la Société Française d'Analystes Financiers un programme de formation des analystes de la place d'un niveau équivalent à celui réservé aux analystes des places les plus évoluées.

A l'issue de cette formation, nos analystes seront accrédités et leurs travaux reconnus par l'ensemble des investisseurs, ce qui constitue l'une des étapes clés pour l'accréditation de l'ensemble de la place financière de Tunis.

Monsieur le Président,

Poursuivant son action de modernisation de l'institution et de renforcement des compétences de ses équipes, le CMF a procédé, en 2005, à une réorganisation de ses structures et a poursuivi sa politique d'encadrement de ses ressources humaines et de développement de son système d'information et de communication.

C'est ainsi qu'un nouveau département chargé des études et des statistiques a été créé ; les formalités de recrutement de nouveaux cadres hautement qualifiés ont été engagées et une série d'ateliers de formation des cadres du CMF ont été conduits par des experts nationaux et étrangers. Parallèlement, des cadres ont effectué des stages en milieu de travail dans les différentes institutions françaises et belges opérant dans le domaine du marché financier.



Enfin, dans un souci d'assurer une meilleure qualité de traitement et de suivi des différentes tâches de ses structures, le CMF a eu recours en 2005, aux services du Centre National de l'Informatique pour l'étude de mise en place d'un système d'information et de communication ouvert et évolutif, doté de techniques de sécurité du flux d'informations disponible.

Monsieur le Président,

La régulation des marchés s'inscrit désormais dans un cadre internationalisé. Le marché tunisien partage les mêmes préoccupations que les marchés étrangers ; c'est pourquoi, le CMF inscrit résolument sa démarche dans la Dynamique Internationale en participant activement aux travaux de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) et de l'Institut Francophone de la Régulation Financière (IFREFI), organisme regroupant les régulateurs de la plupart des pays francophones, qui, sur invitation de la Tunisie, a organisé à Tozeur, un séminaire de formation.

De surcroît, un renforcement de la coopération bilatérale avec les structures analogues dans les pays frères et amis a été engagé et ne manquera pas de produire des effets positifs dans un proche avenir.

Monsieur le Président,

Des améliorations au niveau des prestations du marché ont été constatées au cours de l'année 2005, relatives au volume des transactions, à l'évolution des cours ainsi qu'à l'enrichissement de la cote par l'introduction de nouvelles sociétés en bourse. Néanmoins, ces résultats restent en deçà des aspirations quant au niveau de contribution du marché financier au financement de l'économie nationale. Nous demeurons cependant convaincus que les réformes engagées, ne manqueront pas d'engendrer une amélioration sensible de ces résultats.

Le CMF n'épargnera aucun effort pour atteindre les objectifs que vous avez bien voulu lui fixer et s'engage à œuvrer dans la voie du progrès et de la modernisation du marché financier.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président de la République, l'expression de ma très haute considération.

La Présidente du CMF
Zéineb GUELLOUZ



INTRODUCTION : L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET BOURSIER	9
1- DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS	11
2- DANS LA ZONE MENA ET LES PAYS DU GOLFE	13
3- EN TUNISIE	14
CHAPITRE I : LE CMF ET LE MARCHÉ	18
I. L'OFFRE	18
1- LA CONTRIBUTION DU MARCHÉ DANS LE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS	18
2- EVOLUTION DES EMISSIONS	19
3- L'ENRICHISSEMENT DE LA COTE DE LA BOURSE	24
II. LA DEMANDE	25
1- CRÉATION DE NOUVEAUX FONDS	25
2- POURSUITE DU DYNAMISME DES OPCVM	26
III. LE CMF ET LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE	28
1- LE CMF ET LES OPÉRATEURS : LA CONCERTATION	28
1.1- LE CMF ET LES ÉMETTEURS	28
1.2- LE CMF ET LES GESTIONNAIRES : VIGILANCE ET QUALITÉ DE SERVICE	29
1.3- LE CMF ET LES DÉPOSITAIRES : CONTRÔLE ET SUIVI	33
1.4- LE CMF ET LES INTERMÉDIAIRES EN BOURSE : CONTRÔLE DE QUALITÉ ET ASSISTANCE CONTINUE	34
1.5- LE CMF ET LES SVT	36
1.6- LE CMF ET LES SICAR	36
2- LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE À L'OCCASION DES OPÉRATIONS FINANCIÈRES	37
3- LE RENFORCEMENT DU DISPOSITIF LÉGAL	48
4- LE CMF À L'ÉCOUTE	50
CHAPITRE II : LE CMF RÉGULATEUR	57
I. LA REFORME DES TEXTES RÉGLEMENTAIRES	57
1- PARTICIPATION À L'ÉLABORATION DES LOIS	57
2- PARTICIPATION À L'ÉLABORATION DES DÉCRETS	58
3- MODIFICATION DES RÈGLEMENTS DU CMF	59
4- LES AUTRES INTERVENTIONS SUR LE PLAN RÉGLEMENTAIRE	59
II. LES GUIDES	60
III. LA RÉFLEXION SUR LA COURBE DES TAUX	60

CHAPITRE III : LE CMF AU SERVICE DU DEVELOPPEMENT DU MARCHÉ	62
I. LE MARCHÉ ALTERNATIF	62
II. LE PROGRAMME NATIONAL PILOTE	63
III. ENGAGEMENT D'UNE ACTION DE FORMATION D'ANALYSTES FINANCIERS AVEC L'AIDE D'EXPERTS	63
IV. LA MISE EN PLACE D'UNE BASE DE DONNÉES ET DES INDICES SECTORIELS	64
V. LA RÉACTIVATION DES « DEBATS DU CMF »	64
CHAPITRE IV : LE CMF REORGANISE SES STRUCTURES	66
I. PLAN D'ACTION INFORMATIQUE ET DE COMMUNICATION	66
II. CREATION DU DEPARTEMENT DES STATISTIQUES ET CONJONCTURE	67
CHAPITRE V : LE CMF DANS SON ENVIRONNEMENT NATIONAL ET INTERNATIONAL	68
I. LA COOPERATION INTERNATIONALE	68
II. LA PARTICIPATIONS AUX PRINCIPALES MANIFESTATIONS FINANCIERES LOCALES	68
CHAPITRE VI : LES RESSOURCES DU CMF ET LEUR EMPLOI	69
FAITS SAILLANTS	72
LES ANNEXES	81

INTRODUCTION

L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET BOURSIER

Croissance économique et performance des marchés en 2005¹

En 2005, les catastrophes naturelles, la hausse historique du prix du pétrole et le démantèlement de l'accord multifibres, n'ont pas eu raison de la croissance de l'économie mondiale. Le taux de croissance n'a reculé que de 0,8% en 2005 à 4,3%. Les performances économiques dans le monde ont été variables selon le pays.

Il est à signaler cependant que, l'évolution des marchés boursiers n'a pas été toujours corrélée à la croissance économique.

La question qui se pose à tous les analystes concerne la corrélation entre Activité économique et Marchés boursiers. En effet, l'évolution des marchés boursiers dépend des perspectives économiques des pays, sans que cette corrélation soit automatique et certaine. Cette corrélation diffère d'ailleurs d'une entreprise à l'autre, et même d'un secteur à l'autre, puisque les facteurs pesant sur les bénéfices des entreprises agissent différemment selon la nature de l'activité et la destination géographique de la production ainsi que suivant la nature de la politique monétaire menée par le pays en question.

I- DANS LES PAYS DÉVELOPPÉS

Principaux indicateurs économiques et évolution des indices boursiers des pays développés

	Taux de croissance		Taux d'inflation		Taux de chômage		Évolution de l'Indice boursier	
	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004
Etats Unis d'Amérique	3,5%	4,2%	3,1%	2,7%	5,2%	5,5%	-0,61%	3,57%
Zone Euro	1,2%	2,0%	2,1%	2,1%	8,7%	8,9%	21,26%	8,0%
France	1,5%	2,0%	1,9%	2,3%	9,8%	9,7%	23,4%	7,4%
Allemagne	0,8%	1,6%	1,7%	1,8%	9,5%	9,2%	27,1%	7,3%
Royaume Uni	1,9%	3,2%	2,0%	1,3%	4,7%	4,8%	16,7%	7,5%
Japon	2,0%	2,7%	-0,4%	-0,2%	4,3%	4,7%	41,0%	6,45%

- Aux Etats-Unis d'Amérique, la croissance économique n'a affiché qu'un faible ralentissement et ce, malgré le passage de deux cyclones et le renchérissement historique des cours du pétrole. Le taux de croissance enregistré en 2005 a été de 3,5%, contre 4,2% en 2004.

¹ Source : Perspectives de l'économie mondiale, Septembre 2005 (fonds Monétaire International), Rapport du 4^{ème} trimestre (fonds Monétaire Arabe), Statistiques FIBV (Fédération Internationale des Bourses des Valeurs)



L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET BOURSIER

Face à la vigueur de l'économie américaine et pour pallier d'éventuels risques inflationnistes créés par la hausse des prix du pétrole, la FED a relevé ses taux de 225 pb, depuis le début de l'année 2005, à 4,50%.

La monnaie américaine a enregistré une nette progression face à l'euro (13%) et face au yen (15%), et ce, en dépit de la hausse du déficit courant américain. Cette hausse est due essentiellement aux flux des capitaux attirés par une rémunération élevée des bons du Trésor américain.

Les performances des marchés financiers, ont cependant marqué le pas :

- L'indice de la place de New York (Dow Jones) a régressé de 0,61%, et celui du NASDAQ n'a progressé que de 1,5% sur les 12 mois. Cette situation semble être due à la valorisation élevée des actions américaines qui a limité le potentiel de la hausse en 2005 ainsi qu'au resserrement monétaire entrepris par la FED. L'appréciation du dollar sur le marché des changes a, en outre, pesé au sens baissier sur les cours des valeurs exportatrices.

- Dans la zone euro, la croissance économique a été timide et n'a pas dépassé 1,2% (2% en 2004). Toutefois les résultats dans cette zone restent très variables.

- En Allemagne, la croissance n'a été que de 0,8% (1,6% en 2004), et ce, malgré la bonne santé des exportations.

- L'économie Française, a affiché un taux de croissance modeste de 1,5% (2% en 2004). Ce niveau de croissance n'a été atteint que grâce à la vigueur de la demande intérieure aux troisième et quatrième trimestres.

Par ailleurs, il y a lieu de souligner que le début de l'année 2005 a été marqué par la fin du système des quotas qui, pendant 30 ans, avait régi le commerce mondial du textile et de l'habillement.

Le démantèlement de l'accord multifibres a créé des tensions entre la Chine et l'Europe. Mais ces tensions ont été apaisées au milieu de l'année avec la limitation des flux en provenance de la Chine vers les pays européens.

- En ce qui concerne le Royaume-Uni, la croissance économique n'a été que de 1,9% en 2005 contre 3,2% en 2004. Ce ralentissement est essentiellement dû à la baisse de l'immobilier et de l'investissement des entreprises ainsi qu'à la flambée des prix du pétrole.

Face à ce ralentissement économique, la plupart des bourses européennes ont enregistré de fortes hausses de leurs indices (Euronext Paris :CAC 40, 23,4%, la bourse de Londres : FTSE 100, 16,7%, la bourse de Francfort : Xetra Dax 27,1%). Cette progression a été principalement permise par l'amélioration des fondamentaux des entreprises, la chute des rendements obligataires et la forte hausse du dollar face à l'euro.

- L'activité économique au Japon a enregistré, en 2005, un taux de croissance de l'ordre de 2% (contre 2,7% en 2004). Ce niveau a été atteint grâce, essentiellement, au rythme élevé de la demande intérieure elle-même soutenue par les bénéfices importants des entreprises, et par le redressement des salaires et de l'emploi. Le redressement de l'économie japonaise et la publication des indicateurs annonçant la fin de la déflation, qui a duré près de 7 ans, ont eu un impact positif sur la bourse de Tokyo où la tendance sur la place de Tokyo a été très bonne. L'indice Nikkei a progressé de 41%.

2. DANS LA ZONE MENA ET LES PAYS DU GOLFE

Principaux indicateurs économiques et évolution des indices boursiers des pays de la zone MENA

	Taux de croissance		Taux d'inflation		Évolution de l'Indice boursier	
	2005	2004	2005	2004	2005	2004
Jordanie	5%	7,7%	3,7%	3,4%	92,9%	38,4%
Egypte	4,8%	4,1%	8,8%	8,1%	83,3%	14,7%
Maroc	1,0%	4,2%	2,0%	1,5%	22,5%	0,3%
Arabie Saoudite	6,0%	5,2%	1,0%	0,3%	103,7%	24,5%
Koweït	3,2%	7,2%	1,8%	1,8%	78,6%	5,7%
Qatar	5,5%	9,3%	3,0%	6,8%	70,2%	16,7%
Émirats Arabes Unis	5,6%	8,5%	6,0%	4,6%	132,3%	47,8%

Du fait de la hausse remarquable des prix du pétrole, la croissance économique dans la majorité des pays du Golfe a dépassé le niveau de 5%.

Bénéficiant des afflux de liquidités, les marchés boursiers ont réalisé des hausses exceptionnelles : 104% (Arabie Saoudite), 78% (Kuwait), Qatar (70%), Dubaï (132%).

Pour les pays non producteurs de pétrole, les résultats économiques ont été différents selon le pays.

- **En Jordanie**, le contexte régional a eu raison de la croissance économique. En effet, la hausse du prix du pétrole, et les attentats terroristes ont pénalisé la croissance économique dans ce pays. Le taux n'a été que de 5% contre 7,7% en 2004.

Toutefois, et en raison de l'abondance des liquidités dans les pays pétroliers du Moyen-Orient, la bourse d'**Amman** a battu tous ses records de performance en 2005, depuis sa création en 1978. L'indice a progressé de 93% à 8.192 points.

- **L'Égypte**, en ce qui la concerne, a affiché un taux de croissance de l'ordre de 4,8% en 2005, contre 4,1% en 2004. Ceci est dû en partie à la croissance soutenue des exportations, profitant de la dépréciation de la livre égyptienne (2001-2004), et par la demande intérieure.

La bourse a réalisé une forte hausse, imprimant à l'indice une progression de 83,34%.

- **Le Maroc** : le renchérissement du prix du pétrole associé à la sécheresse, qui a pénalisé le rendement du secteur agricole, ont eu un impact désastreux sur l'activité économique au Maroc. En effet, le PIB réel n'a progressé que de 1% contre 4,2% en 2004.

La bourse de Casablanca, s'est cependant détachée de l'ambiance morose de l'économie pour afficher une performance de 22,49%, et ce, grâce au placement des sur-liquidités monétaires sur le marché Actions et au retour des fonds d'investissements arabes sur ce marché.



3. EN TUNISIE

En dépit d'une conjoncture difficile, la Tunisie a réalisé un taux de Croissance Economique de 4,2% et le maintien de ses fondamentaux à un niveau respectable.

La Bourse a également réalisé des performances intéressantes sans que les volumes échangés aient atteint le Pic historique de 2000.

Le flux net des investissements étrangers est en progression, mais n'a pas causé de surchauffe particulière sur la valorisation du marché.

La conjoncture économique : en dépit d'une conjoncture difficile imputable au démantèlement de l'accord multifibres et de la hausse du prix du pétrole, la croissance économique a enregistré un taux de 4,2% contre, respectivement, 6% et 5,6% en 2003 et 2004. Ce ralentissement est dû essentiellement à la baisse de la valeur ajoutée du secteur agricole (-5%) et du secteur textile et habillement (-2,5%) qui participent à hauteur de 13,2% et de 5,5% dans le PIB.

L'investissement a totalisé un montant de 8 410 MD enregistrant une progression de 6,3%. Le secteur privé a bénéficié de 56,3% de l'effort d'investissements enregistrant ainsi une progression de 7,9%.

Les équilibres généraux : le déficit budgétaire a été maîtrisé dans les limites de 3,1% du PIB, en dépit du coût supplémentaire des subventions des produits pétroliers et de l'électricité. Quant au taux d'endettement², il a été stabilisé autour de 51,7%, autant qu'en 2004.

La maîtrise de la hausse des prix a été remarquable en 2005. Le taux d'inflation s'est établi à 2%, en nette régression par rapport aux niveaux enregistrés au cours des trois dernières années (3,6%, 2,7% et 2,7%).

Le marché secondaire des actions a affiché de bonnes performances au titre de l'année 2005 pour atteindre un volume d'échanges de 621 MD, confirmant la reprise amorcée en 2004 après trois années successives de baisse.

Ce rebond a permis au marché boursier de résorber les baisses enregistrées depuis 2001 et revenir, pour ce qui est des capitaux échangés, à des niveaux supérieurs à ceux enregistrés en 1999, sans pour autant dépasser le pic de l'année 2000 qui était de 909MD.

Le volume traité, a atteint cette année son plus haut historique de 41 millions de titres.

Pour ce qui est des enregistrements, leur évolution est du même ordre de grandeur que celle de la cote de la bourse puisqu'ils sont passés de 348MD en 2004 à 854MD cette année, enregistrant une hausse de 146%.

Le nombre de sociétés cotées est passé de 44 l'année dernière à 45 cette année, suite à la radiation de la cote de STIL et au retrait de Amen Lease et à l'introduction de trois nouvelles valeurs : GIF, ASSAD et KARTHAGO AIRLINES.

² Dette extérieure / Revenu National Disponible Brut

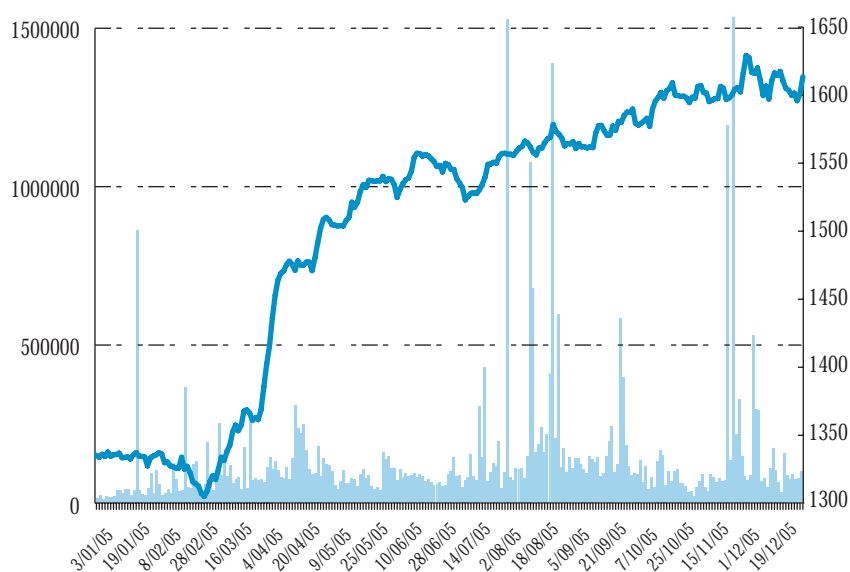
L'indice TUNINDEX a atteint au dernier mois de l'année 2005 son plus haut niveau historique dépassant les 1630 points grâce à l'appréciation des valeurs bancaires enregistrant ainsi une hausse de 21,27% par rapport à 2004.

En effet, après une phase de stabilité qui s'est prolongée jusqu'à la mi-mars 2005, l'indice a connu une hausse importante de plus de 15% et ce jusqu'à fin mai 2005.

Cette hausse est due essentiellement à l'appréciation du cours de la Banque de Tunisie de plus de 40% résultant de l'annonce d'une augmentation du capital de ladite banque et à l'alimentation du marché par une offre de titres résultant de l'introduction des titres GIF et ASSAD.

Le niveau de 1538.10 points atteint par l'indice fin mai s'est maintenu ensuite pour clôturer l'année avec une appréciation de 5% grâce à l'afflux d'investisseurs étrangers.

**Evolution de Tunindex avec les quantités échangées
du 1er janvier au 30 décembre 2005**



A côté de la progression des résultats semestriels de plus de la moitié des entreprises de la cote qui a joué le rôle de catalyseur en confortant la confiance des investisseurs dans la bourse, l'appréciation des cours des petites capitalisations boursières comme la SOTRAPIL, SIPHAT ou ELECTROSTAR a maintenu l'indice dans son trend haussier. Ces valeurs ont bénéficié de l'engouement des investisseurs étrangers, probablement attirés par la progression de leurs résultats ainsi que par leurs perspectives d'avenir prometteuses (SOTRAPIL grâce à son projet de pipeline multiproduit « Skhira le Sahel » et SIPHAT grâce à une joint-venture avec les laboratoires Pierre Fabre).

Notons enfin que les valeurs en baisse n'ont pas affecté l'indice outre mesure. Le faible poids dans l'indice TUNINDEX des valeurs qui ont vu leurs cours baisser comme TUNISIE LAIT, ICF, Général Leasing, STIP, STB & TUNIS-AIR, joint à la faible amplitude des baisses comparée à celle des hausses, expliquent dans une large mesure cet état de fait.



L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET BOURSIER

L'indice BVMT s'est apprécié de 17,2% pour atteindre 1142 points contre 974 points en Décembre 2004.

Principaux indicateurs boursiers

	2003	2004	2005	Variation 2004/2005
Capitaux échangés (MD)	213	283	621	+119,43%
Obligations(MD)	28	36	80	+122,22%
Enregistrements (MD)	638	348	854	+145,40%
Volume traité (millions)	13	21	41	+95,24%
Capitalisation boursière (MD)	2 976	3 085	3 840	+24,47%
PER*	12,60	14,83	14,87	-
Indice Tunindex	1 250,18	1 331,82	1 615,12	+21,27%
Indice BVMT	939,78	974,82	1 142,46	+17,20%

Pondéré par les capitalisations boursières / MD = Millions de dinars

Les valeurs les plus actives en termes de capitaux échangés mais aussi en termes de quantités traitées sont la BIAT, BS, STPIL et KAIR. Pour ce qui est des valeurs les plus actives en termes de contrats conclus on trouve KAIR, GIF, STPIL et TAIR.

La capitalisation boursière, demeure dominée par une concentration des valeurs bancaires qui représentent plus de 55% de la capitalisation totale. Ceci nécessite des efforts soutenus pour une diversification de l'offre qui rendrait le marché moins tributaire du secteur bancaire et plus attrayant pour les investisseurs potentiels.

