

**REPUBLIQUE TUNISIENNE**



**C O N S E I L  
D U M A R C H E  
F I N A N C I E R**

---

**R A P P O R T  
A N N U E L  
2 0 1 0**

## **TITRE I :**

### **PRESENTATION DU CONSEIL DU MARCHE FINANCIER**

Institué par la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier telle que modifiée et complétée par les textes subséquents, le Conseil du Marché Financier (CMF) est une autorité administrative indépendante dotée de la personnalité civile et de l'autonomie financière ce qui garantit sa neutralité et lui confère les prérogatives de puissance publique lui permettant d'assurer son rôle de régulateur du marché financier tunisien.

#### **➤ UN REGULATEUR AVEC DES MISSIONS CLAIRES ET OBJECTIVEMENT ETABLIES :**

En tant qu'organe de régulation du marché financier tunisien, le CMF a pour mission légale de :

- veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières, produits financiers négociables en bourse et tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne ;
- organiser et veiller au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières et de produits financiers négociables en bourse.

#### **Le CMF œuvre au renforcement de la transparence financière**

La protection de l'épargne investie en valeurs mobilières passe par le contrôle de l'information fournie aux investisseurs c'est à dire un suivi par le CMF du respect des obligations d'informations mises à la charge des sociétés émettrices

et qui consistent à fournir à tout moment aux investisseurs une information en matière économique, financière, comptable nécessaire à tout opérateur pour qu'il puisse investir ou désinvestir en toute connaissance de cause.

Ce contrôle s'exerce soit

- de manière occasionnelle à l'occasion d'un évènement social susceptible d'avoir une influence sur les cours
- ou de manière périodique à l'occasion de la tenue d'une AGO, AGE

### **Le CMF assure la surveillance du marché :**

Afin d'assurer le bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières et de produits financiers négociables en bourse, le CMF procède au suivi des négociations afin de déceler sur le marché les comportements qui peuvent apparaître comme anormaux et détecter ainsi les éventuelles infractions aux lois et règlements et notamment les délits boursiers.

### **Le CMF contrôle les intervenants du marché :**

Dans le cadre de ses missions, le CMF exerce un contrôle permanent sur la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, la STICODEVAM, les intermédiaires en bourse et les sociétés de gestion de portefeuille pour le compte de tiers. Le CMF assure également la tutelle des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

### **Le CMF veille à l'encadrement du marché financier**

Dans le cadre de sa mission d'accompagnement du marché financier tunisien, le CMF initie et 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.

➤ **UN REGULATEUR DOTE DES POUVOIRS ADEQUATS ET DES RESSOURCES NECESSAIRES :**

Pour mener à bien ses missions, le CMF dispose d'importants pouvoirs qui lui ont été octroyés par la loi à savoir :

- le pouvoir d'édicter des règlements et des décisions générales dans les domaines de sa compétence
- le pouvoir de prendre des décisions individuelles n'ayant pas un caractère réglementaire
- le pouvoir de procéder à des investigations auprès de toute personne physique ou morale et ce pour l'exécution de ses missions
- le pouvoir d'infliger des sanctions pour faire respecter les dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Le CMF dispose également de ressources stables, indépendantes du budget de l'Etat et qui proviennent notamment de :

- une redevance perçue sur la BVMT (volume des transactions)
- une redevance perçue sur la STICODEVAM (chiffre d'affaires)
- une redevance perçue sur les OPCVM (actifs gérés)
- une commission sur les émissions nouvelles par appel public à l'épargne ;
- une commission sur le visa des publications (émission nouvelle, admission en Bourse, offres publiques)
- du revenu de ses biens ;

**➤ UN REGULATEUR RESPONSABLE DANS L'EXERCICE DE SES MISSIONS ET DE SES POUVOIRS :**

Le CMF est publiquement responsable de l'utilisation qu'il fait de ses pouvoirs et de ses ressources. Il a ainsi une obligation de présenter chaque année un rapport sur son activité au Président de la République. Il est également soumis au contrôle de la Cour des comptes.

Le CMF est également responsable envers la loi puisque ces décisions ne sont prises qu'après respect des procédures garantissant les droits de la défense et lesdites décisions sont susceptibles de recours devant la Cour d'Appel de Tunis.

**➤ UN REGULATEUR FONCTIONNELLEMENT INDEPENDANT :**

Composition du collège du CMF :