Il est à noter que la performance du TUNINDEX est due, en particulier à l'appréciation des cours de certaines valeurs bancaires, comme la BIAT, la BT, l'UBCI et l'ATB, qui ont affiché des rendements respectifs de 77,20%, 53,91%, 44,50% et 24,03%. Ceci est d'autant plus vrai que ces valeurs représentent près de 35% de la capitalisation boursière et que leurs hausses ont été très significatives sur la période considérée.

Il semblerait donc que l'effort de provisionnement fait par ces Banques et l'amélioration de la qualité de leur portefeuille aient eu raison de la baisse de leur rentabilité dans l'appréciation des investisseurs, et notamment des investisseurs étrangers.

Répartition de la capitalisation boursière par secteur

en MD

Secteurs	Capitalisation boursière					
	Au 31/12/03	%	Au 31/12/04	%	Au 30/12/05	%
Bancaire et financier	1 714	57	1 804	58	2 311	60
Banque	1 545	52	1 606	52	2 119	55
Leasing	74	2	92	3	82	2
Sociétés d'investissement	95	3	106	3	110	3
Assurances	55	2	60	2	78	2
Services	323	11	404	13	536	14
Secteur industriel	884	30	817	27	915	24
Chimie	194	7	176	6	186	5
Agro-Alimentaire	539	18	436	14	428	11
Autres sociétés industrielles	151	5	205	7	301	8
Total marché	2 976	100	3 085	100	3 840	100

La répartition sectorielle de la capitalisation boursière au 30 décembre 2005 :

- Confirme la prédominance du secteur bancaire avec une proportion de 55% contre 52% en 2004 ainsi qu'en 2003 ;
- enregistre l'accroissement de la part du secteur des services, qui est passée de 13% de la capitalisation en 2004 à 14% cette année, grâce notamment à l'introduction de Karthago Airlines ;
- mais également la poursuite de la régression de la part du secteur industriel qui est passée de 30% de la capitalisation du marché en 2003 à 27% en 2004 puis à 24% cette année.

La capitalisation des sociétés GIF et ASSAD introduite en 2005 a contribué à l'accroissement en valeur de la capitalisation du secteur industrie, qui est passée de 817 MD à 915 MD en 2005, mais a été insuffisante pour maintenir la quote part de ce secteur dans la capitalisation totale et ce en raison du rendement très élevé enregistré par les banques, qui a revalorisé la capitalisation du secteur de plus de 500 MD, malgré l'absence d'une quelconque nouvelle introduction. Il s'agit d'une augmentation due à l'effet prix.

En 2005, le flux net des investissements étrangers en portefeuille a atteint 52MD (147MD en termes d'achats et 95MD en termes de ventes) contre 30 MD en 2004 (63MD d'acquisitions et 33MD de cessions), ce qui a porté le niveau de la participation étrangère dans la capitalisation boursière à 28,2% fin 2005 contre 25,6% fin 2004.

La part réservée aux banques du flux net de capitaux étrangers en 2005 est de 34MD, soit 65% du total. Les contributions les plus remarquées dans ce flux sont celles de la BIAT +17,7MD, la BS +9,5MD, la BH +4,6MD et la BT +3,3MD.

Le flux net des capitaux étrangers sur les opérations d'enregistrement, a atteint 140MD (320 MD en termes d'acquisition dont 166 MD environ suite à des opérations approuvées par la Commission Supérieure d'Investissement et 180 MD en termes de cessions).

La privatisation de la Banque du Sud ainsi que l'opération sur la Société Tuniso-Algérienne de ciment blanc ont contribué à hauteur de 28% dans le total des enregistrements.

Les transactions sur les obligations ont plus que doublé passant de 36 MD en 2004 à 80 MD en 2005, ce qui représente 12,25% de l'encours des emprunts obligataires contre 5,06% en 2004. Ce montant représente, également, 11,41% des échanges sur la cote de la bourse.

Il y a lieu de noter que 84% du montant global de ces transactions soit 67 MD ont porté sur des BTA, la seule ligne avril 2014 ayant accaparé 62,5% du total pour un montant de 50 MD.



CHAPITRE I LE CMF ET LE MARCHÉ

Bien que l'évolution du volume des échanges sur le marché secondaire soit en nette progression par rapport à l'année 2004, il n'en demeure pas moins que les prestations du marché restent en deçà des objectifs de financement de l'économie fixés par les pouvoirs publics pour faire du marché financier un acteur de référence pour le financement des besoins en fonds propres et permanents de l'économie.

Deux Conseils Ministériels tenus respectivement le 25 Mai et le 31 Octobre ont été consacrés durant l'année 2005, à la redynamisation du marché financier.

Les décisions présidentielles annoncées à l'occasion du 18ème anniversaire du changement, consacrent le rôle du marché financier en tant que mobilisateur de l'épargne en vue de la canaliser vers le financement de l'investissement privé.

Il est indéniable que le marché financier ne peut fonctionner sans un développement parallèle de l'Offre (I) et de la Demande (II) et sans la sécurisation de l'épargne (III).

I. L'OFFRE

La contribution du Marché Primaire au financement de l'économie n'a enregistré qu'une très faible évolution par rapport à son niveau de 2004.

Les émetteurs récurrents (sociétés de leasing) ont profité de la liquidité du système bancaire pour leur refinancement et n'ont recouru que très peu à l'émission d'emprunts obligataires.

I- LA CONTRIBUTION DU MARCHÉ DANS LE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS

La contribution du marché des émissions dans le financement des investissements privés³ a atteint, en 2005, 4,1% contre 3,6% en 2004.

L'objectif de 20% assigné pour 2009 nécessite le déploiement de très gros efforts qui seront soutenus par la concrétisation du programme de développement du marché qui commencera à être appliqué dès 2006.

Le montant des capitaux levés par les entreprises tunisiennes faisant appel public à l'épargne sur le marché primaire a enregistré en 2005 une hausse de l'ordre de 12% pour atteindre 194,6 millions de dinars contre 173,5 millions de dinars en 2004.

³ La FBCF privée a représenté en 2005, 56% de FBCF totale, soit 4733MD

Le compartiment obligataire a drainé 130,8 MD contre 103,5 MD en 2004 dont 30,8 millions de dinars proviennent d'émissions ayant reçu le visa du CMF en 2004.

Les augmentations de capital⁴ en numéraires ont enregistré une légère baisse de 10% par rapport à 2004 en passant de 70 millions de dinars à 63,8 millions de dinars.

Par ailleurs, il y a lieu de signaler qu'en décembre 2005, 2 sociétés faisant appel public à l'épargne ont procédé, à des augmentations de capital par émission en numéraire, pour un montant de 12,2 millions de dinars sans passer par la procédure d'APE. Il s'agit pour la première société d'une augmentation réservée à des personnes dénommées dans le cadre de son plan de redressement et pour la seconde d'une émission destinée à une population d'actionnaires dont le nombre est inférieur à cent.

2- EVOLUTION DES ÉMISSIONS⁵

Les émissions par appel public à l'épargne en 2005 ont cumulé un montant de 188 millions de dinars, contre un montant de 204 millions de dinars en 2004, accusant, ainsi une baisse de 8%.

La part des émissions de titres de créances dans le volume des émissions est restée quasiment stable avec une quote part de 53% représentant un montant de 100 millions de dinars contre un montant de 111 millions de dinars en 2004.

Quant au volume des émissions de titres de capital, il a totalisé 88 millions de dinars contre 93 millions de dinars en 2004, enregistrant une régression de 5%.

Sur ce montant, la part en numéraires a atteint la même proportion qu'en 2004, soit 76% avec 67 millions de dinars contre 70 millions de dinars en 2004.

Notons que 52 millions de dinars ont servi à la consolidation des fonds propres d'une banque cotée et que les conversions de créances en actions ont concerné une société de la cote, pour un montant de 10,5 millions de dinars, dans le cadre de son plan de redressement.

		<i>en MD</i>				
		2001	2002	2003	2004	2005
Les titres de capital	en valeur	155	46	57	93	88
	en pourcentage	34%	16%	31%	46%	47%
dont :						
	Emission en numéraires	113	8	19	70	67
	Attribution gratuite et conversion des créances	42	38	38	23	21
Les titres de créances	en valeur	297	233	125	111	100
	en pourcentage	66%	84%	69%	54%	53%
TOTAL		452	279	182	204	188
		100%	100%	100%	100%	100%

⁴ Les capitaux réellement levés

⁵ Hors les émissions de l'état



2.1 - Les émissions de titres de capital

L'année 2005 a été marquée, à l'instar des deux années précédentes, par la prépondérance de la part des sociétés financières dans le montant global des émissions de titres de capital. La part revenant aux sociétés industrielles s'est limitée à 28,94% mais a, toutefois, plus que triplé par rapport à l'année dernière en passant de 5,6 MD en 2004 à 25,4MD en 2005.

Sur le plan de la ventilation des émissions de titres de capital entre cote et hors cote, on relève que les sociétés de la cote se sont taillées la part du lion du volume des émissions, soit 90% contre 98% une année auparavant, et la part des sociétés du hors cote s'est consolidée passant de 2% à 10%.

2.2 - Les émissions de titres de créance privées

Les émissions d'obligations privées faites par appel public à l'épargne ne cessent de régresser durant ces dernières années pour atteindre en 2005 leur niveau le plus bas, soit 100 millions de dinars, en baisse de 10% par rapport à 2004. Cette situation s'explique en partie par la sur-liquidité du système bancaire.

Sur le plan de la répartition sectorielle des émetteurs, l'année 2005 a été marquée par l'omniprésence du secteur financier dans les émissions obligataires. En effet, les 7 opérations réalisées au cours de cette année ont été initiées par des sociétés de leasing (80% du volume total) et une société de factoring. Il est à remarquer, pour la seconde année consécutive, l'absence d'émissions par les sociétés industrielles.

La part des sociétés cotées dans le volume des émissions a enregistré une régression assez prononcée par rapport à l'année précédente passant de 86% à 60%.

Il y a lieu de signaler, qu'en 2005, la formule consistant à offrir aux souscripteurs le choix entre deux taux de rémunération, fixe ou indexé au TMM, instituée par des sociétés cotées, s'est ancrée davantage et s'est étendue aux sociétés du hors cote. En effet, cette formule a concerné six des sept émissions obligataires réalisées en 2005. Seule, une société du hors cote a émis uniquement à taux fixe.

En 2004, cette formule avait concerné 5 émissions sur un total de 8 opérations.

Concernant les émissions où cette formule a été proposée et à l'instar des années précédentes, la part souscrite à taux fixe a été prépondérante avec 79 millions de dinars, soit 88% du total, contre 11 millions de dinars de souscriptions à taux variables.

Il semblerait que la préférence des investisseurs pour le taux fixe se justifie par leurs anticipations de nouvelles baisses de taux, sans compter que les taux fixes proposés sont déjà supérieurs aux taux variables.

En effet, les émissions d'obligations à taux fixes ont été proposées à des taux de 6,5% et 7% alors que les émissions à taux variables ont été initiées à des niveaux de TMM + 1,25% et TMM + 1,4% soit à des niveaux légèrement supérieurs aux taux des BTA de même maturité qui sont de l'ordre de 6%.

La durée moyenne des emprunts obligataires émis par les sociétés de leasing s'est élevée à 3,193 ans, contre 2,775 ans pour l'emprunt émis par la société de factoring. Il y a lieu de souligner, également que parmi les émissions des sociétés de leasing, les deux emprunts lancés au mois de juillet par la CIL (à taux variable de TMM+ 1,25%) et l'UTL (à taux fixe de 7%) possèdent la durée la plus longue soit 4,339 ans et 4,337 ans. Ceci s'explique par le fait que ces deux emprunts ont la durée initiale la plus longue, soit 7 ans, d'une part, et que l'amortissement annuel sera effectué après deux ans de franchise, d'autre part. De même, la sensibilité de ces emprunts est la plus élevée, soit près de 4%.

La structure des souscripteurs aux emprunts obligataires visés en 2005 a été marquée par l'absence des caisses de retraite et la consolidation de la part souscrite par les sociétés d'investissement et les « OPC ». En effet, les « OPC », à eux seuls ont souscrit 70,25% du total des émissions contre 66% du total en 2004.

Notons que l'appréciation de la part des « OPC » s'est faite au détriment de la part des sociétés d'assurances qui a régressé de 15% en 2004 à 10,5% en 2005.

La part des autres personnes morales a connu une progression moins marquée passant à 15% contre 13% en 2004. Cette progression provient de l'accroissement des souscriptions des banques qui ont atteint 14,7% du total souscrit contre 8% en 2004.

Etat des souscripteurs aux emprunts obligataires privés visés en 2005

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Compagnies d'assurances	11%	18%	12%	6%	12%	15%	10,5%
Caisses de retraite	9%	2%	10%	12%	0%	0%	0%
Stés d'Inv/ OPC	66%	72%	57%	64%	49%	68%	71,5%
Autres Personnes Morales	13%	7%	19%	14%	35%	13%	15%
Personnes Physiques	0%	1%	2%	3%	4%	4%	3%

En ce qui concerne la notation des emprunts émis, on constate que toutes les émissions des sociétés cotées effectuées en 2005 ont été assorties d'une notation, mais sur les trois émissions réalisées par les sociétés du hors cote, deux ont été lancées avec une garantie bancaire et la troisième a été assortie d'une notation.

Notation des emprunts obligataires

Notes attribuées	Nombre d'emprunts
A	1
BBB	4

Il y a lieu de souligner, à cet égard, que le CMF ne cesse d'inciter les sociétés et les banques à se faire noter, comme en témoigne la dernière modification intervenue au niveau du règlement du CMF relatif à l'APE qui dispense la banque garante d'un emprunt de la présentation, au sein du prospectus de ses propres activités et de ses propres états financiers si elle est notée

**2-3 Les émissions de titres de créance publics :**

En 2005, le volume global des émissions publiques a atteint 1 631,3 MD contre 2.596,8 MD en 2004, enregistrant un recul de 37,2%.

Cette baisse s'explique essentiellement par la conclusion par l'Etat d'un emprunt à long terme sur le marché international au cours du mois de juin pour un montant de 400 millions d'Euros d'une durée de 15 ans à un taux de 4,5%.

La répartition de ces émissions entre Bons du Trésor Assimilables -BTA- et Bons du Trésor à Court Terme -BTCT- montre la prépondérance des BTA qui ont représenté 70% du total des émissions, confirmant ainsi l'objectif poursuivi depuis quelques années qui est d'augmenter la durée de vie moyenne de la dette publique intérieure en Bons du Trésor à travers la concentration sur les émissions des BTA.

C'est ainsi que la durée de vie moyenne de la dette publique intérieure en Bons du Trésor s'est située à 5 ans et 2 mois au 31 décembre 2005 contre 4 ans et 11 mois au 31 décembre 2004 et 3 ans et 5 mois au 31 décembre 2003.

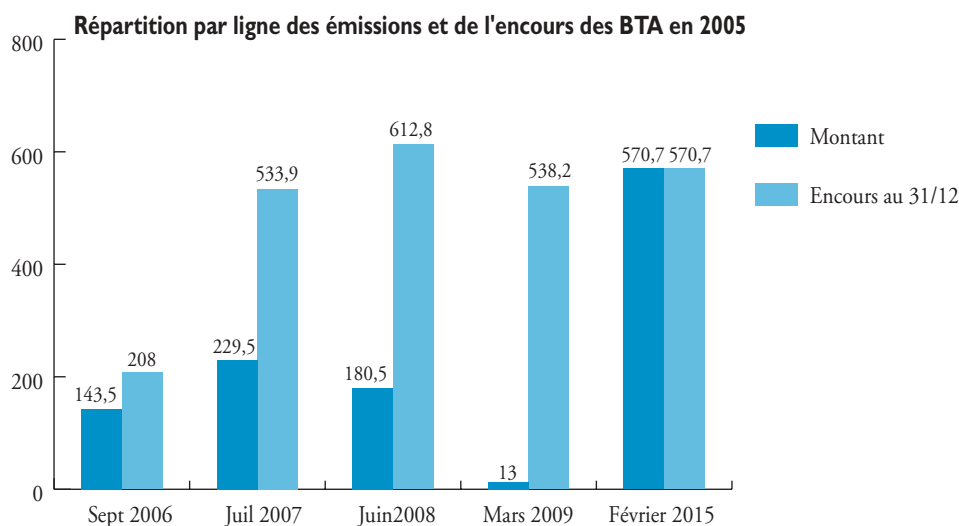
2-3-1 - Les Bons du Trésor Assimilables

En 2005, les émissions des BTA ont connu une baisse considérable en passant de 1.916,4 MD en 2004 à 1.136,9MD, enregistrant un recul de 40,6%. Cependant, l'encours des BTA a légèrement évolué en passant de 4.448,3 MD au 31 décembre 2004 à 4.776,1 MD au 31 décembre 2005, soit une hausse de 7,3%.

Répartition des émissions et de l'encours des BTA par maturité durant les cinq dernières années *en MD*

Année	2001		2002		2003		2004		2005	
	Montant en MD	Variation annuelle en%	Montant en MD	Variation annuelle en%	Montant en MD	Variation annuelle en%	Montant en MD	Variation annuelle en%	Montant en MD	Variation annuelle en%
Emission	629,8	-31,7%	754,2	19,8%	1038,4	37,7%	1916,4	84,6%	1136,9	-40,6%
Encours au 31/12	2248,1	38,9%	2554,9	13,6%	3378,9	32,3%	4448,3	31,6%	4776,1	7,3%

Les émissions des BTA ont été réalisées sur douze adjudications et ont concerné 5 lignes différentes dont une seule ligne créée en 2005 avec une maturité de 10 ans (la ligne 7% février 2015).

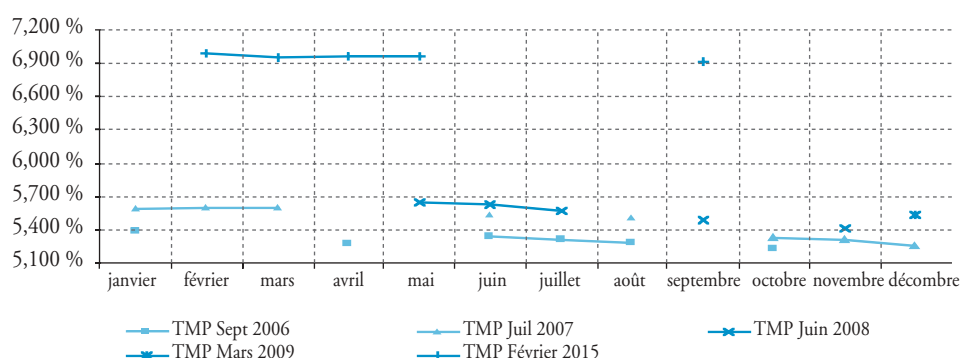


Concernant la répartition de ces émissions par maturité, il y a lieu de constater la part prépondérante des titres à plus longue échéance. En effet, la ligne BTA 10 ans a représenté à elle seule, plus que la moitié des émissions des BTA, le reliquat étant réparti entre les titres d'une maturité variant d'une année à 4 ans.

En ce qui concerne l'évolution des taux des émissions des BTA, l'année 2005 a été marquée par une tendance baissière à savoir :

- une baisse de 7 points de base au niveau du TMP des BTA à maturité 10 ans entre février et septembre. Ce taux est ainsi passé de 6,992% en Février à 6,924% en Septembre, date de la dernière adjudication de l'année pour cette ligne.
- une baisse du TMP des BTA à maturité de 3 ans de 24 points de base entre mai et novembre, passant de 5,653% à 5,416%.
- une baisse de 33 points de base au niveau du TMP des BTA à maturité 2 ans entre janvier et décembre, passant de 5,592% à 5,263%.

TMP par ligne des émissions des BTA en 2005



2.3.2 Les Bons du Trésor à Court Terme - BTCT- :

Les émissions des BTCT en 2005 ont enregistré une baisse par rapport à l'année 2004. Le montant mobilisé par l'Etat n'a pas dépassé 494,4 MD contre 680,4 MD en 2004 en régression de 27,3 %. L'encours des BTCT n'était plus que de 472,9 MD au 31 décembre 2005 contre 660,4MD à la fin de l'année 2004, enregistrant une baisse de 28,4%.

Ces émissions ont concerné essentiellement les BTCT 52 semaines qui ont représenté plus de 90% du montant total émis.

Les TMP des émissions des BTCT 52 semaines, durant l'année 2005, ont connu deux phases à savoir :

- une phase d'évolution baissière durant les trois premiers trimestres de l'année; le TMP est ainsi passé de 5,230% en janvier à 5,100% fin septembre. Cette tendance baissière au niveau des taux adjugés s'explique essentiellement par un niveau de demande croissante supérieur à celui de l'offre notamment à partir du second semestre de l'année ;
- suivie d'une phase de stabilité de taux au niveau de 5,1% durant tout le dernier trimestre de l'année.

Il est à signaler que le TMM est de 5%.



3. L'enrichissement de la cote de la bourse :

- La cote a enregistré 3 nouvelles introductions, mais également 2 radiations portant le nombre de sociétés cotées à 45 contre 44 en 2004 :
- Réforme du marché pour améliorer sa contribution au financement de l'économie ;
- Assouplissement des conditions d'admission mais intransigeance quant aux obligations de transparence et d'information.

Il ressort de l'analyse du tissu économique tunisien et des conditions d'accès à la bourse que la plupart des sociétés tunisiennes sont incapables de répondre aux critères d'éligibilité au marché tels que fixés par les textes en vigueur notamment le règlement général de la Bourse.

Pour permettre à un grand nombre d'entreprises de lever des capitaux sur le marché financier pour renforcer leurs fonds propres et assainir leurs structures financières, il a été procédé au cours de 2005 à la simplification et à l'assouplissement des conditions d'admission des sociétés à la cote de la bourse.

La simplification consiste dans l'abandon de la double notion de « premier marché » et « second marché », notions qui prêtaient à confusion et n'avaient aucun intérêt réel, en faveur d'un marché unique de titres de capital.

Quant aux assouplissements, ils consistent :

- à réduire le nombre d'actionnaires exigé pour l'introduction ;
- à ramener de 3 à 2 années l'antériorité de la société ;
- à supprimer les conditions de distribution de dividendes ;
- à limiter au minimum de 10% la diffusion du capital dans le public.

La notion de public a été revue dans le sens de permettre aux sociétés de se doter d'un noyau d'investisseurs institutionnels (OPC, banques, assurances, SICAR, SICAF...) considérés comme public tant qu'ils détiennent individuellement au plus 5% du capital de l'entité en question.