*M. Mohamed Férid EL KOBBI (Président)*

*M. Hichem EL BEJI (Juge du 3ème degré)*

*M. Abderrazak BEN KHLIFA (Conseiller au Tribunal Administratif)*

*M. Mohamed Rafik KRAIEM (Conseiller à la Cour des Comptes)*

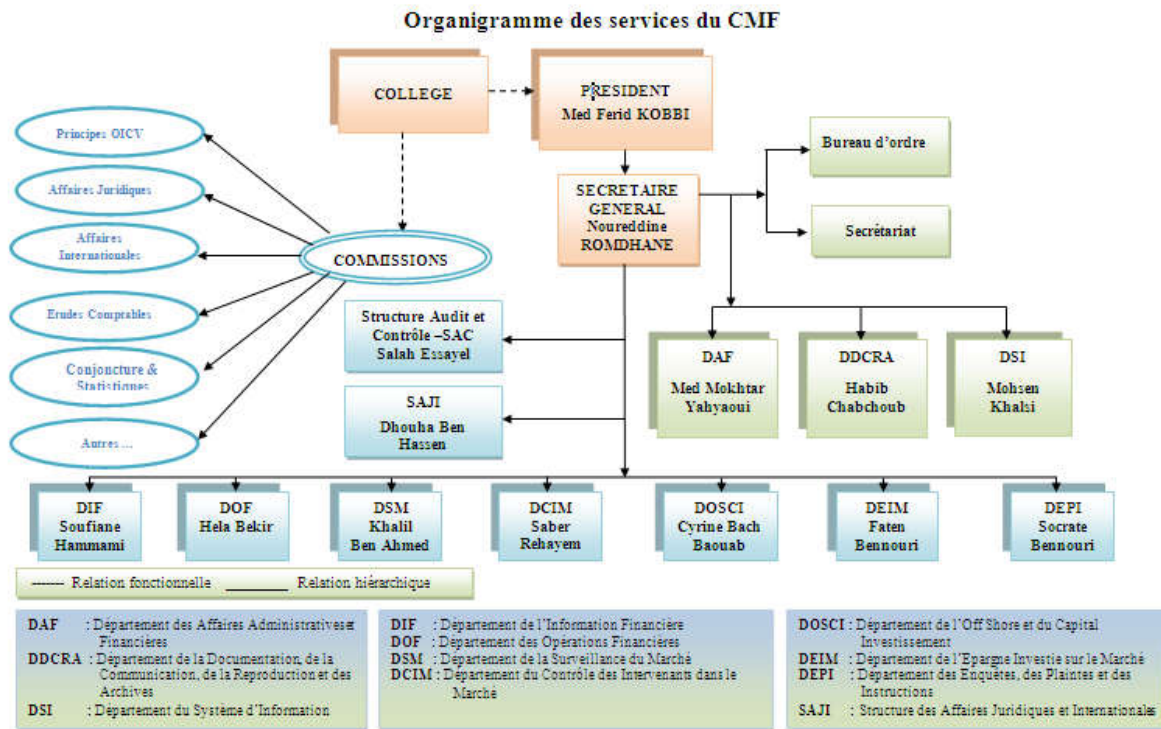
*Mme Souhir TAKTAK (représentante du Ministère des Finances)*

*M. Mohamed REKIK (représentant de la Banque Centrale de Tunisie)*

*M. Adel GRAR (représentant de la profession des intermédiaires en bourse)*

*MM. Abdelhay CHOUIKHA, Brahim RIAHI, Mohsen TALEB (membres choisis en raison de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne)*

# Organigramme :



## **TITRE II : L'ACTIVITE DU CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER**

### **CHAPITRE I - LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE**

Le CMF veille à garantir l'exactitude, l'exhaustivité et la qualité de l'information financière publiée par les sociétés faisant appel public à l'épargne, que ce soit lors de l'instruction des dossiers soumis pour l'obtention de visa, ou à l'occasion du contrôle périodique et permanent de la divulgation des informations et du suivi des franchissements des seuils de participation.

Dans ce cadre, le CMF invite les sociétés concernées à s'assurer de ce que l'information mise à la disposition du public reflète de manière fidèle et sincère la situation de la société et ses perspectives d'avenir.

#### **I- LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DE L'OCTROI DE VISA**

L'instruction des dossiers soumis pour visa, constitue pour les services du CMF l'occasion de renforcer la transparence des sociétés et d'ancrer au niveau des structures de direction des sociétés faisant appel public à l'épargne, la culture de la publication de l'information et de la gouvernance.

Le nombre de visas accordés par le CMF en 2010 s'est élevé à 33 contre 34 en 2009, répartis comme suit :

- Introduction en bourse moyennant une offre publique à prix ferme et un placement garanti : 1

- Augmentation de capital : 9 dont 4 à travers une offre à prix ferme d'actions nouvelles en vue de l'introduction de leurs actions à la cote de la bourse et une consécutive à une opération de fusion absorption par une banque de quatre de ses filiales.
- Emission d'emprunts : 21
- Opérations réservées aux salariés : 2

En ce qui concerne les documents de référence, quatorze ont été enregistrés en 2010 dont treize établis par des établissements de crédit (six banques et sept sociétés de leasing) et le quatorzième se rapporte à une société de télécommunication. Par ailleurs, trois documents de référence relatifs à des sociétés de leasing ont fait l'objet d'une actualisation.

L'objectif visé par l'établissement des documents de référence est la recherche d'une souplesse dans la gestion des programmes d'émission ; la société dépositaire d'un document de référence se contente d'élaborer uniquement une note d'opération comportant les caractéristiques de l'opération projetée.

Il a été relevé que dans la majorité des cas, le dépôt de documents de référence se fait de la part de sociétés ayant l'intention de réaliser des opérations financières successives au cours de l'année.

A l'instar des prospectus et des notes d'opérations visés en 2009, ces documents de référence ont été mis en ligne sur le site Web du CMF afin de permettre au public une consultation aisée et accessible.

Dans la poursuite de ses efforts de renforcement de la transparence des opérations financières, le CMF a exigé des sociétés émettrices de mettre à la disposition du public des informations intelligibles, exhaustives et de meilleure qualité, de manière à permettre aux investisseurs de prendre des décisions de placement en connaissance de cause.



Dans ce contexte, les interventions du CMF auprès des émetteurs se sont multipliées en vue de leur demander d'ajouter, d'améliorer ou de mettre à jour le contenu des informations destinées au public.

Parmi ces interventions, on peut citer :

- la demande à une société d'établir des états financiers « proforma » au titre de l'exercice 2007 dans le but de prendre en considération rétrospectivement l'effet des changements de méthodes comptables opérés en 2009 ;
- La demande à une société d'établir des états financiers convertis en dinars tunisiens de ses filiales étrangères accompagnés de l'avis d'un expert comptable membre de l'ordre des experts comptables de Tunisie ;
- La demande à une société d'exiger du commissaire aux comptes d'une de ses filiales un rapport d'examen des informations prévisionnelles au lieu du rapport d'examen limité qui s'avère incohérent avec la nature de la mission;
- La demande à une société de corriger les discordances relevées au niveau des informations prévisionnelles, notamment entre l'état de flux de trésorerie prévisionnel et le bilan prévisionnel, et entre l'état de résultat prévisionnel et les hypothèses de prévisions ;
- La demande à une banque de corriger la méthode à retenir pour la comptabilisation des apports des sociétés qu'elle envisage d'absorber (valeurs comptables au lieu des justes valeurs) et de réviser les primes de fusion, les soultes, les montants des augmentations de capital et les boni ou mali de fusion qui en découlent.

Par ailleurs, l'attention des investisseurs a été attirée au niveau des prospectus examinés, notamment sur les points suivants :

- La non-conformité de détermination de la valeur du Goodwill d'une société avec la norme comptable 38 ;
- La comptabilisation de certains frais d'une société (dotations aux amortissements, charges d'intérêt sur compte courants actionnaires et impôt sur les bénéfices lié à la plus value de scission...) parmi les frais préliminaires alors qu'ils ne se rattachent pas entièrement et uniquement à l'action de développement envisagée de la société ;
- La non-conformité de la valorisation des produits semi-finis et des produits finis d'une société aux formules de valorisation des stocks préconisées par la norme comptable 4 relative aux stocks ;
- La capitalisation par une société d'une partie des approvisionnements consommés, des dotations aux amortissements et des charges du personnel dans le coût de la construction du front s'effectue en utilisant des pourcentages forfaitaires, ce qui est contraire aux dispositions de la norme comptable 5.

En outre, le CMF veille, à l'occasion de l'octroi du visa des prospectus relatifs aux opérations financières, à ce que ces derniers comportent l'engagement des sociétés concernées relatif à :

- l'actualisation et la publication systématiques de leurs prévisions sur un horizon de 3 ans, l'information du CMF, de leurs actionnaires et du public sur l'état de réalisation de ces prévisions avec une analyse des écarts enregistrés par rapport aux réalisations, et l'insertion d'un état de comparaison en la matière au niveau de leurs rapports annuels,
- la mise en conformité de leurs états financiers aux normes comptables,

- la mise en conformité éventuelle des dispositions statutaires avec la réglementation en vigueur.

## **II –LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DU SUIVI DE L'INFORMATION PERIODIQUE ET PERMANENTE**

### **1- Renforcement de la transparence à l'occasion du suivi de l'information**

#### **1-1 Suivi de l'information à l'occasion de la tenue des assemblées**

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.

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 à priori et à postériori.

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 loi sur la sécurité financière.

le CMF a poursuivi, au cours de l'année 2010, 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.

## **1-2 Respect des délais de communication de l'information financière**

En 2010, 27 sociétés admises à la cote (contre 25 en 2009) ont respecté le délai maximal de quatre mois après la clôture de l'exercice comptable pour la communication des états financiers tel que prévu par la réglementation en vigueur.

La politique de persuasion initiée par le CMF et qui s'est poursuivie au cours de l'année 2010 a concouru à ce résultat. Les sociétés qui ne se sont pas acquittées de cette obligation de leur propre gré ont été relancées par les services du CMF.

## **1-3 Publication de l'information financière**

Le contrôle de l'obligation des sociétés admises à la cote de publier les états financiers sur un quotidien de la place avant la tenue de leurs assemblées a révélé un taux de respect de l'ordre de 68%.

Pour remédier à la défaillance de certaines sociétés, le CMF a pris l'initiative de publier sur son bulletin officiel tous les états financiers communiqués par les sociétés faisant appel public à l'épargne avant la tenue de leur assemblée générale. Le CMF, a veillé, chaque fois qu'il l'a jugé nécessaire de faire accompagner les états financiers publiés sur son bulletin, des 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.