Quant aux bénéfices antérieurs, bien qu'ils soient intéressants dans la mesure où ils renseignent sur la santé de l'entreprise, plus important encore est son avenir. Deux cas de figure sont envisageables :

- Si l'entreprise envisage de s'introduire en bourse par la procédure ordinaire suite à une augmentation de capital dans le public, elle n'est pas tenue d'avoir enregistré des résultats bénéficiaires les années précédentes ;
- Si elle choisit une introduction par une autre procédure, le critère des bénéfices antérieurs reste obligatoire.

Simplification et assouplissement ne doivent, cependant, pas être envisagés au détriment de la transparence et des obligations d'information.

A ce titre, une introduction en bourse, n'est possible que si la société dispose d'états financiers certifiés, se rapportant aux deux derniers exercices.

Notons que 2005 a enregistré l'introduction de 3 nouvelles sociétés à la cote, mais également le retrait d'une société et la radiation d'une autre, portant ainsi le nombre total des sociétés cotées à 45 contre 44 en 2004.

En effet, au cours de cette année, la Générale Industrielle de Filtration -GIF FILTER-, l'Accumulateur Tunisien ASSAD et KARTHAGO AIRLINES ont été introduites à la cote de la bourse. Par contre, la Société Tunisienne de l'Industrie Laitière -STIL- a été radiée en janvier 2005 de la cote de la bourse en raison de l'absence d'informations financières la concernant, et la société Amen Lease a été retirée de la cote au mois de septembre 2005 suite à une opération d'offre publique de retrait, initiée par le groupe AMEN, déclarée recevable.

Il est à signaler qu'une quatrième opération d'introduction concernant les actions de la Société Immobilière Tuniso-Séoudienne -SITS- a débuté en décembre 2005 et s'est concrétisée en janvier 2006.

Pour les quatre opérations d'introduction initiées en 2005, deux sociétés ont eu recours à la procédure d'offre publique de vente et les deux autres ont fait appel à une nouvelle formule : offre publique de vente concomitante à une augmentation de capital par voie de souscription publique. Les intéressés ont, ainsi, souscrit des quotités d'actions composées d'actions anciennes à acheter et d'actions nouvelles à souscrire en numéraires.

Sur le plan du marché obligataire, il a été enregistré, au cours de l'année 2005, l'introduction de dix emprunts obligataires contre huit en 2004. Ces emprunts introduits ont été émis en 2005, hormis un seul émis en 2004. Ils ont été réalisés par des sociétés de leasing à l'exception d'une seule émission initiée par une société de factoring.

II - LA DEMANDE

Le développement du marché financier est tributaire du développement d'une demande stable et institutionnalisée. Cette dernière sera générée par la création de nouveaux fonds (1) et par la poursuite du dynamisme des anciens OPCVM (2).

Des garanties doivent être offertes aux investisseurs pour plus d'allocation d'Actifs sur les marchés d'Actions

I. Création de nouveaux Fonds :

La gestion de portefeuille pour compte de tiers devrait être de plus en plus canalisée vers des Fonds Communs de Placement qui présenteraient, de par leur structure, un niveau de risque plus ou moins élevé adapté aux choix de placement sollicités par les épargnants.

La sécurisation des placements pour la remise en confiance des investisseurs, peut être réalisée grâce aux Fonds Communs de Placement à Capital Garanti ou Protégé qui garantissent, à l'échéance, le capital souscrit auquel s'ajoute une rentabilité qui pourrait être fixée à l'avance, ce qui est de nature à rassurer l'épargnant, étant donné que la garantie est incluse dans la structure même du fonds.

L'objectif visé est de créer une véritable industrie de Fonds Communs de Placement, gage de développement futur d'une épargne longue et institutionnelle, permettant de réguler le marché financier et de le rendre plus efficient.



Dans son discours à l'occasion du 18ème anniversaire du changement, Monsieur le Président de la République a annoncé la création du premier Fonds Commun de Placement garanti.

Il s'agit d'un fonds de 40 MD, d'une durée de dix ans garantissant le capital souscrit et une rentabilité minimale de 2,5%. Initié par PROPARCO, filiale de l'Agence Française de Développement (AFD), ce fonds sera souscrit à hauteur de 25 MD par la CNSS et à hauteur de 15 MD par les différentes Compagnies d'Assurances. Il verra le jour en 2006.

La construction de ce fonds, repose sur une nouvelle catégorie de Bons de Trésor « Zéro Coupon » permettant de garantir le capital souscrit à l'échéance, avec le bénéfice pour l'investisseur, de l'ensemble des rendements générés par la partie investie en actions.

2. La poursuite du dynamisme des OPCVM

Au cours de l'année 2005, le secteur de la gestion collective a poursuivi son évolution positive bénéficiant du professionnalisme accru des gestionnaires.

L'accroissement des actifs nets sous gestion de l'ensemble des OPCVM a bénéficié d'un effet prix en ce qui concerne les SICAV ACTIONS et de l'augmentation de la collecte de capitaux.

- Le total des Actifs gérés a atteint 2.357 MD au 31 décembre 2005, contre 1.998 MD au 31 décembre 2004, enregistrant une hausse de 18% ;

- Les capitaux collectés ont atteint 344,8 MD au 31 décembre 2005, contre 305,7 MD au 31 décembre 2004, soit une hausse de 12,8% ;

- Le nombre des actionnaires a atteint 33.270 actionnaires au 31 décembre 2005, contre 29.755 au 31 décembre 2004, soit une hausse de 12% ;

- Le rendement des SICAV OBLIGATAIRES a atteint 4,28% au 31 décembre 2005 contre 4,45% l'année précédente, et ce en raison de la poursuite de la baisse des taux d'intérêts engendrée par la liquidité de l'économie.

- Les SICAV Mixtes ont réalisé un taux de rendement de 5,72% très inférieur au taux de croissance du Tunindex et ce en raison de leur faible engagement sur le marché des Actions.

2.1 - L'augmentation du nombre des OPCVM :

2.1.1 Les agréments accordés à la création en 2005 :

Dix agréments ont été accordés durant l'année 2005 pour la constitution de dix OPCVM se répartissant en 6 OPCVM mixtes et 4 OPCVM obligataires.

Par ailleurs, le CMF a accordé son agrément à deux nouvelles sociétés de gestion : une société de gestion d'OPCVM et une société de gestion de FCC, faisant passer à 6 le nombre de sociétés de gestion en activité dont 4 gèrent des OPCVM et 2 des Fonds Communs de Créances.

2.1.2 L'entrée en activité des OPCVM en 2005 :

L'année 2005 a vu l'entrée en activité de 4 nouveaux OPCVM dont une SICAV obligataire et trois Fonds Communs de Placement Mixtes.

Le nombre d'OPCVM en activité a ainsi atteint 38 OPCVM se répartissant en 18 OPCVM obligataires et 20 OPCVM mixtes.

2.2 - L'évolution de l'actif net :

L'année 2005 a été marquée, toutes catégories confondues, par une augmentation des encours gérés.

Le secteur de la gestion collective a continué sa croissance ininterrompue, l'encours des OPCVM ayant augmenté de 18% en passant de 1.998 MD à 2.357 MD.

La tendance haussière de l'actif net est due, en partie, à un effet prix résultant de l'évolution positive des marchés actions mais aussi du fait d'une augmentation sensible de la collecte des SICAV Obligataires qui traduit l'intérêt des investisseurs pour les produits obligataires à caractère défensif.

2.3 - L'évolution des emplois

Représentant 60% de l'actif net, la part des obligations prédomine sur les autres placements. Ceci est dû au volume des actifs gérés par les OPCVM obligataires qui représente 93,45% du total des Actifs gérés et à la prépondérance de l'allocation d'actifs des SICAV Mixtes en produits obligataires.

La part des titres de l'Etat demeure importante dans le portefeuille des OPCVM atteignant la proportion de 40% au 31 décembre.

Cet investissement important dans les Bons du Trésor vient pallier le manque de papier obligataire privé, mais reflète également un certain attrait pour les BTA qui forment la majorité des émissions de l'Etat et dont le développement a permis le rallongement de la maturité de la dette de l'Etat.

La participation des OPCVM à la souscription des emprunts privés demeure de première importance. Elle a porté sur un montant de 45,77 MD, représentant 67,81% de l'ensemble des fonds collectés par les sociétés à travers les emprunts obligataires émis sur le marché.

72 % de l'encours des emprunts des sociétés au 31 décembre 2005 sont détenus par les OPCVM.



LE CMF ET LE MARCHÉ

Par ailleurs, la part des actions et valeurs assimilées dans le portefeuille des OPCVM reste négligeable en raison de la persistance d'une appréhension à l'égard des titres de capital. En effet, la part des actions cotées ne représente que 1,4% de l'actif net des OPCVM de la place.

III - LE CMF ET LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE :

Pour asseoir la confiance, garantir la protection des intérêts des épargnants, le bon fonctionnement et l'intégrité du marché financier, le CMF veille à assurer aux intervenants une égalité de traitement et d'accès à l'information. Une concertation avec les différents opérateurs, émetteurs, gestionnaires, Intermédiaires en Bourse et Dépositaires a été rétablie et un contrôle continu est exercé pour protéger l'épargne publique.

La protection de l'épargne se traduit aussi par la modernisation et l'adaptation du cadre juridique dans lequel opèrent les acteurs du marché.

Une révision de la réglementation régissant le marché financier s'est avérée, au fil des années, de plus en plus nécessaire étant donné que l'évolution du marché financier et sa capacité à attirer de nouveaux capitaux nationaux ou étrangers et de les fidéliser, dépendent étroitement de la transparence et de la qualité de l'information publiée, ainsi que du degré de mise en place des règles de bonne gouvernance.

L'année 2005 a été une année particulièrement féconde au niveau du renforcement du dispositif légal du marché financier et du contrôle exercé sur les différents opérateurs du marché à l'occasion des opérations effectuées.

I. LE CMF ET LES OPERATEURS : LA CONCERTATION

Le CMF est intervenu auprès des Emetteurs, des Gestionnaires, des Dépositaires et des Intermédiaires en Bourse pour une meilleure transparence du marché et une protection accrue des Investisseurs.

I.1 Le CMF et les émetteurs :

L'efficacité du marché financier repose sur la **qualité de l'information** diffusée qui s'apprécie à la fois en fonction de la célérité de sa diffusion, de la fiabilité, de la pertinence et de l'intégrité de son contenu, ainsi que des modalités de sa mise à la disposition des investisseurs de manière à respecter le **principe de leur égalité d'accès** à ladite information.

Une information financière de qualité, accessible à tous dans les mêmes conditions, constitue la meilleure garantie de la transparence du marché, élément essentiel pour une bonne appréciation des performances des sociétés sur laquelle se basent les décisions d'investissement.

C'est dans cet objectif, au cours de l'année 2005, que le CMF a continué ses efforts dans le sens du renforcement de la transparence des opérations financières en exigeant des émetteurs, une information de meilleure qualité, plus exhaustive et plus intelligible. A titre d'illustration, il a demandé à une société désireuse de s'introduire en bourse d'appuyer sa demande de visa par des états financiers audités par un second expert comptable indépendant.

Sur le plan des visas, le nombre de visas accordés par le CMF en 2005 a enregistré un accroissement de 21% passant de 14 visas en 2004 à 17 visas en 2005 répartis comme suit :

- Introduction en bourse : 4
- Augmentation de capital : 2
- Emission d'emprunts obligataires : 7
- Opérations réservées aux salariés : 4.

Par ailleurs, l'année 2005 a été marquée par l'enregistrement de deux documents de référence établis par deux sociétés de leasing, une société cotée, émetteur récurrent sur le marché et une société du hors cote.

La société cotée, pionnière en la matière, a cherché par cette pratique à bénéficier des avantages découlant de l'élaboration du document de référence, notamment la simplification de la procédure et du délai d'obtention du visa ainsi que la souplesse de gestion de son programme d'émission à travers l'élaboration d'une note d'opération succincte à l'occasion de chaque émission.

Quant à la société du hors cote, son objectif était d'actualiser à travers son document de référence les informations financières publiées dans le prospectus d'une émission nouvelle récemment clôturée et qui devaient être portées à la connaissance des souscripteurs.

Ces deux documents de référence ont été mis en ligne sur le site Web du CMF à l'instar des prospectus visés en 2005 afin de permettre à tout intéressé une consultation aisée et accessible.

Pour permettre aux sociétés de bénéficier davantage de toute la souplesse offerte par le document de référence, le CMF a veillé à ce qu'il soit régulièrement actualisé par les informations périodiques, permanentes et/ou occasionnelles. Ainsi lors de l'émission, l'émetteur n'aura à produire qu'une note d'opération très succincte reproduisant uniquement les caractéristiques de l'émission.

Le CMF a, également, mis en place un guide opératoire expliquant et détaillant le schéma du prospectus prévu au niveau du règlement du CMF relatif à l'APE, et ce, afin de permettre aux émetteurs de disposer d'un référentiel clair et actualisé pour la confection du prospectus.

1.2 Le CMF et les Gestionnaires : Vigilance et qualité de service

La protection des investisseurs est essentielle dans la régulation de la gestion collective puisque la capacité d'offrir des produits et des services de gestion contrôlés et transparents constitue une condition nécessaire au développement de ce secteur.

Au cours de l'année 2005, le CMF a imposé plus de rigueur en effectuant des inspections dans le but de rétablir la stricte observation des règles et des principes éthiques sans lesquels, un marché ne peut fonctionner normalement.

Il poursuivra dans cette voie, en déployant des moyens de contrôle et d'investigation de manière à identifier, dans les meilleurs délais possibles, les comportements contraires aux règles et à la morale du marché.



Le CMF entend, par la fermeté d'une action conduite avec la continuité et la sérénité nécessaires à sa crédibilité, contribuer ainsi [au retour de la confiance du public dans le bon fonctionnement du marché](#).

1.2.1 - Le contrôle des OPCVM

Le CMF est chargé de veiller au respect par les OPCVM des dispositions légales et réglementaires régissant leur activité.

Pour cela, le CMF procède à un certain nombre de contrôles sur pièces et sur place.

1.2.1.1 - Les Contrôle et suivi sur pièces des OPCVM

Le contrôle continu des OPCVM concerne tant la vérification des délais de dépôt des états financiers trimestriels, que le respect des ratios prudentiels relatifs à la composition du portefeuille, division des risques et composition de l'actif ainsi que le suivi de la régularisation des anomalies constatées.

Pour ce qui est des délais de dépôt, un certain nombre d'OPCVM ne respectent pas encore le délai de transmission au CMF de la situation de leurs actifs.

Les dépassements enregistrés sont de l'ordre de 7 jours contre 11 jours en 2004.

Pour ce qui est du respect des ratios prudentiels, la majorité des dépassements de ratios découle du cumul de positions sur un même émetteur ainsi que la détention de plus de 10% de l'encours d'emprunts obligataires émis par un même émetteur.

La faiblesse de la liquidité du marché secondaire obligataire n'a pas permis à certains OPCVM de régulariser leur situation dans les conditions qui préservent leurs intérêts. De plus, les dépassements concernent des emprunts souvent garantis et à taux de rémunération élevé ce qui de fait minimise les risques encourus.

Les dépassements enregistrés sont, de manière générale, de faible ampleur.

1.2.1.2 - Les contrôles sur place

Les OPCVM, les dépositaires, les gestionnaires, leurs dirigeants et le personnel placé sous leur autorité sont soumis au contrôle du CMF.

Ce contrôle vise à s'assurer de la conformité de l'activité de ces organismes aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Le CMF veille au respect de la réglementation par les organismes relevant de sa compétence, évalue l'efficacité de l'organisation et des moyens qu'ils mettent en œuvre et vérifie la bonne compréhension de la réglementation.

Il s'assure du respect par les gestionnaires et les dépositaires de leurs obligations professionnelles et vérifie les conditions d'exercice de leurs activités au regard de l'agrément qui leur a été délivré.

Ces vérifications visent également le contrôle de l'organisation et les procédures de gestion, notamment les moyens humains et matériels, les conflits d'intérêts et les incompatibilités de fonctions.

Suite aux contrôles sur place, le CMF adresse une lettre d'observation faisant part des anomalies relevées au cours des contrôles et demande aux parties de régulariser leur situation.

1.2.2 - Le bilan du contrôle des gestionnaires

Le code des OPC promulgué par la loi 2001-83 du 24 juillet 2001 et le règlement du CMF relatif aux OPCVM indiquent que les gestionnaires doivent agir au bénéfice exclusif des souscripteurs. Ils doivent présenter les garanties suffisantes, en ce qui concerne l'organisation, les moyens techniques et financiers, la compétence et l'honorabilité de leurs dirigeants et du personnel placé sous leur autorité. Ils doivent prendre toutes les dispositions de nature à assurer la sécurité de la réalisation des opérations.

Le gestionnaire doit exercer ses fonctions avec la diligence d'un entrepreneur avisé et d'un mandataire loyal.

Il doit agir de façon indépendante. Il doit présenter des garanties suffisantes en ce qui concerne son organisation, ses moyens techniques et humains, l'honorabilité et l'expérience professionnelle de ses dirigeants.

L'organisation du gestionnaire doit lui permettre d'exercer ses activités avec loyauté, diligence, neutralité et impartialité au bénéfice exclusif des porteurs de parts ou des actionnaires, dans le respect de l'intégrité et de la transparence du marché.

Il est tenu de mettre en place les moyens et procédures permettant de contrôler ses activités ainsi qu'adopter une organisation réduisant les risques de conflits d'intérêts.

Afin de s'assurer du respect de l'ensemble des règles régissant le domaine de la gestion d'OPCVM, le CMF a effectué des inspections sur place auprès de tous les OPCVM et leurs gestionnaires.

Ce contrôle a porté sur 34 OPCVM et 17 gestionnaires.

Au cours des inspections de routine durant l'année 2005, le CMF a effectué des contrôles portant sur les moyens adoptés, l'organisation et les procédures des gestionnaires, leurs diligences en matière de gestion de portefeuille et en matière de gestion des souscriptions et rachats.

Suite à ces inspections, le CMF a détecté les insuffisances suivantes :



1.2.2.1 En matière de moyens adoptés, d'organisation et des procédures des gestionnaires :

Les irrégularités relatives aux moyens adoptés, à l'organisation et aux procédures des gestionnaires ont concerné :

- L'absence de contrôle de l'activité de gestion collective
- Le cumul des tâches incompatibles
- L'absence ou le retard dans la tenue des livres légaux
- L'inexistence de comité de gestion ou de PV de comités
- L'absence d'un logiciel de gestion d'OPCVM
- L'absence d'un chemin de révision

1.2.2.2 En matière de gestion de l'actif :

Les irrégularités relatives à la gestion de l'actif ont concerné :

- Le non établissement ou le retard dans l'établissement des états de rapprochement ;
- La non régularisation de montants portant sur des opérations antérieures ;
- Le non respect des ratios ;
- La détention de titres hors cote ;
- Des erreurs de comptabilisation ;
- L'existence d'actions au porteur ;
- Le lissage BTA sur la dernière année de détention du titre ;
- Le non règlement de la TCL.

1.2.2.3 En matière de gestion des souscriptions et des rachats

Les irrégularités relatives à la gestion des souscriptions et des rachats ont concerné :

- L'existence de bulletins de souscriptions et rachats ne comportant pas toutes les mentions obligatoires pour leur bonne exécution ;
- L'existence de bulletins de souscriptions et de rachats portant l'entête du promoteur ;
- La comptabilisation des opérations de souscription et de rachat sur la base d'un tableau récapitulatif élaboré par le gestionnaire ;
- Le non respect du principe d'égalité entre les actionnaires en matière de règlement des rachats ;
- Le manque de procédures de contrôle et de vérification au niveau des circuits de distribution.

1.2.2.4 En matière de dépôt des fonds

Les irrégularités ont concerné un dépôt d'actifs auprès de deux organismes : le gestionnaire et le dépositaire.

En conclusion, les inspections effectuées ont permis de constater que les problèmes relevés au cours des missions de contrôle naissent souvent de l'inadaptation des moyens de contrôle du gestionnaire à son activité. En effet, la gestion des OPCVM n'est pas dans la plupart des cas soumise à une procédure de contrôle.

Pour ce qui est du respect des obligations relatives aux relations avec le marché, la piste d'audit est perfectible, aussi bien en termes de documentation des ordres que de celui des exécutions.

La « Muraille de Chine » entre les activités de gestion et de comptabilité ainsi que l'analyse financière n'étaient pas toujours mises en œuvre par l'adoption d'une organisation et des procédures appropriées. Cette situation est susceptible d'engendrer des conflits d'intérêts pour certains OPCVM.

1.3 Le CMF et les Dépositaires : Contrôle et suivi

Le code des OPC promulgué par la loi 2001-83 du 24 juillet 2001 et le règlement du CMF relatif aux OPCVM indiquent que le dépositaire a son siège social en Tunisie, conserve les actifs des OPCVM et s'assure de la conformité des décisions prises par les responsables de l'OPCVM ou du gestionnaire aux lois et règlements en vigueur et aux statuts ou au règlement intérieur de l'organisme.

En outre, lesdites dispositions confirment la solidarité du dépositaire et du gestionnaire à l'égard des porteurs de parts d'OPCVM en opérant une distinction selon que celui-ci est chargé de la conservation des actifs d'une SICAV ou d'un fonds commun de placement. Dans ce dernier cas, le dépositaire et la société de gestion qui sont tous deux à l'initiative de la création du fonds et participent à l'établissement de son règlement intérieur, peuvent être déclarés solidairement responsables, notamment en cas de violation des dispositions de ce règlement.

1.3.1 Organisation et fonctions du dépositaire, sont prévues par les dispositions du règlement du CMF relatif aux OPCVM.

Ce règlement définit les [deux fonctions majeures du dépositaire d'OPCVM qui sont la conservation des actifs et le contrôle de la régularité des décisions de l'OPCVM](#). Par ailleurs, il précise les autres domaines d'intervention du dépositaire dans le fonctionnement des FCP et des SICAV, comme la gestion du passif pour le compte de l'OPCVM.

En termes d'organisation, les procédures et les moyens de contrôle doivent être formalisés et un dispositif de réaction aux anomalies mis en œuvre.

Le contrôle des dépositaires a été effectué dans un premier temps à partir du plan de contrôle annuel que les dépositaires d'OPCVM doivent établir et tenir à la disposition du CMF.

Il s'agissait de l'évaluation de la qualité de ces documents par rapport aux textes de référence à savoir le code des OPC et le règlement du CMF relatif aux OPCVM.

Dans un deuxième temps, le CMF a effectué des inspections sur place qui ont permis d'évaluer les conditions d'exercice du métier de dépositaire. Le CMF a ainsi effectué en 2005 le contrôle de tous les dépositaires en exercice de la place.



1.3.2. Analyse des plans de contrôle annuels des dépositaires d'OPCVM :

Le CMF ne dispose que de 8 plans de contrôle annuels ; deux dépositaires n'ayant pas remis au CMF ledit document.

Les principales insuffisances relevées sont :

- l'absence d'organigramme ;
- l'absence d'information sur le contrôle du passif de l'OPCVM ;
- la non-exhaustivité des contrôles des ratios réglementaires ;
- l'absence d'informations sur le dispositif de réaction en cas d'anomalie ;
- l'absence d'information sur les moyens humains et informatiques.

Au cours des inspections de routine effectuées durant l'année 2005, le CMF a procédé à des contrôles portant sur les obligations légales et réglementaires des dépositaires afin de déterminer les points peu développés dans le plan de contrôle annuel.

Il s'agit de contrôler les moyens humains et informatiques, l'organisation du service dépositaire, les sources de données utilisées pour les contrôles.

Les anomalies relevées concernent l'absence d'information sur la périodicité du contrôle de la valeur liquidative et des ratios, l'absence d'une description détaillée des procédures de contrôle, des relations avec le gestionnaire et/ou comptable de l'OPCVM et le dispositif interne de réaction aux anomalies.

1.4. Le CMF et les Intermédiaires en bourse : Contrôle de qualité et assistance continue

La situation financière des intermédiaires en bourse au cours de l'année 2005 s'est caractérisée par une amélioration du niveau de leurs capitaux propres (avant affectation) qui ont atteint environ 54 MD.

Dix intermédiaires ont enregistré des résultats bénéficiaires totalisant 6,79 MD.

Notons cependant que deux intermédiaires en bourse ont un niveau de fonds propres inférieur à 50% de leur capital et qu'ils sont invités à régulariser leur situation au regard du code des sociétés.

Cinq autres intermédiaires affichent un niveau de fonds propres inférieur au capital minimum exigé soit 1 MD. Mais la reprise du marché qui se confirme en 2006 leur permettra certainement de couvrir leur pertes antérieures par les résultats de 2006.

Durant l'année 2005, le CMF s'est fixé comme objectif la mise à niveau matérielle et immatérielle des intermédiaires en bourse, en vue de garantir la primauté des intérêts de leur clientèle.

A cette fin, le CMF a effectué les missions de contrôle et d'assistance aux intermédiaires de la place.

Il a veillé à la [réactivation de l'Institut de Formation de la Bourse de Tunis](#) qui a pu assurer des cycles de formation continue aux agents relevant des sociétés d'intermédiation en bourse.

Le texte concernant le [Pacte d'Honneur](#) a été adopté et sa mise en place devra suivre dès la sensibilisation de l'ensemble des agents sur son contenu.

[En matière de contrôle des intervenants sur le marché](#), le CMF planifie annuellement des visites de contrôle auprès des Intermédiaires en bourse de la place.

Ces inspections ont pour objet de s'assurer de l'existence des moyens humains et techniques requis et du respect des règles d'organisation et de contrôle interne et notamment que :

- L'intermédiaire en bourse dispose de procédures claires encadrant les achats de son personnel et garantissant la primauté des intérêts de la clientèle ;
- Les dossiers relatifs aux comptes clients sont mis à jour et comportent des copies des pièces d'identité de leurs titulaires, et ce conformément aux dispositions de la décision générale du CMF n°5 du 24 avril 2000 ;
- Les gestionnaires de portefeuille ne passent pas leurs ordres directement au négociateur lors de la séance de bourse sans passer par le centralisateur ; ce qui est contraire au principe d'égalité entre les clients ;
- Les analyses financières effectuées par l'intermédiaire en bourse sont consignées dans des notes écrites portant la date de leurs éditions, ainsi que le nom et la signature de leurs auteurs ;
- Le manuel de procédures de l'intermédiaire en bourse est adapté au nombre du personnel, et est mis en application par la distribution d'une copie à tout le personnel précisant à chacun les fonctions et les procédures qui le concernent, et ce conformément aux dispositions de l'article 58 de la loi 94-117 du 14 novembre 1994 et de l'article 77 du statut des intermédiaires en bourse ;
- Le gestionnaire de portefeuilles individuels dispose d'une procédure écrite définissant clairement l'affectation des ordres globalisés initiés dans le cadre de la gestion du portefeuille.

Au cours de l'année 2005, [des visites de contrôle](#) ont été menées par les inspecteurs du CMF auprès des intermédiaires en bourse et ce, conformément au programme préétabli. Pour mener à bien ce contrôle, un guide a été élaboré portant sur la vérification de l'existence des moyens humains et matériels nécessaires pour l'exercice des activités agréées ainsi que les règles d'organisation et de contrôle interne.

Les inspections effectuées ont permis de relever des insuffisances quant à l'organisation des sociétés de bourse, le fonctionnement de certains services, et l'incompatibilité de certaines fonctions.

Le CMF a pris toutes les dispositions pour alerter ces sociétés sur les irrégularités relevées en leur signifiant la nécessité de les corriger pour se conformer à la réglementation en vigueur.



Pour ce qui est du pacte d'honneur, le CMF a procédé à l'approbation du projet qui lui a été soumis par l'AIB. Ce pacte prévu par l'article 73 du statut des intermédiaires en bourse, comprend les principes déontologiques fondamentaux applicables aux intermédiaires en bourse et aux personnes placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte.

Le pacte est entré en vigueur le 2 janvier 2006. Il prévoit que l'intermédiaire en bourse et ses employés attestent par écrit qu'ils ont reçu et lu toutes ses dispositions et s'engagent à les respecter. Il prévoit en outre que cet engagement doit être confirmé annuellement.

Par ailleurs, le CMF fidèle à sa politique de soutien au développement de la profession d'intermédiation boursière, et dans le but d'assurer la formation continue des agents relevant des différentes structures des intermédiaires en bourse pour la mise à niveau de la place de Tunis, a mis **un local à la disposition de l'Institut de Formation de la Bourse de Tunis** qui a assuré en 2005 une formation adéquate des responsables de contrôle employés par les intermédiaires en bourse. D'autres cycles de formation destinés aux négociateurs ainsi qu'aux conseillers en matière d'investissement en portefeuille et aux analystes financiers sont programmés.

1.5 Le CMF et les SVT

A la fin de l'année 2005, le marché des valeurs du Trésor compte la présence de quatorze intervenants répartis entre deux intermédiaires en bourse Spécialistes en Valeurs du Trésor – SVT- et douze établissements bancaires contre quinze intervenants en 2004. En effet, au cours de l'année 2005, un intermédiaire en bourse a abandonné l'activité SVT.

A l'instar des années précédentes, on constate une concentration des titres entre les mains de quelques établissements, notamment au niveau des émissions des BTCT où deux intervenants ont accaparé 74% du montant émis.

Pour mettre fin à cette situation, un projet de nouveau cahier des charges unique des SVT applicable tant aux intermédiaires en bourse qu'aux banques intervenantes a été élaboré par une commission constituée sous l'égide du ministère des finances pour mettre en place un cadre réglementaire plus souple qui permettra entre autres de créer de nouveaux produits (tels que les BTA zéro coupon) et d'empêcher certains intervenants d'avoir le monopole sur le marché primaire.

1.6 Le CMF et les SICAR

Au 31 décembre 2005, le nombre de SICAR en activité a atteint 38 sociétés.

A la même date, le capital souscrit de ces 38 SICAR a atteint 274 MD contre 278 MD une année auparavant.

Les approbations des SICAR

Les approbations de prises de participation cumulées ont enregistré une hausse de 12,81% passant de 480 MD au 31 décembre 2004 à 542 MD au 31 décembre 2005. Ces approbations ont concerné 1 526 projets contre 1 360 projets une année auparavant, réalisant ainsi une évolution de l'ordre de 12,21%.

Parmi ces projets, 680 sont implantés dans les zones de développement régional et ont bénéficié d'une enveloppe de 149 MD.

L'année 2005 a enregistré l'approbation de 166 projets dont 115 au titre des zones de développement régional. La répartition sectorielle des approbations révèle la prédominance du secteur industriel puisque 53% des approbations ont concerné ce secteur pour une enveloppe de 289 MD et 805 projets. Parmi ces projets, 412 sont implantés dans des zones de développement régional pour un montant de 96 MD.

Concernant les projets relatifs aux nouveaux promoteurs et à l'innovation technologique, le nombre de nouveaux projets approuvés a atteint 46 projets pour une enveloppe de 2 MD.

Les décaissements des SICAR

Au 31 décembre 2005, les décaissements réalisés par les SICAR se sont élevés à 426 MD contre 380 MD au 31 décembre 2004 enregistrant une hausse de 12,15%. Ces décaissements représentent 78,6% du montant des approbations contre 79,11% l'année 2004.

Les SICAR ont concrétisé leurs participations dans 1 076 projets, soit 70,5% des projets approuvés, contre 980 projets au 31 décembre 2004 et 72% des projets approuvés une année auparavant.

Le montant des décaissements réalisés au profit des projets implantés dans les zones de développement régional ont augmenté de 17,07% par rapport à 2004. Ils ont atteint 99 MD contre 85 MD l'année précédente.

Le montant cumulé des décaissements réalisés au profit des nouveaux promoteurs est passé de 52 MD au 31 décembre 2004 à 55 MD au 31 décembre 2005, soit une hausse de 4,21%.

Le montant cumulé des décaissements réalisés au profit des projets relatifs à la restructuration, la mise à niveau et la privatisation est passé de 157 MD au 31 décembre 2004 à 162 MD au 31 décembre 2005, soit une hausse de 2,99%.

Par ailleurs, au 31 décembre 2005, 15 projets relatifs aux nouveaux promoteurs et à l'innovation technologique ont bénéficié de décaissements pour une enveloppe de 2 MD.

Les décaissements ont concerné essentiellement le secteur industriel pour un montant cumulé de 223 MD dont 59 MD concernent les zones de développement régional.

2. LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE À L'OCCASION DES OPÉRATIONS FINANCIÈRES

Le CMF a poursuivi son action pour l'amélioration de la qualité de l'information publiée que ce soit à l'occasion d'opérations particulières, ou d'événements sociaux périodiques ou exceptionnels susceptibles d'avoir une incidence significative sur la valeur des titres. Le contrôle de l'information permanente révèle l'instauration d'une culture de transparence en progrès (1) à l'occasion des différentes opérations effectuées sur le marché (2). Ce progrès se consolidera par la nouvelle réglementation qui a apporté des améliorations tangibles (3).



2.1 L'information permanente ; une culture de la transparence en progrès...

Force est de constater l'ancrage de plus en plus profond de la culture de la transparence dans l'esprit d'une grande partie des dirigeants des sociétés faisant appel public à l'épargne- surtout celles admises à la cote dont la plupart, ont pris conscience de leur responsabilité à l'égard du marché.

L'année 2005 a enregistré un accroissement de 46,7% par rapport à l'année précédente en termes de nombre de communiqués de presse publiés, dont la diffusion de plus de la moitié a été faite spontanément, preuve de l'évolution progressive du degré d'initiative de la part des sociétés.

Par ailleurs, la tradition d'organisation périodique de communications financières par les dirigeants des sociétés admises à la cote s'est, également, poursuivie.

Soucieux de garantir l'égalité de traitement des actionnaires au regard de l'information, le CMF a, dans certains cas, usé du pouvoir que lui confère la réglementation, en exigeant des émetteurs des mises au point vis-à-vis du marché ou en demandant la suspension de la cotation de leurs valeurs dans l'attente de publication de faits importants se rapportant à leur activité.

Le CMF a, par ailleurs, poursuivi au cours de l'année 2005 la publication de communiqués sur son bulletin officiel en vue d'informer le public de certaines affaires portées devant la justice et d'autres se rapportant à des décisions prises, soit dans le cadre de l'exercice de ses fonctions, soit par son Collège.

Par ailleurs, l'apport de l'agence de notation dans le renforcement de la transparence s'est consolidé et ce, à travers la publication de 29 communiqués de presse portant sur des attributions initiales de notes, de modifications, mises sous surveillance ou retraits de notes déjà attribuées et à des commentaires sur des résultats enregistrés ou sur des opérations financières réalisées.

Dans l'objectif de garantir une meilleure transparence de l'information, le législateur, dans le cadre de la promulgation de la loi relative au renforcement de la sécurité des relations financières, a engagé la responsabilité des commissaires aux comptes des sociétés faisant appel à l'épargne publique en matière de diffusion de l'information permanente, en mettant à leur charge l'obligation de signaler immédiatement au CMF tout fait de nature à mettre en péril les intérêts de ces sociétés ou des porteurs de leurs titres.

2.2 – Contrôles effectués à l'occasion des différentes opérations financières

• *A l'occasion des acquisitions de blocs de contrôle :*

Courant 2005, la Banque de Tunisie agissant de concert avec le Groupe des Assurances du Crédit Mutuel a acquis 38,08% du capital de l'ASTREE cédés par les Assurances Générales de France qui se sont à cette occasion dessaisies de la totalité de leur participation s'élevant à 42,08% .

A la suite de la réalisation de cette opération et d'autres acquisitions en bourse, la participation totale du groupe Banque de Tunisie agissant de concert avec le Groupe des Assurances du Crédit Mutuel a atteint le niveau de 79,66% du capital de l'ASTREE. En conséquence, et en vue de permettre aux actionnaires de s'exprimer sur la possibilité de continuer à cohabiter avec les nouveaux actionnaires de référence, le Conseil du Marché Financier a décidé de soumettre la Banque de Tunisie à une procédure de maintien de cours sur le reste des actions composant le capital de l'ASTREE appartenant aux actionnaires, personnes physiques et morales, qui possèdent individuellement au plus 5% du capital de ladite société et ce, en application de la réglementation en vigueur .

Cette opération de maintien de cours a été réalisée au cours de 24,400 dinars pendant 15 séances de bourse allant du lundi 7 mars 2005 au lundi 28 mars 2005 inclus.

Concernant l'acquisition par « ANDALUMAGHREB » d'un bloc de 53,54% du capital de la Banque du Sud, le CMF n'a pas soumis cette société au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique d'achat, ni à une procédure de maintien de cours à prix fixé, suite au plafonnement par la Commission Supérieure d'Investissement -CSI- du taux de la participation permise à 53,54%.

• *A l'occasion des offres publiques de retrait - OPR - :*

Au cours de l'année 2005, le CMF a étudié la recevabilité de l'offre publique de retrait initiée par le groupe AMEN sur les actions de la société « AMEN LEASE » dans le cadre de l'article 175 du RGB. Cette OPR s'inscrivait parmi les préalables à l'opération de fusion annoncée entre la société « AMEN LEASE » et la société « TUNISIE LEASING » en vertu de laquelle la société à absorber « AMEN LEASE » se proposait d'apporter la totalité de ses actifs à la société absorbante « TUNISIE LEASING » .

Le dépôt du projet d'OPR faisait suite à la décision du conseil d'administration de la société « AMEN LEASE » d'arrêter tout financement et de concentrer son activité sur le recouvrement des créances courantes et contentieuses.

Le groupe initiateur détenait 86,15% du capital de la société « AMEN LEASE » et visait l'acquisition de 138 453 actions représentant 13,85% du capital de cette société au prix de 7,320 dinars l'action.

Après examen des caractéristiques de l'opération projetée au regard des droits et des intérêts des actionnaires minoritaires, et notamment le prix proposé qui était supérieur à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de transactions pendant les soixante jours de bourse précédant l'OPR, le CMF a déclaré l'offre recevable.

A l'issue de cette OPR, la société « AMEN LEASE » a été radiée de la cote de la bourse le 19 septembre 2005. Toutefois, étant émettrice d'emprunts obligataires par APE non encore remboursés, elle n'a pas été déclassée de la catégorie des sociétés faisant APE et ce, en vertu de l'article 1er de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994.

• *A l'occasion des offres publiques d'achat - OPA- :*

En 2005, le CMF a été saisi d'un projet d'offre publique d'achat portant sur 45% du capital de la société « GENERAL LEASING » initié par la société « Investment Trust Tunisia SA » -INVESTTRUST- société anonyme du groupe Hédi DJILANI. Après examen, cette offre a été déclarée irrecevable.



• *A l'occasion des opérations réservées aux salariés :*

Au cours de l'année 2005, le CMF a accordé son visa à quatre prospectus abrégés destinés à des salariés tunisiens sollicités pour une souscription dans le capital de leurs sociétés mères de nationalité étrangère. Il y a lieu de souligner, dans ce cadre, que suite aux récentes modifications apportées par la directive européenne relative au prospectus (en matière d'allègement du régime de l'appel public à l'épargne), le CMF a apposé son visa sur le prospectus abrégé au vu du document d'information publié, à l'occasion, par la société mère et dispensé, du visa du régulateur.

• *A l'occasion des opérations de rachat par une société de ses propres actions ou de la mise en œuvre de contrats de liquidité :*

L'intérêt croissant manifesté par les sociétés de la cote à l'égard du mécanisme de rachat de leurs propres actions dénote que cette pratique est en phase d'expansion. Dix autorisations ont été accordées à ce titre par les assemblées générales en 2005 de différentes sociétés, dont trois pour la première fois. Cet accroissement a amené le CMF à renforcer son contrôle, aussi bien en amont qu'au cours de l'exécution des programmes de rachat, afin d'assurer une bonne application des finalités et des modalités de ce mécanisme.

Il est à signaler, que la BVMT a joué un rôle important dans l'enracinement de cette pratique, dans la mesure où, désormais, elle recommande, systématiquement aux actionnaires de référence des sociétés qui demandent l'introduction de leurs titres en bourse, de mettre en place un contrat de liquidité d'une part, et de s'engager à obtenir auprès des organes de délibération les autorisations nécessaires pour la mise en application d'un programme de régulation, d'autre part.

L'objectif visé est de garantir aussi bien la réussite de l'opération de placement mais également celle de la vie du titre après son introduction en bourse, en évitant une fluctuation excessive du cours, de manière à maintenir ce dernier dans une fourchette de prix qui reflète la situation réelle de la société.

En amont, le contrôle effectué par le CMF en matière de communication des notes d'information portant sur les caractéristiques des programmes de rachat, a révélé l'accomplissement spontané de cette exigence par la majorité des 9 sociétés ayant un programme de rachat en phase d'exécution.

L'examen des notes d'information établies par les sociétés concernées fait ressortir l'existence d'omissions et d'incohérences se rapportant, essentiellement à l'absence d'indications sur les titres détenus par l'émetteur ; le nombre de titres à racheter et le dépassement des prérogatives quant au renouvellement de la durée du programme de régulation.

Le CMF a invité les sociétés concernées à apporter les corrections qui s'imposaient.

L'intervention du CMF à posteriori se fait par le contrôle des états mensuels des opérations de rachat communiqués par les sociétés concernées. Ce contrôle a fait ressortir des irrégularités quant à la réalisation d'opérations portant sur des volumes dépassant 25% de la moyenne des transactions quotidiennes constatées sur une période de référence de 30 jours de bourse précédant l'intervention et l'absence d'intervention pendant des périodes de tendance haussière.

Le CMF a invité les sociétés concernées à régulariser la situation.

Le CMF a suggéré aux sociétés intéressées de disposer d'un fonds pour mener à bien un programme de rachat et ce, préalablement à sa mise en application, et de réguler le cours de leurs actions, aussi bien à la baisse qu'à la hausse, afin d'éviter toute évolution erratique et non conforme à leurs propres fondamentaux, et de soumettre le programme de régulation en cas de renouvellement de sa durée, à l'Assemblée Générale et non pas au Conseil d'Administration.

En vue de favoriser la liquidité des titres des sociétés nouvellement introduites à la cote de la bourse et de celles déjà admises à la cote, le CMF, sur la base des articles 29 et 84 du règlement général de la bourse, a mis en place, au cours de l'année 2005, un nouvel outil à leur disposition : [le contrat de liquidité](#).

Il convient de remarquer que la mise en oeuvre de cet outil nécessite des conditions plus souples que celles du contrat de régulation dans la mesure où l'autorisation de l'Assemblée Générale Ordinaire n'est pas exigée et que la quantité de titres à acheter ou à vendre n'est pas limitée.

Ce contrat permet aux principaux actionnaires des sociétés de la cote, de mettre, à la disposition d'un intermédiaire en bourse, une quantité de titres et d'espèces pour lui permettre d'intervenir sur le marché.

Il est entendu que, l'intention des initiateurs de cet outil ne doit en aucun cas se baser sur la recherche d'un profit financier que pourrait éventuellement dégager la gestion des titres et espèces affectés à la mise en oeuvre dudit contrat, ni l'entrave du fonctionnement régulier du marché et l'influence de la formation des cours de leurs sociétés.

De son côté, l'intermédiaire en bourse doit agir en tant que professionnel en s'appuyant sur sa connaissance du marché, son expérience et son expertise, pour remplir, dans les meilleures conditions possibles, l'objectif poursuivi à travers le contrat de liquidité.

• A l'occasion des franchissements des seuils de participation :

Pour le CMF, le contrôle des franchissements des seuils de participation s'inscrit essentiellement, dans le cadre de sa mission de protection de l'épargnant dans la mesure où le suivi de l'évolution de l'actionnariat lui permet d'appliquer, de manière efficace, les procédures de changement de contrôle afin de sauvegarder les intérêts des actionnaires minoritaires en leur garantissant les meilleures conditions de sortie.

Par ailleurs, la connaissance de la répartition du capital des sociétés permet aux actionnaires minoritaires d'être informés de tout changement de contrôle et de l'identité des personnes susceptibles d'influencer les prises de décision.

Cette information permet, en outre, aux dirigeants de se prémunir contre d'éventuelles attaques brutales de ramassage de titres en bourse et de se préparer pour se défendre en adoptant les mesures qui s'imposent en cas de prise de contrôle subite.

Durant l'année 2005, 28 franchissements de seuils de participation ont été déclarés au CMF, dont trois n'ont pas été effectués spontanément par les actionnaires concernés mais plutôt provoqués par le CMF, soit à la suite de vérification d'opérations d'achat ou de vente en bourse, soit suite à la consultation de la liste des actionnaires.