En matière de publication de l'information, à posteriori, une amélioration a été enregistrée en 2010. En effet, 79% des sociétés admise à la cote, contre 75% en 2009, ont respecté l'obligation de publication, sur un quotidien, des résolutions adoptées par l'assemblée générale accompagnées du bilan et du tableau des mouvement des capitaux propres compte tenu de l'affectation du résultat.

Le taux de respect de cette obligation par les sociétés non admises à la cote, bien que enregistrant une amélioration par rapport aux années précédentes, demeure en deçà des taux espérés.

Face à cette situation, le CMF a procédé à la publication de toute l'information exigée après la tenue des assemblées générales se rapportant aux sociétés ayant communiqué les documents requis, d'une part, et a demandé aux sociétés défaillantes de procéder aux corrections qui s'imposaient et de publier de nouveau les informations exigées par la réglementation en vigueur, d'autre part.

#### **1-4 Publication d'information financière semestrielle**

Une amélioration notable a été enregistrée au niveau du respect du délai légal de deux mois pour la publication des informations semestrielles à la charge des sociétés admises à la cote conformément à l'article 21bis de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994. En effet 87 % des sociétés ont respecté ledit délai contre 75% en 2009.

#### **1-5 Publication d'information trimestrielle**

La réglementation exige que les sociétés admises à la cote publient des indicateurs d'activité trimestriellement. Cette publication doit intervenir 20 jours après la fin de chaque trimestre.

Une stabilité a été enregistrée au niveau des trois premiers trimestres du respect du délai légal de publication des indicateurs d'activité trimestriels par les sociétés admises à la cote conformément à l'article 21 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994. En effet le taux de respect réglementaire a été de 100 % lors du troisième trimestre, de 96 % lors du second et de 98% lors du premier trimestre.

Concernant le quatrième trimestre, une régression a été enregistrée au niveau du respect du délai légal à cause des évènements survenus dans le pays. En effet le taux du respect lors de ce trimestre n'a été que de 59%.

#### 1-6 Information financière relatives aux groupes des sociétés

L'objectif principal des comptes consolidés est de présenter la situation financière d'un groupe de sociétés, à travers les états financiers consolidés.

La notion de consolidation en comptabilité est un procédé par lequel, des filiales d'une société exerçant des activités industrielles, commerciales ou financières, regroupent leurs états financiers afin de donner une image fidèle et réelle de la situation financière du groupe 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.

En 2010, 35 sociétés admises à la cote de la bourse se sont déclarées formant ou appartenant à un groupe de sociétés.

2-Le renforcement de la transparence à l'occasion du suivi de l'information permanente.

#### 2-1 A l'occasion de la publication des communiqués

Eu égard aux exigences du marché en matière de publication de l'information, les dirigeants des sociétés faisant APE, conscients de leur responsabilité dans ce domaine, ont veillé, soit spontanément, soit suite au rappel du CMF, à la publication de communiqués pour informer le public de l'activité de leurs entreprises. Au cours de l'année 2010, un accroissement de 13% du nombre de

communiqués publiés par ces sociétés a été enregistré par rapport à celui de 2009.

## 2-2 A l'occasion de la publication des avis de l'agence de notation

En 2010, l'agence de notation a publié 19 communiqués, contre 23 communiqués en 2009. Ces communiqués sont répartis comme suit :

- 13 communiqués de confirmation de note ;
- 2 communiqués de révision de note ;
- 3 communiqués de retrait de note ;
- 1 communiqué d'attribution de note.

## III- AMELIORATION DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DES FRANCHISSEMENTS DES SEUILS DE PARTICIPATIONS

Le contrôle des franchissements des seuils de participation s'inscrit dans le cadre de la protection de l'épargnant. Le CMF procède à un contrôle systématique du taux de participation des parties aux opérations sur le marché et ce, sur la base des listes des actionnaires ou des souscripteurs aux opérations financières, des déclarations de transactions de bloc, ou après l'examen de la structure du capital des sociétés ou des attestations d'enregistrement des opérations en bourse.

Durant l'année 2010, 19 franchissements de seuils ont été déclarés, contre 58 franchissements en 2009.

## **CHAPITRE II**

### **L'AMELIORATION DE LA QUALITE DE L'INFORMATION**

Durant l'année 2010, le CMF a continué son travail de contrôle de la qualité de l'information financière fournie par les sociétés faisant appel public au niveau de leurs rapports annuels, des états financiers annuels et intermédiaires, individuels et consolidés ainsi que les informations annexées aux résolutions soumises aux assemblées générales ordinaires et extraordinaires, et au niveau des indicateurs d'activité trimestriels.

Dans ce contexte, le CMF s'est focalisé sur l'analyse des informations financières soumises au public et ce, pour contrôler les failles et les manquements qui risquent de nuire à l'exactitude et la conformité de l'information financière. Le CMF a pris l'initiative pour inviter les sociétés concernées à se soumettre aux règles régissant la présentation de l'information pour maintenir un niveau de transparence dans l'information et un renforcement de la qualité des informations qui mettraient en évidence la valeur de l'institution ainsi que sa situation financière.