L'examen des délais observés pour les déclarations de franchissement des seuils de participation au cours de l'année 2005 fait ressortir une amélioration remarquable du respect du délai légal de quinze jours dans la mesure où 64,29% des déclarations ont été effectuées dans les délais.

Cette progression s'explique d'une part, par une prise de conscience et une maturité de la part des investisseurs qui commencent à appréhender l'importance d'une telle information pour le marché, et d'autre part, par l'effort de suivi entrepris par le CMF en matière de détection des franchissements de seuils non déclarés dans les délais et ce, par le contrôle permanent des transactions de bloc, des opérations d'enregistrement et des mouvements importants en bourse, ainsi que par une analyse comparative des structures de l'actionnariat communiquées par les sociétés après la tenue de leur Assemblée Générale.

L'analyse des déclarations des franchissements de seuils effectués en 2005 a permis de déceler un cas d'obtention du contrôle majoritaire en droits de vote, par un groupe de sociétés tunisien agissant de concert avec un groupe étranger, dans le capital d'une société cotée en bourse. Le CMF a, conformément aux dispositions de la loi n°94-117, soumis les actionnaires concernés à une procédure de maintien de cours.

Jugeant le délai légal de 15 jours, prévu par l'article 8 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 pour informer le CMF, trop long dans la mesure où d'éventuels mouvements sur les titres pourraient y intervenir, dans l'opacité la plus totale, le CMF a proposé, de ramener ce délai de 15 à 5 jours ouvrables à compter de la date du franchissement.

Le choix de ce délai s'inscrit également dans un objectif d'alignement avec les standards internationaux en matière de déclarations de franchissements de seuils de participation.

Par ailleurs, le CMF a proposé de combler certains vides juridiques constatés en matière de sanctions en cas de non respect des dispositions légales et réglementaires relatives aux déclarations des franchissements de seuils de participation lors de la refonte de la loi n° 94-117.

Ainsi, la nouvelle réglementation a accordé au CMF le pouvoir de prendre la décision de privation des droits de vote après audition de l'intéressé, sans avoir recours à d'autres juridictions.

• *Le contrôle de l'information périodique :*

Le CMF a poursuivi son action visant à améliorer la qualité de l'information financière, notamment à travers le renforcement du contrôle systématique de l'information émanant des sociétés avant sa diffusion dans le public ainsi que par les actions d'accompagnement.

Un Suivi de l'information à l'occasion de la tenue des assemblées générales a été effectué par les services du CMF qui ont procédé au contrôle de l'information a priori et a postériori.

Une attention particulière a été accordée à l'information financière des groupes de sociétés.

Les contrôles ont porté sur le respect des délais et la qualité de l'information qui ont fait, également, l'objet de mesures édictées par la nouvelle loi sur la sécurité financière.

En effet, le CMF a poursuivi, au cours de l'année 2005, sa politique de persuasion des sociétés faisant appel public à l'épargne qui n'ont pas respecté le délai de six mois après la clôture de l'exercice comptable pour réunir leur assemblée générale ordinaire, comme l'exige l'article 275 du code des sociétés commerciales.

En matière de publication de l'information, la plupart des sociétés admises à la cote respectent l'obligation de publier leurs états financiers avant la tenue de leurs assemblées sur un quotidien de la place, par contre, les sociétés faisant appel public à l'épargne mais non cotées ne s'acquittent pas souvent de cette exigence, ce qui explique l'initiative prise par le CMF de procéder à la publication, sur son bulletin officiel, d'un nombre important d'états financiers des sociétés faisant appel public à l'épargne avant la tenue des assemblées générales.

D'autre part, il a été constaté que certaines sociétés faisant appel public à l'épargne ne publient pas avec leurs états financiers les réserves émises par leurs commissaires aux comptes pour garantir la qualité de l'information diffusée. Le CMF a invité les sociétés défaillantes à procéder de nouveau à la publication de leurs états financiers complets en maintenant les réserves émises par les commissaires aux comptes ainsi que toutes autres notes obligatoires et pertinentes.

Dans le même ordre d'idées, le CMF veille à ce que les états financiers publiés sur son Bulletin Officiel, soient accompagnés par les observations qu'il a faites aux sociétés concernées au sujet des anomalies et des insuffisances relevées dans le cadre de la vérification de ces états.

La nouvelle réglementation portant renforcement de la sécurité financière a introduit une multitude de nouveautés pour renforcer la transparence des sociétés. Ces nouveautés ont touché les domaines suivants :

- En matière de délai de communication de l'information

La loi a ramené le délai minimal de dépôt des documents avant la tenue des assemblées générales ordinaires par les sociétés faisant APE, de quinze jours de bourse à quinze jours, alignant ainsi les sociétés faisant appel public à l'épargne sur le reste des sociétés anonymes.

Par ailleurs, la nouvelle réglementation a mis à la charge des commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne l'obligation de remettre au CMF une copie de chaque rapport adressé à l'assemblée générale.

- En matière de publication de l'information

La réforme introduite a mis fin à la polémique concernant l'obligation de publication des états financiers annuels avant la tenue des assemblées générales, en supprimant l'établissement et la publication des états financiers provisoires annuels pour les sociétés admises à la cote, et en harmonisant les dispositions de la loi n° 94-117 avec celles du règlement général du CMF relatif à l'appel public à l'épargne et ce, en obligeant expressément, les sociétés faisant appel public à l'épargne, à publier leurs états financiers, sur un quotidien de la place et au bulletin officiel du CMF, avant la date de la tenue de leur assemblée générale ordinaire.



D'un autre côté, le CMF dans le cadre de la concertation, a convenu avec la Banque Centrale de Tunisie, en sa qualité d'autorité de contrôle des établissements de crédit et des établissements financiers, pour que toutes les mesures nécessaires soient prises pour l'examen des états financiers de ces établissements dans un délai leur permettant de respecter les obligations qui leur incombent en matière de communication et de publication de l'information avant la tenue de leur assemblée générale.

- En matière de la qualité de l'information publiée

Pour garantir, aux investisseurs, une information de meilleure qualité, la loi sur la sécurité des relations financières, comme le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne, exige que les états financiers des sociétés soient accompagnés du texte intégral de l'opinion du commissaire aux comptes.

Toutefois, pour la publication dans un quotidien, la loi permet aux sociétés de se limiter à publier les notes aux états financiers obligatoires et les plus pertinentes, sous réserve de l'obtention de l'accord écrit du commissaire aux comptes.

- En matière d'états financiers consolidés

Pour donner aux investisseurs une idée fiable sur la situation financière des groupes dans lesquels ils ont investi, la nouvelle réglementation exige des sociétés mères admises à la cote de la bourse, d'établir des états financiers consolidés conformément à la législation comptable en vigueur et ce, même si elles sont à leur tour, filiales d'autres sociétés.

La communication et la publication des états financiers consolidés doivent obéir aux mêmes règles de délai et de qualité que celles exigées pour les états financiers individuels.

Le contrôle de l'information a posteriori effectué par les services du CMF a porté sur le respect des délais de communication et a abouti à la relance de la majorité des sociétés pour qu'elles s'acquittent de cette obligation, de leur propre gré, et dans le délai légal de dépôt des documents.

Ce contrôle a porté également sur la publication de l'information. A cet effet, le CMF est intervenu pour demander aux sociétés de procéder de nouveau à la publication des informations conformément aux dispositions de l'article 42 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne.

* L'information financière des groupes de sociétés

Conscient de l'importance de l'information financière se rapportant aux groupes de sociétés, le CMF a invité les sociétés faisant APE qui sont tenues, de par la loi, d'établir des états financiers consolidés, de publier leurs états financiers consolidés dans un journal quotidien dans le délai d'un mois de leur approbation, comme l'exige l'article 472 du code des sociétés commerciales.

La communication de ces états financiers marque une nouvelle étape permettant d'accéder à plus de transparence dans les activités et les performances des groupes de sociétés et permet aux utilisateurs d'obtenir des informations financières concernant le groupe dans son ensemble en tant qu'entité économique unique et de pouvoir apprécier sa situation financière.

Au total trente trois sociétés se sont déclarées formant ou appartenant à un groupe de sociétés parmi lesquelles vingt quatre sociétés sont admises à la cote de la Bourse.

Il est primordial, que les sociétés mères fournissent une information détaillée sur leurs participations dans les filiales et les sociétés associées et présentent un aperçu sur le périmètre de consolidation, tout en donnant les raisons d'exclusion ou d'intégration audit périmètre. Elles doivent présenter leur groupe par secteur d'activité et fournir une information sur l'objet de chaque société filiale ou associée.

A l'occasion de la publication des informations exigées, les services du CMF ont relevé que deux sociétés n'ont pas présenté d'informations relatives à leur groupe (liste des sociétés du groupe, pourcentages d'intérêts et de capital, méthodes de consolidation), et qu'une société a exclu du périmètre de consolidation quatre sociétés où elle exerce une influence notable par sa participation à la direction et au capital de ces sociétés, sans toutefois donner les raisons de leur exclusion.

Il est également signalé que certains commissaires aux comptes ont formulé leur avis sans mentionner dans leur rapport s'ils ont, effectivement, pris connaissance, ou non, du contenu des rapports des commissaires aux comptes des sociétés du groupe.

L'examen de douze rapports des états financiers consolidés des sociétés mères admises à la cote a révélé qu'ils ne comportent pas d'indication sur l'existence ou l'inexistence des rapports des commissaires aux comptes sur les états financiers des filiales et des sociétés associées.

Le commissaire aux comptes du groupe est tenu de procéder à des vérifications spécifiques et donner une opinion sur les informations contenues dans le rapport de gestion du groupe.

Cinq rapports parmi les vingt quatre relatifs aux sociétés de la cote ne comportent pas d'opinions sur le rapport de gestion du groupe et ne mentionnent pas l'existence ou l'inexistence de ce rapport ; cependant tous les rapports des commissaires aux comptes sur les états financiers consolidés des sociétés dont les titres sont traités sur le marché hors cote comportent cette opinion.

Il y a lieu de signaler les améliorations introduites par la nouvelle réglementation qui se sont traduites par divers assouplissements en matière de communication et de publication des documents.

En effet, les sociétés faisant appel public à l'épargne ne sont désormais astreintes qu'à la publication des résolutions des Assemblées Générales sauf si des modifications ont été apportées aux états financiers.

D'autre part, la publication des états financiers provisoires avant la fin du mois de janvier a été supprimée et remplacée par la publication des états définitifs avant le 30 avril. Les états financiers intermédiaires relatifs au premier semestre de l'exercice comptable doivent être publiés au plus tard le 31 Août au lieu du 31 Juillet.

La loi sur la sécurité financière a cependant mis à la charge des sociétés cotées l'obligation de communiquer et de publier des indicateurs trimestriels d'activité, au plus tard 20 jours après la fin de chaque trimestre.



** Amélioration de la qualité de l'information*

En plus du contrôle de l'exhaustivité et de la ponctualité de la communication et de la publication de l'information financière par les émetteurs, le CMF a procédé à une analyse qualitative des états financiers, des rapports de gestion et de tous les documents mis à la disposition des actionnaires et ce, afin d'identifier aussi bien les insuffisances et anomalies que les risques et problèmes éventuels auxquels pourraient être exposées les sociétés et de les amener à communiquer sur lesdits risques.

• Au niveau du rapport annuel

L'établissement des rapports de gestion est devenu une tradition puisque toutes les sociétés admises à la cote, ayant réuni leur assemblée générale ordinaire au cours de l'année 2005, ont communiqué au CMF leurs rapports d'activité comme l'exige la réglementation en vigueur.

Par ailleurs, l'année 2005 a connu une amélioration notable aussi bien en matière de communication des rapports annuels par les sociétés non admises à la cote qu'en matière d'initiatives.

L'analyse des rapports de gestion, relatifs à l'exercice 2004 des sociétés, révèle néanmoins la persistance d'insuffisances qui portent essentiellement sur l'absence d'informations concernant l'évolution prévisionnelle de la situation de la société et de ses perspectives d'avenir ainsi qu'une analyse sur l'évolution des cours de bourse et des transactions.

La réforme de la loi n°94-117 a mis l'accent sur le contenu du rapport d'activité que les sociétés faisant appel public à l'épargne doivent établir après la clôture de chaque exercice comptable et ce, en exigeant l'insertion d'éléments sur le contrôle interne, en plus de celles prévues par l'article 44 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne.

• Au niveau des projets de résolutions

Le problème essentiel rencontré lors de l'examen des projets de résolutions soumis, par les sociétés faisant appel public à l'épargne, à l'approbation de leur assemblée générale au cours de l'année 2005 consiste en la proposition par des banques et des sociétés de leasing de prélèvements de montants affectés initialement dans des comptes de réserves à des comptes de provisions pour risques et charges.

Le CMF a signalé aux sociétés concernées ainsi qu'à leurs commissaires aux comptes que l'affectation ainsi envisagée serait de nature à entraver la transparence requise du fait que le résultat publié ne reflètera plus la performance réelle et la rentabilité effective de la société. Il leur a, également, rappelé que la constitution d'une provision prélevée sur les réserves, constitue un moyen détourné de constater des charges en dehors du cadre approprié prévu par la législation comptable en vigueur. Ces charges doivent, normalement, être imputées sur les charges de l'exercice et déduites du résultat.

Le CMF a attiré, par ailleurs, leur attention sur le fait que dans le cas où elles envisageraient, à l'avenir, de recourir à cette pratique, elles seraient dans l'obligation d'établir et de publier des états financiers « proforma » en tenant compte des règles prescrites par le système comptable relatives à la définition, à la prise en compte ou la constatation, à la

mesure et à la présentation des éléments des états financiers et ce, dans le but de leur conférer une fiabilité et une sincérité meilleures. Aussi, toute divergence éventuelle entre les solutions comptables retenues par la société et les textes en vigueur doit être divulguée et son impact sur les éléments concernés des états financiers explicités.

En réaction à ces remarques, une banque a justifié son recours à cette pratique par un objectif de consolidation de son assise financière et d'amélioration du taux de couverture de ses engagements classés.

Elle a, en outre, précisé que cette affectation a été approuvée à l'unanimité par les actionnaires réunis en AGO et qu'elle se trouve en conformité avec la réglementation en vigueur. Elle a, enfin, ajouté que ses états financiers ont été soumis à l'examen approfondi du commissaire aux comptes et de l'autorité de tutelle, qui n'ont révélé aucune insuffisance de provisions ni aucune charge non comptabilisée.

Une société de leasing a, quant à elle, répliqué aux observations faites par le CMF sur la question, par la présentation d'une recommandation de l'autorité de tutelle lui suggérant de constituer une provision pour risque à prélever sur les réserves. Elle a expliqué, par ailleurs, que la demande faite par l'autorité de tutelle pour le recours à cette pratique s'insère dans le cadre d'une stratégie d'assainissement établie pour le secteur dans lequel elle exerce son activité, stratégie ayant pour objectif d'atteindre des taux de couverture plus élevés en matière de provisionnement des créances classées.

• *Au niveau des états financiers publiés*

Les contrôles analytiques effectués sur les états financiers provisoires ou définitifs, annuels ou intermédiaires publiés par les sociétés admises à la cote au cours de l'année 2005, ont révélé une amélioration au niveau de la qualité de l'information et de sa conformité aux principes comptables généralement admis en Tunisie.

Ces contrôles ont principalement concerné la vérification de l'existence de l'exhaustivité des notes aux états financiers, de la conformité des notes avec le corps des états financiers, de la justification des retraitements comptables opérés sur certaines rubriques concernant des périodes antérieures ainsi que de l'analyse des évolutions importantes des postes significatifs.

Les anomalies décelées se rapportent essentiellement à l'absence des notes explicatives relatives à l'état de flux de trésorerie, l'existence de discordances entre les notes et le corps des états financiers et de retraitements effectués n'ayant pas fait l'objet d'explication.

• *Au niveau des rapports émis par les commissaires aux comptes*

L'analyse a révélé, également, une nette diminution des divergences relevées entre les rapports d'audit émis par les commissaires aux comptes des sociétés admises à la cote par rapport à la norme internationale d'audit. Cette amélioration s'explique principalement par les actions de sensibilisation entreprises par le CMF sur cette question, au cours des deux dernières années, auprès du corps de la profession.



Les disparités relevées se résument essentiellement dans l'absence de la description des diligences mises en œuvre par l'auditeur, de l'appréciation des principes comptables suivis par l'émetteur ainsi que du rappel des responsabilités respectives de la direction de l'entité et de l'auditeur.

3. Le renforcement du dispositif légal :

L'année 2005 a été marquée par la promulgation d'une loi très attendue par la place de Tunis, la loi relative au renforcement de la sécurité des relations financières, promulguée au cours du mois d'octobre 2005.

Parmi les nouveautés consacrées par cette loi, en plus de celles exposées au fur et à mesure au niveau du bilan du contrôle portant sur l'information permanente et périodique, figurent :

3.1. La publication d'indicateurs d'activité trimestriels

La nouvelle réglementation met, désormais, à la charge des sociétés admises à la cote de la bourse, l'obligation de publier des indicateurs d'activité trimestriels, selon le secteur dans lequel elles exercent, et ce dans un délai de vingt jours après la fin de chaque trimestre.

Dans le but d'établir des indicateurs significatifs, le CMF a sollicité la collaboration de divers intervenants sur le marché (sociétés de la cote, analystes financiers, professions d'experts comptables et d'intermédiaires en bourse, agence de notation) pour la proposition d'indicateurs spécifiques à chaque secteur d'activité.

L'objectif recherché par cette concertation est de définir des indicateurs qui puissent être générés dans le délai légal, par le système d'information des sociétés et de donner aux actionnaires et aux investisseurs potentiels une information pertinente, intelligible et comparable sur les performances et la situation de la société au cours du trimestre.

Au début de l'année 2006, des réunions de travail ont été organisées à l'initiative du CMF, à l'effet d'arrêter définitivement ces indicateurs, par secteur d'activité, réunions auxquelles ont été invitées les sociétés concernées par le secteur, leurs commissaires aux comptes, des analystes financiers, des représentants des associations professionnelles et d'organismes concernés par le marché financier.

Une série d'indicateurs ont été retenus qui seront publiés par un règlement du CMF au cours de l'année 2006.

Toutefois, dans le but d'éviter une rupture de la publication de l'information financière (l'établissement des états financiers provisoires annuels au plus tard le 31 Janvier ayant été implicitement supprimé par la loi) et d'initier les sociétés de la cote à l'établissement d'indicateurs sur leur activité, et dans l'attente de la fixation des indicateurs trimestriels selon les secteurs par règlement, le CMF, a recommandé aux sociétés concernées de publier, à titre provisoire, et au plus tard le 31 janvier 2006, des indicateurs d'activité qu'il a fixés par secteur.

Début février, la place de Tunis a été agréablement surprise par la publication, par la majorité des sociétés de la cote, d'indicateurs pertinents établis, pour la plupart, pour le dernier trimestre de l'exercice 2005 et accompagnés d'un exposé des faits saillants ayant marqué leur activité au cours de la période considérée.

3.2. Le renforcement du contrôle externe

La loi a exigé la nomination de deux commissaires aux comptes inscrits au tableau de l'ordre des experts comptables de Tunisie et ce pour :

- les établissements de crédit faisant appel public à l'épargne ainsi que les sociétés d'assurances multi-branches ;
- les sociétés tenues d'établir des états financiers consolidés ;
- les sociétés dont le total des engagements auprès des établissements de crédits et l'encours de leurs émissions obligataires dépasse un montant fixé par décret.

Les nouvelles règles de bonne gouvernance exigent qu'il n'y ait pas de relations d'association ou autres liens entre les deux commissaires aux comptes désignés et ce, pour garantir leur indépendance.

Par ailleurs, la présence des commissaires aux comptes aux réunions du conseil d'administration ou du conseil de surveillance des sociétés en vue de l'établissement des états financiers est devenue obligatoire.

3.3- Le renforcement du contrôle interne

La nouvelle réglementation exige pour les sociétés ayant une certaine taille ou ayant atteint un certain niveau d'endettement, la création d'un comité d'audit permanent dont les membres sont désignés parmi les administrateurs de la société.

Le rôle attribué au comité d'audit permanent consiste à veiller au respect par la société de la mise en place de système de contrôle interne performant, à assurer le suivi des travaux des organes de contrôle de la société, à proposer la nomination du ou des commissaires aux comptes et à agréer la désignation des auditeurs internes.

Cette obligation concerne :

- Les sociétés faisant appel public à l'épargne à l'exception de celles classées comme telles du fait de l'émission d'obligation ;
- La société mère lorsque le total de son bilan au titre des états financiers consolidés dépasse un montant fixé par décret ;
- les sociétés qui atteignent les limites chiffrées fixées par décret relatives au total du bilan et au total de leurs engagements auprès des établissements de crédit et de l'encours de leurs émissions obligataires.

3.4. Alourdissement des sanctions

Pour donner plus de crédibilité à l'autorité de contrôle du marché financier et simplifier les procédures de sanction, la loi prévoit désormais de traduire les dirigeants des sociétés n'ayant pas respecté les obligations légales et réglementaires en matière de communication et de publication de l'information permanente et périodique devant le Collège du CMF.



Cette réforme est de nature à simplifier les procédures de poursuites judiciaires. Elle alourdit également les sanctions pécuniaires prévues à l'encontre des dirigeants des sociétés défailtantes dont le montant maximal est passé de 2000 dinars à 20.000 dinars.

4. LE CMF A L'ECOUTE

4.1 – Les demandes de consultation

L'action d'accompagnement du marché qui incombe au CMF consiste, entre autres, à répondre aux demandes de consultations émanant des différents opérateurs.

Durant l'année 2005, le CMF a été consulté à maintes reprises, essentiellement autour des points suivants :

- ***Admission d'une société cotée sur une bourse étrangère***

Le CMF a eu à examiner une demande de consultation émanant de la part d'une société cotée, sur la possibilité de sa cotation sur une bourse étrangère.

Le CMF n'a pas vu d'objection pour la double cotation de la société du moment où la bourse étrangère donne son accord pour l'admission. Néanmoins, il a attiré l'attention de la société sur la nécessité de respecter la réglementation des changes en vigueur.

- ***Cooptation d'Administrateurs***

Le CMF a été consulté sur la possibilité, pour un conseil d'administration d'une société anonyme, de nommer à titre provisoire un administrateur sans l'accord préalable de l'assemblée générale, dans le cas où le nombre minimal des administrateurs prévu par les statuts est supérieur au nombre minimum légal exigé par ledit code, soit trois administrateurs.

Dans sa réponse, le CMF a précisé que les dispositions du code des sociétés commerciales autorisent la cooptation par le conseil d'administration de nouveaux membres, à titre provisoire, entre deux assemblées et ce, dans l'objectif d'atteindre le minimum légal et non statutaire.

- ***Régularisation d'une opération de portage d'actions d'une société par ses filiales***

Le CMF a été consulté sur la possibilité de régulariser une opération de portage «de fait » d'actions d'une société admise à la cote par ses filiales et ce, en enregistrant en bourse les opérations de rétrocession des actions au profit d'un fonds à capital risque.

L'examen des documents afférents à ce dossier a amené le CMF à conclure que même en l'absence d'écrit prouvant l'établissement de conventions de portage entre la société et ses filiales, d'autres éléments probants (procès verbaux des conseils d'administration et états financiers des filiales, accord aux filiales de découverts en comptes courants non

rémunérés pour le financement de ces opérations de portage, perception par la société des dividendes revenant aux filiales en amortissement du coût des opérations de rachat) pourraient constituer des moyens de preuve de l'existence effective d'opérations de portage réalisées au profit de la société.

Le CMF a convenu de la nécessité de formaliser ces opérations de portage en vue de bénéficier de l'avantage de l'enregistrement, sans négociation en bourse, des opérations de rétrocession des actions.

• *Déclaration de franchissement de seuils de participation*

Un intermédiaire en bourse a posé la question de savoir si l'atteinte, sans franchissement, d'un des seuils de participation prévus par l'article 8 de la loi n°94-17, devra faire l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil de participation, comme l'exige la réglementation en vigueur régissant le marché financier.

Le CMF, dans sa réponse, a précisé que, de la lecture de l'article sus-visé, il ressort que la déclaration de franchissement de seuil n'est obligatoire que dans le cas où un des six seuils prévus par ledit article a été effectivement franchi.

• *Possibilité d'enregistrement à la BVMT d'une opération rentrant dans le cadre de la régularisation de participations croisées*

Il a été posé la question de savoir si, dans le cadre de l'application des dispositions du code des sociétés commerciales, une opération visant la régularisation d'une participation croisée entre une société admise à la cote et deux de ses filiales, pouvait bénéficier de la possibilité d'enregistrement, sans négociation en bourse.

Il a été répondu que lesdites transactions peuvent bénéficier de l'avantage de l'enregistrement en bourse à condition d'établir une convention entre les différentes parties telle que prévue à l'alinéa 4 de l'article 70 de la loi n°94-117, dans laquelle il doit être expliqué que l'opération en question est autre qu'une simple vente, en mettant en exergue le caractère obligatoire de l'opération de régularisation exigée par le code des sociétés commerciales.

• *Déclassement de la liste des sociétés faisant APE*

Au cours de l'année 2005, le CMF a reçu quatre demandes de la part de sociétés répertoriées dans la liste des sociétés faisant APE qui ont contesté leur appartenance à cette catégorie et ont exprimé leur désir d'en être déclassées.

Deux demandes ont concerné deux sociétés répertoriées comme sociétés faisant appel public à l'épargne, respectivement en 1996 et 1997 et ce, suite à la réalisation d'une opération d'augmentation de capital par appel public à l'épargne. Pour ces cas, le CMF a décidé le déclassement des sociétés concernées après vérification du rachat par les actionnaires initiaux ou par les actionnaires du groupe de la totalité des actions souscrites par le public.

La troisième demande a été déposée par une société qui a acquis le statut de société faisant appel public à l'épargne suite à l'émission d'un emprunt obligataire en 2003. La société a présenté au CMF ce qui justifie le remboursement par anticipation de l'emprunt en question.



Quant à la quatrième demande, elle a été déposée par une société qui a acquis le statut de société faisant appel public à l'épargne de par le nombre de ses actionnaires qui était supérieur à 100. Pour ce cas, le CMF a pu vérifier que le nombre des actionnaires de la société a été ramené à 14 seulement et que le capital social est désormais détenu par des actionnaires initiaux.

Dans le cadre de sa mission d'écoute, le CMF a donné suite aux consultations qui émanaient des Intervenants sur le marché. Les consultations ont porté essentiellement sur :

• *Les droits d'attribution*

la BVMT a soulevé au CMF les préoccupations des intermédiaires en bourse quant au coût des transactions relatives aux droits d'attribution qui dépasse parfois le produit de la vente et a proposé, à cet effet, d'apporter des modifications aux textes actuellement en vigueur.

Le CMF a tenu compte des propositions avancées dans le cadre de la révision des textes en vigueur entamés en 2005.

• *Formalités d'accomplissement d'une augmentation de capital et conversion des rompus*

Le CMF a été saisi par la BVMT au sujet des délais d'accomplissement des formalités d'une augmentation de capital qui demeurent longs tant pour la société qui ne peut disposer des fonds collectés que pour l'investisseur qui ne peut disposer de titres souscrits.

En outre, la bourse a évoqué la difficulté et la lourdeur du traitement et du suivi que rencontrent les sociétés dans la gestion des rompus de droit d'attribution qui sont couverts par la prescription trentenaire et ne peuvent faire l'objet de négociation à l'initiative du teneur de compte qu'en cas d'imminence de ladite prescription.

Ces sujets font l'objet de réflexions au sein du CMF.

• *Clauses d'agrément*

Le CMF a été consulté sur la possibilité de dispenser des actionnaires d'une société anonyme membres du Conseil d'administration, du respect de la procédure d'agrément prévue par les statuts de la société, d'une part, et sur la possibilité de donner une procuration à un autre administrateur afin qu'il exécute pour leur compte l'opération de cession des actions qu'ils détiennent dans le capital de ladite société à un tiers, d'autre part.

Le CMF a répondu qu'en principe, et en présence d'une clause d'agrément, tout actionnaire désireux de céder ses actions doit formuler une demande auprès de la société afin que cette dernière approuve cette cession.

Toutefois dans le cas d'espèce et sachant que les cédants sont des administrateurs, ce principe peut être tempéré sous réserve de la double condition à savoir :

- les administrateurs doivent être les seuls actionnaires de la société et ce pour éviter le risque de porter atteinte au droit de préemption des autres actionnaires ;

- la procuration donnée à l'administrateur doit être une procuration spéciale pour exécuter la transaction, procura-

tion qui peut indiquer de manière précise l'identité du tiers cessionnaire et le prix auquel doit être réalisée la transaction ou laisser au mandataire le libre choix du cessionnaire et du prix.

• *Opération d'enregistrement pour le compte d'une SICAV*

La question posée était de savoir s'il est possible d'effectuer une opération d'enregistrement entre une SICAV et une société qui détient plus de 34% de capital de cette SICAV.

La réponse était qu'en application de l'article 70 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994, les opérations d'enregistrement peuvent être effectuées entre deux sociétés dont l'une d'entre elles détient directement 34% au moins du capital de l'autre.

Par conséquent, les SICAV sont habilitées à effectuer des opérations d'enregistrement si elles répondent, le jour de la transaction, à la condition ci-dessus stipulée.

• *Les conditions d'émission d'emprunt obligataire*

Le CMF a été consulté sur la possibilité pour une société SARL transformée en société anonyme, d'émettre un emprunt obligataire dans la même année de sa transformation et dans quelles conditions.

Le CMF, dans sa réponse, a précisé que la transformation récente d'une SARL en SA ne constitue pas un obstacle à l'émission d'un emprunt obligataire dans l'année de transformation, à condition toutefois que toutes les conditions d'émission soient remplies, à savoir :

- être une société anonyme résidente de droit tunisien ;
- avoir deux années d'existence ;
- avoir établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires ;
- avoir un capital minimum libéré d'un million (1.000.000) de dinars.

• *les actions au porteur*

Le CMF a été saisi au sujet des droits des héritiers d'un détenteur des actions au porteur qui n'ont pas été remis à la société émettrice dans les délais réglementaires en vue de leur inscription dans les comptes prévus à cet effet.

Le CMF a répondu qu'en vertu des dispositions de l'article 4 de la Loi n°2000-35 du 21 mars 2000 relative à la dématérialisation des titres, les personnes morales émettrices devront procéder à la vente des droits correspondant aux valeurs mobilières non remises dans les délais fixés et que le produit de cette vente est consigné à la disposition des propriétaires des titres ou de leurs ayant-droits.

A cet effet, la société émettrice est dans l'obligation de remettre le produit de la vente aux héritiers conformément à la procédure légale applicable en la matière.



• *L'ouverture d'un compte joint*

La question posée était de savoir s'il est possible pour deux clients (le père et son fils majeur) d'ouvrir auprès d'un intermédiaire en bourse un seul compte titres signé conjointement.

Le CMF a répondu que le compte ouvert par l'intermédiaire en bourse doit être spécifique à chaque client et qu'un compte ne peut avoir qu'un seul titulaire et ce, en vertu des dispositions de l'article 49 du décret n° 99-2478 du 1er novembre 1999 portant statut des intermédiaires en bourse, l'intermédiaire en bourse doit ouvrir pour chaque client un compte dans lequel il inscrit obligatoirement toutes les espèces et tous les titres relatifs aux opérations qu'il conclut pour ledit client.

Toutefois, le titulaire du compte peut donner mandat à une tierce personne pour agir en son nom. Ce mandat peut être donné soit lors de l'ouverture du compte soit après ladite ouverture.

4.2. Les enquêtes et Plaintes :

4.2.1 Les Enquêtes

Le rôle majeur attribué au CMF à savoir la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières consiste à s'assurer du bon fonctionnement du marché, de l'égalité de traitement des investisseurs et de la transparence de l'information qu'ils reçoivent. A cet effet, le CMF exerce un contrôle sur les intervenants du marché qui est concrétisé par le déclenchement des inspections, des enquêtes et des investigations.

Les services du CMF procèdent par des inspections continues qui s'inscrivent dans le cadre normal du contrôle permanent du CMF sur l'activité des intervenants sur le marché ainsi que par des inspections ponctuelles suite à la détection d'anomalies constatées suite aux contrôles sur pièces.

Ces inspections peuvent donner lieu à l'ouverture d'enquêtes visant à s'assurer du respect par les professionnels des règles qui s'appliquent à leur profession.

Le CMF mène, en outre, des enquêtes en relation avec les marchés des titres cotés ayant pour objet la recherche des infractions boursières.

Les enquêtes dans ce cas, ont pour origine une anomalie constatée, suite à un mouvement inexplicable des cours ou des quantités traitées sur une valeur, ou encore un comportement anormal des intervenants. Ces enquêtes portent sur des présomptions d'infractions boursières (opérations d'initiés, manipulation des cours et diffusion de fausses informations).

D'autres enquêtes sont ouvertes suite à des soupçons d'irrégularités notamment ceux en relation avec les intermédiaires en bourse, les OPCVM et leurs acteurs (Gestionnaires et Dépositaires).

En 2005, le département a mené trois enquêtes : la première concerne le marché des actions d'une société de la cote dont le cours a connu une augmentation rapide accompagnée d'un échange important de ses titres. Cette enquête est en cours d'instruction.

Les deux autres enquêtes, finalisées en 2005, concernent deux intermédiaires en bourse.

L'une rentre dans le cadre de suivi d'un ancien dossier d'enquête relatif au même intermédiaire. L'enquête a permis de s'assurer que l'intermédiaire en question a procédé à la restructuration de ses services afin de se conformer aux exigences réglementaires en matière d'organisation ainsi que la mise en place des procédures de contrôle nécessaires afin de réduire les risques liés à l'activité de l'intermédiation notamment celles liées à l'utilisation des fonds et des titres des clients. Néanmoins, il a été relevé des imperfections au niveau du fonctionnement du service de gestion du portefeuille pour le compte d'autrui qui sont susceptibles d'engendrer des conflits d'intérêts, ce qui a conduit le collège du CMF à inviter l'intermédiaire en question à adopter une organisation appropriée.

L'autre enquête a été conduite auprès d'un intermédiaire en bourse suite à des anomalies concernant des aspects organisationnels ainsi que des mouvements inexplicables de fonds entre les comptes des clients et les comptes de deux agents exerçant sous l'autorité de l'intermédiaire en question.

Cette enquête a été suivie de l'ouverture d'une procédure de sanction décidée par le collège du CMF. Au début de l'année 2006, le collège du CMF a prononcé les sanctions suivantes à l'encontre de la Société d'intermédiation, de son Directeur Général et de deux agents de ladite société :

- à l'encontre de la société : un blâme, et ce pour non application des dispositions réglementaires régissant l'activité des intermédiaires en bourse notamment en matière d'organisation ;
- à l'encontre du Directeur Général : un blâme, et ce pour avoir manqué à ses obligations de mettre en œuvre une organisation au sein de la société qu'il dirige répondant aux exigences réglementaires et pour non respect des règles déontologiques ;
- à l'encontre de chacun des deux agents de la société : l'interdiction temporaire de toute activité en relation avec le marché financier pour une durée de deux années, et ce pour avoir manqué à leur obligation d'honnêteté et pour avoir porté atteinte à l'intégrité du marché.

4.2.2 Les plaintes

Le flux annuel des plaintes a connu pour la deuxième année consécutive une baisse sensible passant de 31 en 2003 à 18 en 2004 pour se situer à 13 en 2005.

Parmi ces treize dossiers de plaintes ouverts, quatre ont été rejetés pour défaut de compétence.

Sept autres ont été instruits et clôturés au cours de la même année ; les deux plaintes restantes ont porté sur des faits très anciens et n'ont pas pu être instruites.



LE CMF ET LE MARCHÉ

Trois avaient pour objet les agissements d'intermédiaires en bourse et ont porté sur les commissions revenant à l'intermédiaire, sa responsabilité en matière d'enregistrement et la souscription à l'occasion d'une OPV.

Deux autres plaintes ont été enregistrées à l'encontre des intermédiaires en bourse en tant que gestionnaires des SICAV dont l'une a concerné l'obligation d'information à l'occasion de la modification des conditions de rachat en matière de date de réalisation et la deuxième a eu pour objet de cerner les montants revenant à un épargnant suite à la régularisation de la situation de son compte opérée par le gestionnaire d'une SICAV en 2001.

Le CMF a également reçu une requête de la STICODEVAM suite au refus d'un ex-intermédiaire en bourse de se dessaisir des titres qu'il détenait au capital de la requérante et ce, en dépit de la décision du CMF fixant le prix des actions STICODEVAM.

La septième plainte a émané d'un intermédiaire en bourse, en tant qu'intermédiaire agréé mandaté, dénonçant le non respect par un autre intermédiaire en bourse des dispositions réglementaires régissant la communication des informations nécessaires relatives aux comptes de valeurs mobilières.

CHAPITRE II LE CMF REGULATEUR

I. REFONTE DES TEXTES REGLEMENTAIRES

L'amélioration de l'environnement juridique constitue un préalable pour le développement du marché financier. Dans ce cadre, le CMF initie ou participe à l'élaboration des projets de lois ou des textes réglementaires de même qu'il édicte de nouvelles règles au cas où le besoin se fait sentir pour un meilleur encadrement de l'activité des opérateurs et le renforcement de la sécurité des investisseurs et pour combler d'éventuels vides juridiques.

C'est ainsi qu'en 2005, outre les modifications qu'il a introduites au niveau des règlements, à savoir le règlement général de la Bourse, le Règlement relatif à l'appel public à l'épargne, le CMF a participé à l'élaboration de plusieurs textes couvrant les diverses activités.

I. Participation à l'élaboration des lois

L'année 2005 a été particulièrement riche en matière de promulgation de lois afférentes au marché financier.

• **La loi n°2005-96 du 18 octobre 2005 relative au renforcement de la sécurité des relations financières**

Cette loi apporte plusieurs modifications au code des sociétés commerciales et introduit une série de mesures visant à renforcer la transparence du marché et la bonne gouvernance des entreprises.

Elle a, par ailleurs, assoupli certaines contraintes de délais de diffusion de l'information financière pour en améliorer la qualité, a introduit l'obligation de publication d'indicateurs d'activité trimestriels pour permettre à l'investisseur un suivi rapproché de l'évolution de l'entreprise. Elle a, par ailleurs, réglementé la procédure d'application des sanctions et organise, l'activité de gestion de portefeuille.

• **La Loi n° 2005-58 du 18 juillet 2005 relative aux fonds d'amorçage**

Cette loi s'inscrit dans le cadre de la politique nationale de promotion de l'investissement et d'encouragement des nouveaux projets ; Elle vient enrichir le code des organismes de placement collectif d'un nouveau produit qui permet aux nouvelles sociétés d'obtenir les fonds nécessaires à leur démarrage.

En effet, institués sous la forme de fonds communs de placement, les fonds d'amorçage ont pour objet le renforcement des fonds propres des projets innovants avant la phase de démarrage effectif.

Les fonds d'amorçage sont régis par les dispositions du code des organismes de placement collectif tant sur le plan de leur constitution que sur celui de leur organisation.



La gestion de ces fonds ne peut être assurée que par une banque, un intermédiaire en bourse ayant la forme d'une société anonyme ou une société habilitée légalement à gérer des portefeuilles en valeurs mobilières pour le compte de tiers ;

Etant des organismes de placement collectif en valeurs mobilières, ils sont soumis au contrôle et à la tutelle du Conseil du Marché Financier.

• **La loi n° 2005-105 du 19 décembre 2005 relative à la création des fonds communs de placement à risque**

Les fonds communs de placement à risque visent le renforcement des fonds propres des entreprises.

Ils bénéficient des mêmes avantages et sont soumis aux mêmes contraintes que les Sociétés d'Investissement à Capital Risque

Etant des fonds communs de placement en valeurs mobilières, ces fonds sont régis par les dispositions du code des organismes de placement collectif et sont soumis au contrôle et à la tutelle du Conseil du Marché Financier.

2. Participation à l'élaboration des décrets :

En sa qualité de régulateur, le CMF a participé à l'élaboration de trois décrets dont deux ont porté sur la modification des dispositions du décret n° 77-608 du 27 juillet 1977 afin d'introduire davantage de souplesse en matière d'investissement étranger en valeurs mobilières.

Le décret n° 2005-793 du 14 mars 2005 a exonéré, de la procédure d'approbation préalable par la CSI, l'acquisition de valeurs mobilières tunisiennes conférant un droit de vote ou de parts sociales de sociétés établies en Tunisie, effectuée entre étrangers. Le texte antérieur n'exonérait en effet que les acquisitions effectuées entre actionnaires ou associés de nationalité étrangère d'une même société.

Le décret n° 2005-2397 du 31 août 2005 a introduit une nouvelle exception relative à l'acquisition de valeurs mobilières tunisiennes ou de parts sociales des PME qui exercent leur activité dans les secteurs totalement libres au sens du code d'incitations aux investissements.

A cet effet, une commission ad-hoc a été constituée sous l'égide du Ministère des Finances afin de déterminer le champ d'application de ce nouveau texte et plus précisément afin de définir la notion de PME et de secteur libre à la constitution.

Par ailleurs, le 21 novembre 2005 a été publié le décret n° 2005-3018 relatif aux emprunts obligataires pris en application des dispositions de l'article 329 du code des sociétés commerciales, pour fixer les nouvelles conditions d'émission d'obligations.

Ainsi, les obligations ne peuvent être émises que par les sociétés anonymes ayant un capital minimum libéré d'un million de dinars, deux années d'existence et ayant établi pour les deux derniers exercices des états financiers certifiés.

3. La modification des règlements du CMF

Les modifications apportées aux règlements du Conseil du Marché Financier et notamment au règlement général de la Bourse s'inscrivent dans le cadre des mesures prises en faveur d'une meilleure organisation du marché financier et de sa dynamisation.

Ainsi, des règles d'assouplissement du fonctionnement du marché ont été introduites dans le règlement général de la bourse tel que visé par arrêté du Ministre des Finances du 24 septembre 2005. Ces règles ont porté sur :

- la fusion des premier et second marchés ;
- l'octroi aux investisseurs institutionnels d'opportunités plus grandes dans les opérations d'introduction en augmentant le pourcentage de leur participation de 0.1% à 5% ;
- le relèvement de ce pourcentage à 0.5% pour le reste du public ;
- la réduction du nombre minimal d'actionnaires lors de l'introduction de 500 à 200 actionnaires ;
- et l'assouplissement des conditions relatives au nombre minimal d'années d'activité et au nombre d'années bénéficiaires notamment en matière d'augmentation de capital.

Les modifications intervenues dans le règlement du Conseil du Marché Financier relatif à l'appel public à l'épargne tel que visé par arrêté du Ministre des Finances du 24 septembre 2005 constituent, quant à elles, une adaptation de ses dispositions aux modifications intervenues dans le règlement général de la bourse.

4. Les autres interventions du CMF sur le plan réglementaire

Le CMF a été associé à la modification du cadre juridique relatif à l'ouverture du marché des BTA aux non-résidents.

La circulaire de la Banque Centrale de Tunisie n°19/2005 a autorisé les étrangers non-résidents à acquérir jusqu'à 10% du montant estimatif des émissions de BTA au lieu de 5% du montant émis pour chaque ligne de BTA tel que prévu auparavant par la circulaire n°03/2004.

Cette mesure vise à assouplir les conditions d'accès des non-résidents au marché des BTA afin d'élargir la base des investisseurs dans les émissions domestiques du Trésor et de stimuler la liquidité du marché secondaire.

Une commission instituée sous l'égide du CMF a été chargée de mener une réflexion pour la mise en place d'une valorisation des titres de créances basée sur les prix du marché. La commission a préconisé l'adoption d'une valorisation des titres de créances selon la méthode actuarielle et a recommandé que celle-ci soit testée dans une première phase sur les BTA.

Afin de mettre en place un cadre réglementaire plus souple permettant de créer de nouveaux produits (tels que les BTA zéro coupons) et d'éviter que certains intervenants détiennent le monopole sur le marché primaire, le CMF a



participé au sein d'une commission ad-hoc relevant du Ministère des Finances à la rédaction d'un projet du nouveau cahier des charges unique applicable tant aux SVT intermédiaires en bourse qu'aux banques intervenantes.

II. LES GUIDES

L'année 2005 a été marquée par l'élaboration de guides à l'usage des intervenants sur le marché financier. Ces guides rappellent, précisent ou complètent les dispositions législatives ou réglementaires en vigueur ainsi que les usages ou pratiques à fondement déontologique.