#### **I. Au niveau des projets de résolutions :**

Au cours de l'analyse des projets de résolutions proposées aux assemblées générales pour approbation, les services du CMF ont décelés certaines anomalies et insuffisances :



- Proposition d'une résolution (par deux banques et une société de leasing) à soumettre à l'approbation de l'assemblée générale ordinaire ayant pour objet de transférer des montants affectés initialement dans des comptes de réserves à des comptes de provisions pour risques et charges.

Le CMF a signalé aux sociétés concernées 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 les a invitées à réviser les résolutions proposées tout en leur signalant que le résultat doit refléter la performance de la société 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 de ses états financiers ; ceci dans le but de leur conférer une meilleure sincérité. De même, toute divergence éventuelle entre les solutions comptables retenues, par ces sociétés, doit être divulguée et son impact sur les éléments concernés des états financiers explicité.

- Le conseil d'administration d'une société cotée a prévu une résolution à soumettre à l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire, portant sur la décision de réduction du capital social non conforme aux dispositions des articles 309 et 311 du code des sociétés commerciales. Le CMF a invité la société à réviser le projet de résolution à soumettre à l'AGE et ce, conformément à la réglementation en vigueur.
- Une société faisant appel public à l'épargne a prévu une résolution à soumettre à l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire autorisant une augmentation du capital social de la société. Or, le capital social n'a pas été libéré intégralement avant cette émission ce qui est en contradiction avec les

dispositions de l'article 295 du code des sociétés commerciales. Le CMF a invité la société à réviser le projet de résolution à soumettre à l'AGE.

- Une société faisant appel public à l'épargne a prévu une résolution à soumettre à l'approbation de l'assemblée générale ordinaire autorisant des avantages attribués au Président Directeur Général sans informer le commissaires aux comptes de cette convention. Le CMF a invité la société à réviser le projet de résolution à soumettre à l'AGO.

- Le conseil d'administration d'une société cotée a prévu une résolution à soumettre à l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire modifiant ses statuts non conforme aux dispositions de l'article 287 du code des sociétés commerciales. Le CMF les a invités à réviser la résolution proposée.

- Une société faisant appel public à l'épargne a prévu une résolution à soumettre à l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire autorisant la réduction du capital, sans préciser l'objectif de cette réduction. Le CMF a invité la société à réviser la résolution proposée et ce, conformément aux dispositions de l'article 307 du code des sociétés commerciales.

## **II. Au niveau du contrôle des statuts des sociétés faisant Appel public à l'épargne :**

Le CMF procède au contrôle systématique des statuts des sociétés faisant appel public à l'épargne qui sont soumis à l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire. Le CMF s'assure de la conformité de toutes les modifications apportées aux statuts avec les dispositions du code des sociétés commerciales.

### **III. Au niveau des états financiers publiés :**

L'investisseur sur le marché financier se base sur les états financiers pour identifier sa stratégie et prendre des décisions d'investissement. Par conséquent, il est nécessaire que ces états financiers reflètent la situation financière de la société et ces performances et ce, en tenant compte des règles de présentation des éléments de ses états financiers prescrites par la réglementation en vigueur. En conséquence, Le CMF procède à un contrôle systématiquement des états financiers individuels et consolidés pour s'assurer que l'information publiée par les émetteurs est cohérente, fiable, précise et complète et ce conformément aux dispositions du système comptable tunisien.

Le contrôle des états financiers relatifs à l'exercice 2009 émis par les sociétés faisant appel public a révélé une amélioration significative des caractéristiques qualitatives de l'information financière et de sa conformité aux règles générales de présentation et d'évaluation préconisées par le système comptable tunisien. En effet, en 2010 le CMF a mis l'accent sur le contrôle de l'exhaustivité des états financiers, la conformité entre le corps des états financiers et les notes aux états financiers y afférentes, ainsi que les justifications des retraitements opérés sur les états financiers relatifs à l'exercice précédent.

Par ailleurs, il est à signaler qu'au cours du contrôle des états financiers d'une société, les services du CMF ont révélé les remarques suivantes :

- Communication des états financiers incomplets (absence de certaines notes aux états financiers)
- Communication des états financiers comportant des discordances entre certains éléments du corps des états financiers et les notes aux états financiers.

- Les notes aux états financiers y afférentes ne comportent pas une référencement croisée avec le bilan, l'état de résultat et l'état des flux de trésorerie.
- L'absence des notes sur les parties liées.

Les sociétés défaillantes ont été invitées par le CMF à procéder aux rectifications qui s'imposent et à présenter les éclaircissements nécessaires.

#### **IV. Renforcement de la relation entre le CMF et les commissaires aux comptes**

Dans le cadre du renforcement de la relation avec les commissaires aux comptes, le Conseil du Marché Financier rappelle systématiquement les commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne afin de remettre au CMF, une copie de chaque rapport adressé à l'assemblée générale des sociétés concernées et ce, conformément aux dispositions de l'article 3 sexis de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994, telle que modifiée par la loi n°2005-96 du 18 octobre 2005 relative au renforcement de la sécurité des relations financières. Cette procédure a permis d'améliorer la collaboration avec les commissaires aux comptes, et ce, dans le cadre du rapprochement des états financiers envoyés par les sociétés avec les rapports des commissaires aux comptes.

#### **V. Le contrôle des indicateurs d'activité des sociétés cotées :**

Il a été constaté lors de l'examen des indicateurs d'activité des sociétés cotées, certaines défaillances concernant l'absence des commentaires portant sur les bases retenues pour l'élaboration de certains indicateurs, l'absence de justification des estimations retenues pour la détermination de certains indicateurs, l'absence d'indication des faits saillants ayant marqué l'activité de

la société au cours de la période considérée et leur incidence sur la situation financière de la société.

Le CMF a rappelé aux sociétés défailtantes que ces commentaires font partie intégrante des indicateurs d'activité trimestriels à publier et ce, conformément aux dispositions de l'article 44 bis du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne. Les sociétés défailtantes ont été invitées à prendre les mesures nécessaires pour procéder aux rectifications qui s'imposent et à éviter les erreurs et défailtances.

## **VI. RAPPORTS D'ACTIVITE DES SOCIETES FAISANT APPEL PUBLIC A L'EPARGNE**

En 2010, le taux d'initiative de dépôt des rapports annuels de gestion des sociétés faisant appel public à l'épargne, a réalisé une nette progression en comparaison avec l'année précédente, et ce, notamment pour les sociétés cotées en bourse.

Toutefois, il est à noter , que le respect des obligations prévu par l'article 44 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne tel que modifié par l'arrêté du ministre des finances du 17 septembre 2008, établit conformément à l'annexe 12 dudit règlement est encore faible. Et ce, malgré la faible évolution par rapport à l'année écoulée au niveau de la divulgation des informations suivantes :

- l'évolution de la société et de ses performances au cours des 5 dernières années,
- l'évolution prévisible de la situation de la société et les perspectives d'avenir,
- les renseignements relatifs à la répartition du capital et des droits de vote,
- l'information sur les conditions d'accès à l'assemblée générale,

- les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ou du Conseil de surveillance,
- l'évolution des cours de bourse et des transactions depuis la dernière assemblée générale (pour les sociétés cotées en bourse),
- un rappel des dispositions statutaires concernant l'affectation des résultats,
- les éléments sur le contrôle interne.

Néanmoins, il est à signaler que la qualité des rapports de certaines sociétés (essentiellement non cotées), sont toujours en dessous des attentes, malgré les efforts d'incitation effectués par le Conseil du Marché Financier pour l'application de l'article 44 sus indiqué, et ce, soit à travers les communiqués de rappels publiés sur son Bulletin Officiel et sur son site web, soit par le biais du contact direct avec les responsables des sociétés concernées.

## **CHAPITRE III : LA PROTECTION DES EPARGNANTS**

### **I. LA PROTECTION DE L'EPARGNE A L'OCCASION DES OPERATIONS FINANCIERES**

En vue de garantir la transparence du marché et le respect des règles de son fonctionnement, le CMF exige des dirigeants des sociétés faisant appel public à l'épargne la communication d'informations et de documents se rapportant à leur activité en vue de lui permettre d'assurer le contrôle nécessaire pour la protection des épargnants et ce, soit lors de l'introduction de leurs sociétés à la cote de la bourse, soit lors de la réalisation d'une opération de fusion absorption ou lors de la réalisation d'opérations réservées aux salariés.

#### **1- A l'occasion d'une double cotation sur deux places financières :**

L'année 2010 a enregistré la première double cotation d'une société tunisienne, en l'occurrence « Ennakl Automobiles », concomitamment sur le marché principal de la cote de la bourse de Tunis et sur le premier compartiment de la Bourse de Casablanca.

Dans le cadre de la protection des investisseurs, les autorités de contrôle des deux places financières concernées, à savoir le Conseil du Marché Financier -CMF- et le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières -CDVM- ont convenu d'exiger de la société en question :

-d'assurer dans les mêmes conditions, aux investisseurs détenteurs d'actions émises par la société ENNAKL Automobiles cotées sur la bourse de Casablanca,

la même information que celle donnée aux investisseurs détenteurs d'actions émises par la société ENNAKL Automobiles cotées sur la bourse de Tunis ;

-de respecter, en matière d'information financière, les règles édictées par le CMF et le CDVM les plus favorables aux investisseurs ;

-de diffuser dans le public, dans le cadre de l'information périodique des investisseurs, les états financiers élaborés selon le référentiel IAS / IFRS comme l'exige la réglementation marocaine ;

-de proposer sur le marché financier marocain toute opération financière initiée par la société ENNAKL Automobiles sur tout autre marché financier et ce, dans les conditions édictées par le CMF ou le CDVM les plus favorables aux investisseurs ;

-de désigner un correspondant établi au Maroc, habilité à recevoir toutes correspondances de la part du CDVM. Ledit correspondant doit transmettre au CDVM tous documents et informations prévus par les dispositions légales et réglementaires relatives à l'appel public à l'épargne ou répondant à toute demande d'information formulée par le CDVM. Toutes correspondances du CDVM notifiée à ce correspondant est réputée avoir été valablement faite à la société ENNAKL Automobiles ;

-d'inscrire dans les statuts de la société ENNAKL Automobiles, une stipulation expresse relative à la mise à la disposition des actionnaires marocains, au siège de la Bourse de Casablanca, toute la documentation requise pour la tenue des assemblées générales et devant être mise normalement à leur disposition au siège social de ENNAKL Automobiles ;

-de se conformer à toutes les dispositions légales et réglementaires applicables au marché financier marocain.