Ils visent également à faciliter et à asseoir, sur des bases saines, l'exercice de l'activité des intervenants sur le marché. Trois guides sont actuellement en cours d'élaboration par les services du CMF :

1. Un guide relatif à la fonction de responsable du contrôle ayant pour objet la définition de la fonction de responsable du contrôle au sein des sociétés d'intermédiation en bourse ou de tout autre établissement qui exerce l'activité de gestion de portefeuille de valeurs mobilières pour le compte de tiers.

Ce guide fixe le statut, les conditions de désignation, les missions et moyens d'action, les modalités d'intervention du contrôleur ainsi que sa relation avec le CMF.

2. Un guide destiné aux organismes de placement collectif, qui regroupe les procédures d'agrément des OPC, les règles de déontologie et de gestion applicables aux OPCVM et à leurs gestionnaires ainsi que les règles de déontologie et de gestion applicables aux fonds communs de créances et à leurs gestionnaires.

3. Un guide d'élaboration du prospectus élaboré en vue de standardiser le contenu du prospectus pour chaque secteur d'activité et pour chaque opération financière et de fournir au public une information pertinente, intelligible et complète. Ce guide pratique constitue, à l'occasion d'opérations financières, un modèle pour l'ensemble des professionnels et émetteurs du marché financier.

III. REFLEXION SUR LA COURBE DES TAUX

Le CMF s'est associé à un groupe d'experts pour étudier au sein d'une commission l'impact de l'évaluation des obligations et valeurs assimilées selon la méthode actuarielle sur les actifs gérés des OPCVM.

Cependant, devant l'absence d'un marché secondaire des BTA, et ne pouvant disposer de prix de marché, il a été convenu de se baser sur le prix d'émission pour établir une courbe de taux.

Pour cela la Direction Générale du Trésor a été mise à contribution pour la régularité des émissions ce qui a permis une ébauche de courbe de taux.

La commission s'est attachée à apprécier cet impact en procédant à des travaux de simulation de l'évolution des actifs gérés des OPCVM dans l'optique d'une évaluation des obligations et valeurs assimilées sur la base de la valeur actuelle, d'une part, et à débattre de l'intérêt que la nouvelle méthode d'évaluation pourrait présenter pour la place de Tunis et plus particulièrement pour les actionnaires des OPCVM, d'autre part.

Après avoir réalisé des travaux de simulation, la commission s'est prononcée pour l'adoption de la méthode actuarielle comme principe d'évaluation pour les BTA détenus par les OPCVM. Cette proposition pourrait constituer un préalable à une possible généralisation de la méthode actuarielle aux autres titres de créances détenus par les OPCVM.

Le passage à l'évaluation des obligations et valeurs assimilées selon la méthode actuarielle permet de mettre à la disposition des gestionnaires des OPCVM et des professionnels de la place une information sur les prix des produits de taux, reflétant la réalité de l'évolution des taux d'intérêts sur la place et le risque qui en découle sur les produits obligataires.

La notion de risque attachée aux produits obligataires est occultée et les SICAV Obligataires sont considérées comme des produits sans risque, assurant un rendement fixe. Cette conception relève d'une culture financière qui n'est pas sans lien avec l'absence d'un marché secondaire obligataire actif, absence qui amène les OPCVM à évaluer les produits obligataires à leur prix d'acquisition, les dissociant, de la sorte, de l'évolution des taux d'intérêt observés sur le marché.

La commission a tenu, courant mois de juin 2005, une réunion au siège du CMF avec les gestionnaires d'OPCVM de la place. Il a été convenu de commencer la phase de test de la valorisation des bons du Trésor détenus par les OPCVM selon la méthode actuarielle et le comité obligataire s'est engagé à communiquer une courbe de taux à tous les gestionnaires d'OPCVM présents. Les gestionnaires d'OPCVM, de leur côté, se sont obligés à faire des simulations quotidiennes de valorisation et à communiquer les valeurs liquidatives théoriques au comité.

Il reste à établir une courbe de taux pour les obligations privées ce qui nécessite la mise en place d'une méthode pour la détermination des spreads.

Une réflexion à ce sujet a été engagée à l'occasion de la réunion semestrielle de l'IFREFI organisée à Tozeur en Janvier 2006.



CHAPITRE III LE CMF AU SERVICE DU DEVELOPPEMENT DU MARCHÉ

Bien que le CMF soit une autorité de régulation du marché, la concrétisation des objectifs des pouvoirs publics tendant à accroître la contribution du marché financier au financement de l'investissement privé de 4,1% en 2005 à 20% en 2009 nécessite la contribution du CMF pour la mise en place de divers instruments devant aider à la réalisation de cet objectif.

Outre la réduction de 50% des redevances supportées par les émetteurs à l'occasion des émissions nouvelles, un train de mesures a été mis en place pour atteindre cet objectif. Il s'agit notamment :

- de la création d'un nouveau marché (I), le Marché Alternatif ;
- de la mise en place d'un programme pilote national, réservé aux sociétés bénéficiaires du programme de mise à niveau en vue de leur permettre d'accéder au financement de leurs besoins en fonds propres par le marché (II) ;
- du lancement d'un programme de formation d'analystes financiers en vue de disposer des premiers Sponsors devant accompagner les premières sociétés à se faire lister sur le Marché Alternatif (III);
- de la mise en place d'une base de données sectorielles à la disposition des intervenants sur le marché (IV) ;
- et de la réactivation des rencontres spécialisées avec les professionnels dans le cadre des entretiens du CMF (V).

I. LE MARCHÉ ALTERNATIF

Partant du constat que le tissu économique national est constitué principalement des PME et des PMI et qu'en dépit de toutes les mesures de simplification et d'assouplissement introduites sur la réglementation en vigueur, rares sont les entreprises de cette catégorie qui sont éligibles à une introduction à la bourse, il a été décidé de créer un nouveau marché qui pourrait répondre à l'attente de ces entreprises pour le financement de leurs besoins en fonds propres.

Le marché alternatif est une structure inspirée du modèle anglais l'Alternative Investment Market (AIM) et du système français, l'Alternext.

Ce marché, aux règles d'accès simples, sera ouvert à toutes les entreprises ayant des prévisions prometteuses et une transparence totale acceptant de se soumettre aux exigences de publication et de communications telles que fixées par la législation en vigueur.

Pour se faire coter sur ce marché, la participation d'actionnaires institutionnels est suffisante. Ces actionnaires peuvent être des SICAR.

Deux nouveaux métiers agréés par le CMF, le sponsor et le market maker constituent le pilier du fonctionnement de ce marché.

Le sponsor qui peut être une société de gestion, un intermédiaire en Bourse ou une banque, est appelé à accompagner l'entreprise listée. Il se portera garant de la sincérité du projet créé et veillera à ce que les sociétés cotées sur ce marché respectent strictement les règles de transparence et d'informations financières prévues par la réglementation en vigueur.

Les market-makers qui peuvent être des banques ou des intermédiaires en bourse, assurent la liquidité de ce marché. Ils affichent quotidiennement un prix à l'achat et à la vente des titres des sociétés du marché alternatif. A la fin de la journée, le marché central permet la formation d'un prix de marché qui servira le lendemain comme prix de référence.

Le marché alternatif a fait ses preuves en Angleterre et ses débuts en France sont prometteurs. Tous les espoirs sont, donc, permis pour que le modèle tunisien connaisse le même succès d'autant plus que toutes les conditions de sa réussite ont été réunies et les préparatifs de sa concrétisation ont été entamés notamment par la mise en œuvre d'un programme national pilote adressé aux Entreprises candidates au programme de mise à niveau.

II. LE PROGRAMME NATIONAL PILOTE

Les entreprises éligibles au programme de mise à niveau sont confrontées, lors de la présentation de leur projet de mise à niveau, à un problème de financement car elles ne pourront bénéficier des crédits bancaires puis de la subvention que si elles consolident leurs fonds propres par une augmentation de capital. D'habitude, elles s'adressent aux SICAR pour le faire, mais souvent elles se heurtent à de multiples difficultés d'où l'idée de mettre à leur disposition des sources de financement direct par le marché.

Ce programme consiste en l'identification des entreprises objet des programmes de mise à niveau qui seraient susceptibles de recourir au financement direct. Un cadre général arrêté par les parties intervenantes à savoir le CMF, le Bureau de mise à niveau relevant du ministère de l'Industrie, de l'Energie et des Petites et Moyennes Entreprises, le Programme de Modernisation Industrielle et l'Ordre des experts Comptables, a été mis en place afin de diagnostiquer les entreprises volontaires et sélectionner une centaine d'entre elles pour les accompagner et les assister lors de leur introduction sur le marché alternatif.

III. ENGAGEMENT D'UNE ACTION DE FORMATION D'ANALYSTES FINANCIERS AVEC L'AIDE D'EXPERTS

Une place financière ne peut connaître un véritable développement si elle ne dispose pas de compétences dans le domaine de l'analyse financière et de l'évaluation.

Les analystes financiers en Tunisie sont très peu nombreux (quelques uns à peine), de plus, ils n'ont pas reçu de formation spécialisée dans le domaine.



LE CMF AU SERVICE DU DEVELOPPEMENT DU MARCHÉ

Les Sponsors devant travailler sur un marché encore plus risqué que le marché de la cote, devront nécessairement disposer d'analystes financiers très bien formés.

C'est dans ce but qu'il a été fait appel, avec l'aide d'experts tunisiens, à la Société Française d'Analystes Financiers pour combler ce vide et procéder à la formation des compétences tunisiennes dans le domaine.

L'enseignement qui sera dispensé débouchera sur un diplôme professionnel à validité internationale et permettra aux sociétés de bourse et de gestion de portefeuilles qui disposeront dans leurs effectifs de ce type d'analystes d'être accréditées comme entreprise aux normes internationales.

De plus le développement du métier d'analystes aura pour conséquence de rationaliser le marché.

IV. LA MISE EN PLACE D'UNE BASE DE DONNEES ET DES INDICES SECTORIELS

Pour permettre aux opérateurs du marché de disposer, pour leurs travaux d'évaluation, de critères de positionnement des entreprises et d'un outil de benchmarking, le CMF a procédé, durant l'année 2005, à la création d'un embryon de base de données contenant l'historique des comptes de sociétés afin de disposer de comparatifs sectoriels permettant de rapprocher au maximum la valorisation de l'entreprise de sa valeur réelle.

Par ailleurs, la place boursière tunisienne, aspirant à devenir une place financière régionale à l'horizon de l'année 2009, doit disposer d'indicateurs de référence conformes aux standards internationaux.

A cet effet, un comité des indices boursiers, créé à la fin de l'année 2004, a entamé ses travaux durant l'année 2005 afin de fixer les critères de choix et le référentiel nécessaires pour donner au marché les indicateurs appropriés.

Les travaux dudit comité ont abouti au lancement d'une panoplie d'indices sectoriels répartie selon la nouvelle norme internationale de classification industrielle ICB « Industry Classification Benchmark » et qui ont commencé à être publiés en 2006.

L'ensemble des indices sectoriels instaurés et représentant les différents domaines d'activité des sociétés cotées devrait faciliter le choix d'investissement aussi bien des gestionnaires de fonds que des investisseurs. Les gestionnaires peuvent ainsi créer une large gamme de produits dédiés en fonction du besoin de leurs clients tout en disposant d'un référentiel de comparaison.

V. LA REACTIVATION DES « DEBATS DU CMF »

Ces forums de discussion ont été institués en 2000 pour servir de lieu de rencontre et d'échanges de points de vue entre le régulateur et les différents intervenants du marché financier sur des problèmes rencontrés et des réformes à introduire pour faire évoluer le marché financier.

L'année 2005 a été marquée par la réactivation de ces débats.

En effet, au mois de mai 2005 ont eu lieu les 3ème débats du CMF autour du thème relatif à « l'étude de diagnostic et des recommandations pour le développement des marchés des capitaux en Tunisie ».



Les débats ont été organisés sous forme de panels pour traiter les différentes questions relatives à l'offre, à la demande et au fonctionnement du marché financier.

Les travaux des différents panels ont permis de diagnostiquer les problèmes et difficultés rencontrés sur le marché financier et ont proposé les solutions adéquates pour les surmonter.

Pour diversifier les produits offerts sur le marché financier, le CMF a organisé un séminaire consacré aux produits structurés et OPCVM dédiés. Il est espéré que ces nouveaux produits de gestion collective joueront un rôle important dans le développement de l'épargne institutionnelle et la dynamisation du marché financier.



CHAPITRE IV LE CMF REORGANISE SES STRUCTURES

Continuant sur sa lancée de modernisation de l'institution et du renforcement de ses structures pour remplir convenablement les missions qui lui sont confiées, le CMF a fait appel aux services du Centre National de l'Informatique (CNI) pour élaborer un plan d'actions informatiques (I) et a créé une nouvelle structure chargée des Statistiques et de la Conjoncture (II).

I. PLAN D' ACTIONS INFORMATIQUES ET DE COMMUNICATION

Les activités du CMF, durant ces dernières années, ont enregistré une évolution rapide et continue. Cette situation a engendré une complexité croissante des tâches de gestion et de suivi des dossiers relatifs au contrôle des acteurs du marché financier, d'appréciation de leur gestion et de vérification du respect de la réglementation en vigueur. Ces différentes tâches sont difficilement réalisables par le système d'information actuel, d'où le besoin de doter le CMF de moyens informatiques puissants, performants et sécurisants.

Pour réussir cette opération, il a été jugé utile de recourir aux services du CNI pour l'évaluation du système d'information et de communication actuel et l'élaboration d'un plan d'actions informatiques répondant aux besoins du CMF.

En 2005, le CMF a procédé en étroite collaboration avec le CNI à cette évaluation suivie d'une étude permettant de mettre à la disposition des différents départements les outils informatiques nécessaires à l'exécution de leurs mission et d'optimiser les moyens et ressources nécessaires à la mise en place d'une solution qui doit être cohérente, fiable, pérenne et sécurisée.

Les principaux projets d'informatisation retenus par cette étude sont les suivants :

- Projet 1 : Informatisation du domaine des Opérations et Informations Financières et du domaine référentiels communs des activités techniques ;
- Projet 2 : Informatisation du domaine Gestion de l'Épargne ;
- Projet 3 : Informatisation du domaine Suivi des Intervenants sur le Marché ;
- Projet 4 : Informatisation du domaine Pilotage, Enquêtes, Plaintes et Instructions ;
- Projet 5 : Système INTRANET ;
- Projet 6 : Mise à niveau du Site WEB ;
- Projet 7 : Informatisation de la Surveillance du Marché.

La phase suivante, qui sera entamée en 2006, concerne l'élaboration des cahiers des charges relatives à ces projets.

II. CREATION DU DEPARTEMENT DES STATISTIQUES ET CONJONCTURE

Afin d'adapter ses structures aux exigences de la nouvelle orientation, le CMF a créé le Département des Statistiques et Conjoncture

Les premières missions confiées à ce département en 2005 ont été la mise en place d'une base de données, et la participation aux travaux des différentes commissions créées dans le cadre du programme national pilote d'aide aux entreprises intégrées dans le programme de mise à niveau.



CHAPITRE V LE CMF DANS SON ENVIRONNEMENT NATIONAL ET INTERNATIONAL

La mondialisation de l'économie, la globalisation des marchés et des mouvements de capitaux imposent au CMF l'appartenance à la Communauté Internationale des Régulateurs. Cette approche est dictée par la nature même de son activité qui nécessite une mise à jour permanente de la réglementation régissant les marchés sur le plan national et compte tenu de l'interactivité des différents compartiments des marchés de capitaux, le CMF est dans l'obligation de tisser des liens étroits d'échange et de coopération avec les autres régulateurs nationaux.

I. LA COOPERATION INTERNATIONALE

La régulation des marchés financiers s'inscrit désormais dans un cadre internationalisé qui tend vers une standardisation des normes et techniques de surveillance. Pour pouvoir suivre cette évolution, le CMF s'efforce de maintenir des contacts avec ses partenaires étrangers et participe aux différents travaux des organisations internationales.

En 2005, le CMF a participé activement aux différents travaux menés à l'échelle internationale, notamment au sein de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) et de l'Institut Francophone de la Régulation Financière (IFREFI) qui regroupe les régulateurs de 16 pays francophones et qui a tenu au mois de janvier 2006 à Tozeur un séminaire de formation sur le thème « Marché obligataire », développement et problèmes posés aux régulateurs ».

Par ailleurs, et dans le cadre de l'implantation du marché alternatif, certains membres du collège et autres cadres du CMF, ont effectué des visites d'information à la place de Londres sur invitation du Lord Mayon de Londres et à la place de Paris pour s'inspirer de leurs modèles.

D'autres cadres du CMF ont participé à des séminaires de formation et ont effectué des stages en milieu de travail auprès d'institutions étrangères exerçant dans le domaine du marché financier pour bénéficier de leurs expériences en la matière.

II. LA PARTICIPATION AUX PRINCIPALES MANIFESTATIONS FINANCIERES LOCALES

Pour être à l'écoute du marché et coller à ses préoccupations, le CMF participe aux différentes manifestations nationales relatives au marché financier. En 2005, plusieurs cadres et responsables du CMF ont assisté à divers rencontres et séminaires avec les intervenants du marché.

Parmi ces manifestations, on peut citer les rencontres de l'Institut Arabe des Chefs d'Entreprises (IACE), les congrès annuels de l'Ordre des Experts Comptables de Tunisie (OECT) et les séminaires organisés par d'autres organismes et structures tels que la BCT et la BVMT.

CHAPITRE VI LES RESSOURCES DU CMF ET LEUR EMPLOI

Le CMF est un établissement doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière. Ses ressources proviennent des différentes redevances perçues sur les opérations de marché et sur la gestion des OPCVM.

Résultat des activités du CMF au cours de l'exercice 2005 :

L'année 2005 a enregistré une reprise du marché boursier qui s'est traduite par l'amélioration des capitaux traités sur le marché secondaire.

Le volume des transactions réalisées sur les Marchés de la Cote, du Hors Cote et des Obligations est passé de 337 millions de dinars en 2004 à 727 millions de dinars en 2005 et a été accompagné par une hausse du volume des enregistrements et déclarations qui est passé de 352 millions de dinars en 2004 à 934 millions de dinars en 2005.

Par contre, le volume des émissions soumises aux commissions perçues par le CMF a accusé une baisse de 15,4% en passant de 169 millions de dinars en 2004 à 143 millions de dinars en 2005.

Quant aux redevances sur les actifs gérés des organismes de placements collectifs -OPC- elles ont enregistré une amélioration par rapport à 2004 de l'ordre de 17,44%.

En conséquence, à la clôture de l'exercice 2005, les activités du CMF ont dégagé des résultats excédentaires de l'ordre de 1.108 mille dinars contre 522 mille dinars en 2004.

Situation financière :

Les actifs du CMF sont constitués à hauteur de 88,20% par des actifs courants totalement couverts par des fonds propres.

68% des actifs sont placés en compte à terme.

Les états financiers du CMF sont préparés et présentés conformément au cadre conceptuel et aux normes comptables régissant la comptabilité financière en Tunisie. Ils sont exprimés en dinars tunisiens.

L'état de résultat est présenté selon le modèle autorisé et l'état des flux de trésorerie selon le modèle de référence.

Les données financières concernant les quatre dernières années se présentent comme suit :

LES RESSOURCES DU CMF ET LEUR EMPLOI

Données financières :

Actifs	En dinars			
	31/12/2005	31/12/2004	31/12/2003	31/12/2002
ACTIFS NON COURANTS	1 351 112	1 482 464	1 573 975	1 490 927
dont-immobilisations corporelles	1 100 649	1 110 004	1 201 685	1 209 340
- immobilisations financières	345 273	367 970	368 017	267 335
ACTIFS COURANTS	10 100 210	8 732 222	8 077 139	7 428 415
dont-liquidités et équivalents de liquidités	9 026 142	7 974 043	7 272 476	6 792 607
TOTAL :	11 451 322	10 214 686	9 651 114	8 919 342

Passif	En dinars			
	31/12/2005	31/12/2004	31/12/2003	31/12/2002
CAPITAUX PROPRES	10 845 699	9 708 157	9 166 282	8 423 188
Fonds de dotation	5 000 000	5 000 000	5 000 000	5 000 000
Réserves et autres capitaux propres	4 736 843	4 179 548	3 439 958	2 497 537
Résultats reportés	609	6 324	790	147 047
Résultats de l'exercice	1 108 247	522 285	725 534	778 604
PASSIFS	605 622	506 530	484 832	496 154
- dont passifs courants	605 622	483 809	458 615	477 943
TOTAL	11 451 322	10 214 686	9 651 114	8 919 342

Compte d'exploitation	En dinars			
	2005	2004	2003	2002
Produits d'exploitation	3 982 923	3 167 285	3 100 403	3 000 461
Dont :- Redevances et assimilés	3 972 770	3 140 966	3 031 387	2 931 558
- Autres produits d'exploitation	10 152	26 319	69 016	68 903
Charges d'exploitation	<3 289 956>	<3 034 199>	<2 862 435>	<2 586 254>
Dont : - charges de personnel	2 290 630	2 092 590	2 012 559	1 939 794
- moyens logistiques et de communications	767 765	694 345	635 365	653 096
Résultat d'exploitation	692 966	133 087	237 968	414 208
Gains ou pertes hors exploitation	415 280	389 198	487 566	364 397
Résultat net de l'exercice :	1 108 247	522 285	725 534	778 604

LES RESSOURCES DU CMF ET LEUR EMPLOI



Conseil du Marché Financier

Etat des Flux	En dinars			
	2005	2004	2003	2002
Flux liés à l'exploitation	1 118 419	762 264	593 374	709 983
Encaissement sur redevances et commissions	3 707 451	3 182 885	2 926 321	2 959 519
Encaissement divers	623 341	612 724	646 049	645 641
Décaissement aux fournisseurs et au personnel	<2 531 940>	<2 410 095>	<2 402 182>	<2 236 322>
Autres décaissements	<680 059>	<623 250>	<576 157>	<658 241>
Flux liés à l'investissement	<68 185>	<61 612>	<113 130>	<592 421>
Variation de Trésorerie	1 050 234	700 652	480 244	117 562
Trésorerie au début de l'exercice	7 972 126	7 271 474	6 791 230	6 673 668
Trésorerie à la clôture de l'exercice	9 022 360	7 972 126	7 271 474	6 791 230

Les produits du CMF en 2005 :

Le total des produits du CMF est de 4.420 mille dinars en 2005 contre 3.556 mille dinars en 2004 :

- La reprise du volume des transactions sur le marché secondaire a amélioré les revenus du CMF, particulièrement, ceux provenant du compartiment des enregistrements.

Cette progression a engendré une nette amélioration des redevances globales perçues par le CMF sur la BVMT qui sont passées de 905 mille dinars en 2004 à 1449 mille dinars en 2005, enregistrant ainsi une hausse de 60,11%.

- Les redevances sur les actifs gérés par les OPC ont consolidé leur position de première source de revenus du CMF, et sont passées de 1927 mille dinars en 2004 à 2263 mille dinars en 2005, réalisant ainsi une augmentation de 17,44% grâce à l'amélioration de la moyenne mensuelle des actifs gérés par les SICAV obligataires.

- Les commissions sur les émissions nouvelles et sur les visas ont accusé une baisse de 24%, en passant de 253 mille dinars en 2004 à 194 mille dinars en 2005.

- Les autres produits du CMF se sont améliorés de 9%, en passant de 470 mille dinars en 2004 à 514 mille dinars en 2005. Ces produits proviennent, essentiellement, du placement des liquidités et des insertions et abonnement au Bulletin Officiel du CMF.

Les charges du CMF en 2005 :

Les charges du CMF ont atteint 3.313 mille dinars en 2005, contre 3.036 mille dinars en 2004 soit une hausse de 9,12% due essentiellement à l'augmentation des charges du personnel suite à l'augmentation salariale, au loyer du siège et aux charges allouées à la formation du personnel.

Les charges du personnel, le loyer du siège et la logistique accaparent plus de 92% des charges de l'institution.



FAITS SAILLANTS

Janvier

- Poursuite des acquisitions d'actions BIAT essentiellement par deux investisseurs étrangers : Balkney Investors et Emerging Europe SICAV FUND ;
- Promulgation de la loi n° 2005-12 du 26 janvier 2005 portant modification des dispositions du code des sociétés commerciales ;
- Radiation de la STIL de la cote de la bourse et son maintien dans la catégorie des sociétés faisant APE dans la mesure où le nombre de ses actionnaires est supérieur à 100 ;
- Octroi du visa du CMF au prospectus d'OPV et d'admission à la cote des actions de la société GIF FILTER ;
- Octroi du visa du CMF au prospectus d'OPV, d'augmentation de capital par voie de souscriptions publiques et d'admission à la cote des actions de la société ASSAD.

Février

- Octroi de l'agrément du CMF pour la création d'un FCP MIXTE promu par MAC SA et Amen Bank ;
- Suspension de la cotation en bourse des actions ASTREE suite à l'achat auprès de l'assureur AGF de 42% du capital (au prix de 24,400D) par le groupe Banque de Tunisie (12%) et le groupe des assurances du crédit mutuel (30%) ;
- Rachat par la BNA des actions Tunisie-Lait ;
- Poursuite des acquisitions d'actions BIAT essentiellement par deux investisseurs étrangers : Balkney Investors et Emerging Europe SICAV FUND ;
- Octroi de l'agrément du CMF pour la constitution des OPCVM suivants :
 - SICAV Entreprise de type obligataire promue par Tunisie Valeurs
 - SICAV Amen Trésor de type obligataire promue par Amen Invest
 - FCP MAC CROISSANCE de type mixte promu par MAC SA et Amen Bank
 - FCP MAC EPARGNANT de type mixte promu par MAC SA et Amen Bank
 - FCP MAC EQUILIBRE de type mixte promu par MAC SA et Amen Bank
- Publication de la liste des sociétés défaillantes en matière de communication et de publication des états financiers provisoires annuels ;
- Décision du CMF de soumettre la Banque de Tunisie à une procédure de maintien de cours sur le reste des actions composant le capital de l'ASTREE appartenant aux actionnaires qui possèdent individuellement au plus 5% du capital de ladite société dans la mesure où la participation du groupe BT, agissant de concert avec le Groupe des Assurances du Crédit Mutuel, a permis d'obtenir le contrôle majoritaire en droits de vote dans le capital de la société ASTREE ;
- Déclassement de la société DICK de la liste des sociétés faisant APE suite au rachat par les actionnaires initiaux ou par les actionnaires du groupe de la totalité des actions souscrites par le public ;
- Organisation au profit des agents et cadres du CMF d'un cycle de perfectionnement en langue anglaise ;
- Démarrage des travaux de mise en place du système d'information et de communication du CMF.

Mars

- La SOTETEL a été invitée par le CMF à expliquer la Baisse de son cours en bourse observée avant la publication de ses résultats provisoires 2004 ;
- Introduction de la société GIF à la cote de la bourse ;
- Mouvement entre étrangers sur les actions SOMOCER (Vente par AL MAL KUWAITY et Achat par des investisseurs des émirats arabes unis) ;
- Octroi de l'agrément du CMF pour la création de trois FCP (2 Mixtes et 1 Obligataire) ;
- Assouplissement par le collège des conditions d'admission à la cote par augmentation de capital dans le public ;
- Adoption par le collège d'un modèle de contrat de liquidité ;
- Poursuite des achats d'actions BIAT par les étrangers ;
- Introduction de la société ASSAD à la cote de la bourse (Avec prise ferme par la BIAT & l'ATB) ;
- Octroi de l'agrément du CMF pour la constitution des OPCVM suivants :
 - FCP MAGHREBIA PRUDENCE de type obligataire promu par L'UFI et l'UIB ;
 - FCP MAGHREBIA MODERE de type mixte promu par L'UFI et l'UIB ;
 - FCP MAGHREBIA DYNAMIQUE de type mixte promu par L'UFI et l'UIB.
- Rappel aux dirigeants des Sociétés d'Investissement à Capital Variable -SICAV- et aux sociétés chargées de la gestion des SICAV, des obligations d'information relatives aux états financiers annuels des OPCVM ;
- Suspension par le CMF de la cotation des titres de la SOTETEL dans l'attente de la communication de ses résultats provisoires annuels.
- Déclassement de la société VAGA de la liste des sociétés faisant APE suite au remboursement anticipé de son emprunt obligataire émis en 2003.
- Reprise de la cotation des titres de la SOTETEL suite à la levée des causes de leur suspension.

Avril

- La STEQ a été invitée par le CMF à expliquer la hausse de son cours en bourse ;
- Annonce par SOMOCER de la non distribution de dividendes au titre des exercices 2004,2005 et 2006 ;
- Annonce par ATB d'une augmentation de son capital social par attribution gratuite d'actions (1 pour 7) et par l'émission en numéraire (4 pour 7 avec prime de 13D) ;
- Hausse appréciable du TUNINDEX représentant l'appréciation des cours des sociétés du secteur bancaire (BT, ATB, UBCI) ;
- Poursuite de la hausse du marché soutenue principalement par l'UBCI et des valeurs à petite capitalisation. (STEQ & SOTUVER). La BT a connu une correction de son cours après une hausse de plus de 26% ;
- Stabilité du marché suite à l'arrêt de l'euphorie sur les valeurs bancaires ;
- Euphorie générale du marché sur les valeurs à petite Capitalisation, suite à l'annonce d'une volonté d'investissement en Tunisie d'un fond de Dubai pour la somme de 500MD. Les valeurs financières et TUNISAIR sont épargnées de cette hausse ;
- Cette hausse n'a pas duré et a été suivie d'une accalmie du marché puis d'une reprise du marché suite à l'intervention d'investisseurs Etrangers ;
- Participation de cadres du CMF à trois cycles de formation sur la consolidation des comptes, les clés de la gestion de portefeuilles, l'ingénierie financière et les techniques modernes d'évaluation des entreprises.



FAITS SAILLANTS

Mai

- Approbation par le CMF du pacte d'honneur des intermédiaires en bourse établi par l'Association des Intermédiaires en Bourse ;
- Recensement par le CMF des groupes de sociétés ;
- Décision du Président du Tribunal de 1ère instance de Sousse de soumettre Tunisie Lait à une procédure de règlement judiciaire sur demande des créanciers et désignation d'un juge commissaire et d'un administrateur judiciaire en vue de l'élaboration d'un plan de redressement ;
- Suspension de la cotation en bourse des actions Tunisie Lait ;
- Euphorie en bourse sur la valeur UIB : le cours s'est apprécié de plus de 15% ;
- Best Bank a vendu toute sa part dans TLS (2,70% soit 54 043 titres) ;
- Marché en légère hausse suite à l'appréciation des valeurs bancaires ;
- Suspension de la cotation en bourse des actions Général Leasing (OPA 45% Capital à 14D par Groupe Jilani) ;
- Marché soutenu par des achats d'investisseurs étrangers sur la BIAT ;
- Révision à la baisse du Dividende de la Compagnie Internationale de Leasing par la BCT ;
- Appréciation des valeurs bancaires avec légère euphorie sur la Banque du Sud, la BIAT et l'ATB ;
- Tenue d'un Conseil Ministériel le 25 mai pour le renforcement du rôle du CMF et la simplification des conditions d'admission à la cote de la bourse ;
- Communiqué BIAT sur son intention de participer à l'opération de privatisation de la Banque du Sud ;
- Octroi de l'agrément du CMF pour la constitution de l'OPCVM et de la société de gestion suivants :
 - SICAV PATRIMOINE de type obligataire promue par la FPG intermédiaire en bourse ;
 - La société de Gestion d'OPCVM "SMART ASSET MANAGMENT" promue par SMART Finance ;
- Séminaire organisé par le CMF sur le thème : « Débats du CMF autour de l'étude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés des capitaux en Tunisie » ;
- Participation de cadres du CMF à un cycle de formation sur « la gouvernance d'entreprise : dimension culturelle, économique et sociale » ;
- Organisation d'un cycle de perfectionnement en informatique au profit des agents du CMF chargés des travaux de bureautique ;
- Déclassement de la société Internationale Tourism Compagnie-ITC- de la liste des sociétés faisant APE suite au rachat par les actionnaires initiaux ou par les actionnaires du groupe de la totalité des actions souscrites par le public ;
- Le CMF déclare l'OPA lancée sur les actions de GENERAL LEASING irrecevable ;
- Mission effectuée par trois cadres du CMF auprès de l'Autorité française des Marchés Financiers afin de bénéficier de l'expérience française en matière de mise en place de système d'information ;
- Mission à Londres sur invitation du Lord Mayor de la City d'une délégation du CMF pour étudier les possibilités de coopération avec la Bourse de Londres et informations sur l'Alternative Investment Market.

Juin

- Mise en œuvre du programme de contrôle sur place auprès des intermédiaires en bourse ;
- Organisation, dans le cadre des débats du CMF, d'un séminaire ayant pour thème « Les produits structurés et les OPCVM dédiés » ;

- Réunion du CMF avec les intermédiaires en bourse pour une action de sensibilisation du rôle qu'ils sont appelés à jouer à l'avenir compte tenu des défis à relever par la place de Tunis ;
- Sensibilisation des sociétés mères à l'obligation d'établir et de publier des états financiers consolidés ;
- Participation du CMF au séminaire organisé à Bruxelles par l'IFREFI ;
- Avis du CMF concernant la modification des statuts de la BVMT ;
- Avis du CMF concernant l'approbation des statuts de l'association des intermédiaires en bourse ;
- Participation de cadres du CMF à une formation sur le thème « Politiques publiques et dynamique d'émergence : quels enseignements pour le Maghreb ? » ;
- Participation de cadres du CMF à une formation sur le thème « Analyse technique et analyse fondamentale des marchés » ;
- Participation de cadres du CMF à une formation sur le thème « Amélioration de la liquidité des marchés de la bourse » ;
- Déclenchement de la phase de test de la valorisation des bons du Trésor détenus par les OPCVM selon la méthode actuarielle. Une courbe des taux, établie par les cadres du CMF, est envoyée à tous les gestionnaires d'OPCVM à la suite de l'annonce du résultat de l'adjudication des BTC et/ou BTA. Les gestionnaires d'OPCVM, pour leur part, communiquent au CMF la valeur liquidative théorique calculée selon cette méthode.

Juillet

- Baisse du marché en anticipation de l'OPV sur les actions Karthago air lines ;
- Importantes transactions sur les actions BIAT (2% capital) entre étrangers ;
- Communiqué SOTETEL expliquant le déficit enregistré de 2.7MD ;
- Importantes transactions sur SIAME & STEQ entre les membres de la famille AREM et poursuite de la hausse des titres (SOTRAPIL, ELECTROSTAR, SIPHAT) ;
- Marché dominé largement par des achats pour compte étrangers (SOTRAPIL, ELECTROSTAR, SOTETEL, GIF). Importante transaction sur ASSAD au profit de l'investisseur étranger : TALAL AL KHOURI ;
- Constitution de SMART ASSET MANAGEMENT, société de gestion d'OPCVM ;
- Octroi du visa du CMF au prospectus d'ouverture au public de SICAV Entreprise promue par Tunisie valeurs ;
- Promulgation de la loi n° 2005-58 du 18 juillet 2005, relative aux fonds d'amorçage ;
- Promulgation de la loi n° 2005-59 du 18 juillet 2005, portant dispositions fiscales tendant à l'encouragement des fonds d'amorçage ;
- Publication du décret n° 2005-1977 du 11 juillet 2005 portant modification du décret n° 99-2773 du 13 décembre 1999, portant fixation des conditions d'ouverture des « comptes épargne en actions », des conditions de leur gestion et de l'utilisation des sommes et titres qui y sont déposés, tel que modifié par le décret n° 2002-1727 du 29 juillet 2002 ;
- Publication du décret n° 2005-1976 du 11 juillet 2005 portant modification du décret n° 2001-2278 du 25 septembre 2001 portant application des dispositions des articles 15, 29, 35, 36 et 37 du code des organismes de placement collectif ;
- Promulgation de la loi n° 2005-56 du 18 juillet 2005 relative à l'essaimage des entreprises économiques ;
- Promulgation de loi n° 2005-57 du 18 juillet 2005 relative aux centres d'affaires d'intérêt public économique ;
- Promulgation de la loi n° 2005-65 du 27 juillet 2005 modifiant et complétant le code des sociétés commerciales;



FAITS SAILLANTS

- Publication de la décision Générale du Conseil du Marché Financier n° 9 du 27 juillet 2005 relative au modèle de contrat de liquidité ;
- Octroi du visa du CMF au prospectus d'OPV et d'admission à la cote des actions de la société KARTHAGO AIRLINES.

Août

- Décision du CMF de suspendre le titre Amen Lease de la cotation en bourse à partir du 04/08/05 jusqu'à la communication par les Conseils d'Administration de TLS et ALS des décisions concernant leur projet de fusion;
- Marché dominé par des achats pour étrangers (SOTRAPIL, ELECTROSTAR, SIPHAT) et Vente de 10 000 titres SOMOCER ;
- Introduction en bourse de K AIRLINES. Au 1er jour de cotation : réservation à la hausse à 10 D soit 108%. Ouverture de la fourchette à 20%.
- Lancement d'une OPR sur Amen Lease ;
- Clôture de la liquidation de la société Premium SICAV ;
- Confirmation par Amen Bank de l'engagement ferme et irrévocable à prendre en charge les échéances des emprunts obligataires émis par sa filiale Amen Lease ;
- Suspension de la cotation des titres d'Amen Lease dans l'attente de la communication des décisions portant sur son projet de fusion avec la société Tunisie Leasing ;
- Le CMF déclare recevable, l'OPR lancée sur les actions AMEN LEASE par des membres du groupe AMEN.

Septembre

- Cessation de l'activité SVT de l'intermédiaire en bourse BNA-Capitaux ;
- Reprise des achats par les étrangers sur les valeurs SOTRAPIL, SIPHAT & SOTETEL, marché dopé par la réservation à la hausse de TUNISIAR suite à l'annonce de la réunion de son conseil d'administration, les achats par les étrangers, l'opération de reclassement au niveau de la STEQ, les mouvements importants sur SOTRAPIL, KARTHAGO & SIPHAT (achats pour les tunisiens et vente par les étrangers) ;
- Publication du décret n°2005-2603 du 24 septembre 2005, portant application des dispositions de l'article 2 de la loi n°2005-58 du 18 juillet 2005 relative aux fonds d'amorçage ;
- Arrêté du ministre des finances du 24 septembre 2005, portant visa des modifications introduites au niveau du règlement général de la bourse des valeurs mobilières de Tunis ;
- Arrêté du ministre des finances du 24 septembre 2005, portant visa des modifications introduites au niveau du règlement du conseil du marché financier relatif à l'appel public à l'épargne ;
- Radiation de la valeur Amen Lease de la cote de la bourse suite à une OPR et son maintien dans la catégorie des sociétés faisant APE dans la mesure où elle est émettrice d'emprunts obligataires non encore remboursés ;
- Décision du Tribunal concernant le mode de remboursement des emprunts obligataires émis par la société BATAM;
- Assouplissement des conditions d'admission à la cote et unification du marché des titres de capital ;
- Modification de l'article 30 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne ;
- Participation de cadres du CMF à une formation sur le thème « La sécurité informatique dans les institutions financières ».

Octobre

- Octroi par le CMF de son agrément de principe à la société AXIS CAPITAL BOURSE pour l'exercice de l'activité d'intermédiation en bourse ;
- Promulgation de la loi n° 2005-96 du 18 octobre 2005 relative au renforcement de la sécurité des relations financières.
- Reprise du marché suite à l'annonce d'une communication financière par le PDG de TUNISAIR ;
- Octroi de visas du CMF aux prospectus d'ouverture de « MAC EQUILIBRE FCP », « MAC CROISSANCE FCP » et « MAC EPARGNANT FCP » ;
- Octroi d'agrément du CMF pour la constitution des sociétés suivantes :
 - STRATEGIE ACTIONS SICAV promue par la société de gestion d'OPCVM « SMART ASSET MANAGEMENT » ;
 - Tunisie Titrisation, société de gestion de FCC promue par la BIAT.
- Déclassement de la société IFT SICAF de la liste des sociétés faisant APE, le nombre de ses actionnaires étant devenu inférieur à 100 ;
- Nomination de Ben Bernanke à la tête de la Réserve Fédérale Américaine en remplacement de Alan Greenspan ;
- Organisation d'un stage de formation au responsable de l'audit interne au CMF.

Novembre

- Publication de la circulaire de la Banque Centrale de Tunisie n°19/2005 autorisant les étrangers non-résidents à acquérir jusqu'à 10% du montant estimatif des émissions des BTA au lieu de 5% du montant émis pour chaque ligne de BTA tel que prévu auparavant par la circulaire n°03/2004 ;
- Poursuite de la baisse de KARTHAGO et SOTRAPIL et refuge vers quelques valeurs bancaires (BT, UIB et BIAT) ;
- Reprise des valeurs KARTHAGO et SOTRAPIL suite à des achats générant une reprise générale du marché ;
- Réalisation de 7 blocs sur BIAT au profit (V/G Med Driss ; A/Groupe Mabrouk)
- Réalisation de 7 transactions de blocs sur BS au prix de 9D (A/Banque ANDALUMAGHREB) ;
- Enregistrement des 33,54% de la BS au profit de Banque ANDALUMAGHREB ;
- Marché dominé par des mouvements sur BIAT pour des étrangers ;
- Création d'une Commission pilotée par le CMF chargée de l'adoption de la méthode actuarielle pour l'évaluation des obligations privées par les OPCVM ;
- Publication du décret n° 2005-3018 du 21 novembre 2005 portant application des dispositions de l'article 329 du code des sociétés commerciales (réglementation des emprunts obligataires)
- Approbation par le juge commissaire du Tribunal de 1ère instance de Sousse du programme de restructuration proposé par l'administrateur judiciaire concernant la société Tunisie-Lait ;
- Visite d'information d'une délégation malgache au CMF ;
- Consultation de divers intervenants sur le marché pour la proposition d'indicateurs trimestriels par secteur d'activité ;
- Lancement des travaux de la commission obligataire ayant pour mission l'établissement d'un modèle de valorisation des obligations privées pour les OPCVM en s'appuyant sur la courbe des taux du benchmark qui est en phase de test (courbe des taux d'État) ;



FAITS SAILLANTS

- Déclenchement au CMF d'une étude de planification du développement du système d'information : « Plan d'actions informatiques » dont la mise en place s'étale sur une période de trois ans et qui permettra de doter le CMF des moyens et outils informatiques performants et adaptés à ses besoins.

Décembre

- Organisation à l'IFBT en collaboration avec le CMF d'un cycle de formation pour les responsables de contrôle auprès des intermédiaires en bourse ;
- Octroi de l'agrément du CMF à la Banque Tuniso Libyenne pour distribuer les actions et parts des OPCVM suivants : SICAV AXIS TRESORERIE et FCP AXIS CAPITAL PROTEGE ;
- Octroi de visas du CMF à trois prospectus d'ouverture au public de FCP MAGHREBIA PRUDENCE , FCP MAGHREBIA MODERE et FCP MAGHREBIA DYNAMIQUE ;
- Promulgation de la loi n°2005-105 du 19 décembre 2005, relative à la création des fonds communs de placement à risque ;
- Décision de traduction de la société d'intermédiation FINACORP devant le conseil de discipline du CMF ;
- Décret n° 2005-3144 du 6 décembre 2005 portant modification du décret n°2001-2728 du 20 novembre 2001 relatif aux conditions d'inscription des valeurs mobilières et aux intermédiaires agréés pour la tenue des comptes en valeurs mobilières (modification de l'art 16) ;
- Décision du CMF concernant la non soumission de l'adjudicataire retenu dans l'opération de privatisation de la Banque du Sud au dépôt obligatoire d'une OPA, ni à une procédure de maintien de cours à prix fixe ;
- Octroi du visa du CMF au prospectus d'OPV, d'augmentation de capital par voie de souscriptions publiques et d'admission à la cote des actions de la société SITS.
- Lancement des travaux du projet pilote de promotion du financement des investissements des entreprises concernées par le programme de mise à niveau à travers le marché financier. Un comité de pilotage, représenté par les premiers responsables des institutions concernées par ledit projet (CMF, Bureau de Mise à Niveau-BMN-, Bureau d'Assistance aux Entreprises-BAE- et le Programme de Modernisation Industrielle -PMI-), a été créé pour arrêter la démarche à suivre et orienter les travaux de l'Unité de Gestion de Projet par objectif (UGPO). Cette unité est composée de représentants du CMF, du BMN, du BAE et du PMI;
- Participation de cadres du CMF à un forum organisé par l'IACE sur le thème « Forum Euro-méditerranéen de l'entreprise ».