## **2- A l'occasion d'une opération de fusion absorption :**

Le CMF a octroyé son autorisation à la demande présentée par l'UBCI en vue de procéder à l'opération de fusion par absorption de quatre de ses filiales : UBCI



Leasing, Med finances SICAF , Asset Management et Union Immobilière et ce, conformément aux dispositions de l'article 416 du Code des Sociétés Commerciales.

Dans ce cadre, le CMF a approuvé la demande présentée par l'UBCI Leasing en vue de son absorption par l'UBCI et ce, conformément aux dispositions de l'article 336 du Code des Sociétés Commerciales ;

Une opération d'augmentation de capital de l'UBCI consécutive à la fusion absorption a eu lieu par émission d'actions nouvelles attribuées aux actionnaires, autres que l'UBCI, de chaque filiale absorbée en échange de leurs actions.

Dans un souci de protection des actionnaires, le CMF a vérifié et contrôlé le prospectus de fusion soumis pour visa.

Sur le plan juridique et réglementaire, le CMF s'est assuré du respect des aspects juridiques relatifs à la fusion (chronologie des étapes, projet de fusion, respect de la condition relative au seuil de participation étrangère dans le capital de l'UBCI, ...).

Sur les plans financier et comptable, le CMF a notamment procédé à l'examen des méthodes d'évaluation des différentes sociétés concernées, des parités d'échange retenues, de la méthode de comptabilisation des apports chez la société absorbante, des méthodes de détermination des primes de fusion, des boni et mali de fusion et des soultes.

### **3- A l'occasion des opérations réservées aux salariés :**

Au cours de l'année 2010, le CMF a accordé son visa à deux prospectus abrégés relatifs à des opérations d'émission par appel public à l'épargne réalisées par des sociétés mères de nationalité étrangère au profit des salariés tunisiens de leurs filiales basées en Tunisie. Le CMF a également refusé d'octroyer son visa

à un prospectus abrégé relatif à une opération similaire dans la mesure où la période de souscription y afférente fixée par la société mère a déjà commencé.

Il y a lieu de souligner, dans ce cadre, que suite aux modifications apportées par la directive européenne relative au prospectus, le CMF a suivi les mêmes procédures adoptées par ses homologues européens et a apposé son visa sur les prospectus abrégés au vu du document d'information dispensé du visa et publié, à l'occasion, par la société mère.

## **II. LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE A L'OCCASION DU CONTRÔLE DES INTERVENANTS SUR LE MARCHÉ & DE LA GESTION COLLECTIVE**

### **1- Le contrôle des intermédiaires en bourse**

#### **1-1 : L'activité des intermédiaires en bourse :**

La situation financière des intermédiaires en bourse au cours de l'année 2010 s'est caractérisée par une amélioration du niveau de leurs capitaux propres (avant affectation) qui ont atteint environ 102 MD contre 87 MD en 2009.

L'amélioration de l'assise financière des intermédiaires en bourse de la place est due aux résultats bénéficiaires totalisant 20 MD réalisé par vingt deux d'entre eux contre vingt trois ayant réalisé en 2009 des bénéfices de l'ordre de 15 MD, soit une évolution de 33,3%.

#### **1-2 : L'encadrement des intermédiaires en bourse :**

Au cours de l'année 2010, des visites de contrôle ont été menées par les inspecteurs du CMF auprès des intermédiaires en bourse chargés par les

émetteurs de la tenue des registres de leurs actionnaires conformément au 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.

Les inspections effectuées ont permis de relever des insuffisances au niveau de l'organisation de l'activité de tenue de registres des actionnaires exercée par les sociétés d'intermédiation en bourse.

Le CMF a pris toutes les dispositions pour alerter ces sociétés sur les irrégularités relevées en leur intimant l'ordre de les corriger afin de se conformer à la réglementation en vigueur.

Le CMF suit activement la résolution des manquements relevés.

## **2- Le contrôle des OPCVM et de leur gestionnaire**

Le Conseil du Marché Financier contrôle les OPCVM ainsi que les sociétés de gestion de portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers.

Il supervise également la distribution des OPCVM notamment en ce qui concerne le contrôle de l'information portée à la connaissance du public.

Le législateur a confié au CMF la mission de surveillance des OPCVM. A ce titre il procède à des contrôles sur place ou sur pièces pour s'assurer du respect des dispositions légales et réglementaires régissant l'activité de ces organismes.

### **2-1 - Contrôle et suivi sur pièces**

Le Contrôle porte sur la vérification des délais de dépôt des états financiers trimestriels, le respect des ratios prudentiels relatifs à la composition du

portefeuille, la division des risques, la composition de l'actif ainsi que le suivi de la régularisation des anomalies constatées.

En ce qui concerne les délais de dépôt des états financiers trimestriels, il a été constaté que la plupart des OPCVM a respecté les délais prévus par la réglementation. Néanmoins, 9 OPCVM n'ont pas respecté le délai de transmission au CMF, toutefois le retard enregistré n'a pas dépassé 15 jours.

Quant au respect des ratios prudentiels, il y a lieu de remarquer que les dépassements qui ont été relevés concernent des actions ou des obligations émises par un même émetteur

Le dépassement du ratio de détention de plus de 10% d'une même catégorie de valeurs est rare puisque le nombre d'OPCVM n'ayant pas respecté ce ratio est de 6 OPCVM.

Les OPCVM, auteurs de ces irrégularités ont été invités à régulariser leur situation et à respecter les règles prudentielles.

## **2-2 - 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 et évalue l'efficacité de l'organisation interne et des moyens qu'ils mettent en œuvre, notamment les moyens humains et matériels, de l'existence de conflits d'intérêts ainsi que les incompatibilités de fonctions en matière de gestion d'actifs et les procédures de souscription et de rachat d'OPCVM.

Au cours de l'année 2010, le CMF a procédé à des inspections auprès des gestionnaires de la place dans le but de s'assurer de la stricte observation des règles et des principes éthiques sans lesquels une saine économie de marché ne peut fonctionner normalement.

Le CMF a ainsi effectué un contrôle portant sur 29 OPCVM et 9 sociétés de gestion.

Suite à ces inspections, le Conseil du Marché Financier a envoyé des courriers aux gestionnaires et dépositaires pour les informer des irrégularités relevées et leur demander de procéder aux régularisations nécessaires.

### **2-3 Bilan de contrôle des gestionnaires :**

Au cours des inspections périodiques, 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.

#### **2-3-1 – Concernant la gestion collective :**

Les irrégularités relatives à la gestion collective ont concerné :

##### **- La direction de la société :**

Une société de gestion n'est dirigée effectivement et son orientation déterminée que par une seule personne qui possède la compétence nécessaire ainsi que l'expérience adaptée à ces fonctions et ce contrairement aux dispositions de l'article 148 du règlement du conseil du marché financier relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la gestion de portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers, la société de gestion est dirigée effectivement et voit son orientation déterminée par deux personnes

au moins possédant l'honorabilité et la compétence nécessaires ainsi que l'expérience adaptée à leurs fonctions.

**- La conformité et le contrôle interne :**

Une société de gestion n'a pas nommé de responsable de conformité et de contrôle interne :

**- Manuel de procédures et manuel comptable :**

Deux sociétés de gestion ne disposent ni d'un manuel comptable ni d'un manuel de procédures.

**- Livres légaux :**

Absence de mise à jour ou inexistence des livres légaux

**- Adéquation du capital avec les actifs gérés :**

L'article 31 du code des OPC stipule que les sociétés de gestion sont tenues de justifier, à tout moment, que leur capital est au moins égal à 0,5% de l'ensemble des actifs qu'elles gèrent. Cette proportion n'est plus exigée lorsque le capital atteint cinq cent mille dinars.

2 sociétés de gestion ne respectent pas cette règle.

**- Tenue des comités de gestion et application des décisions prises par les comités de gestion**

Les PV sont très sommaires et sont partiellement appliqués.

La périodicité des comités n'a pas été respectée.

**- Détention d'une carte professionnelle :**

L'article 75 du règlement du conseil du marché financier relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la gestion de portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers prévoit que les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte d'un gestionnaire doivent être titulaires d'une carte professionnelle délivrée par l'Association des Intermédiaires en Bourse lorsqu'elles exercent l'activité de gestionnaire de portefeuilles en valeurs mobilières.

La majorité des sociétés inspectées n'ont pas de gérant de portefeuille détenant une carte professionnelle.

#### **- Absence de mise à jour des prospectus**

Certains prospectus d'OPCVM ne comportent pas les mises à jour relatives aux changements effectués.

#### **- Respect des ratios :**

Certains OPCVM ne respectent pas les ratios légaux et réglementaires.

#### **2-3-2 – Concernant la gestion individuelle :**

Les irrégularités relatives à la gestion individuelle ont concerné :

#### **- La tenue des comités de gestion et Application des décisions prises par les comités de gestion :**

Les PV sont très sommaires et sont partiellement appliqués.

La périodicité des comités n'est pas satisfaisante.

#### **- La pré affectation des ordres**

Certains gestionnaires ne font pas de pré affectation des ordres.

### **- L'ouverture des comptes**

Il a été remarqué chez toutes les sociétés de gestion qui effectuent la gestion individuelle des portefeuilles qu'un compte titre est ouvert pour chaque client et un compte espèce global est ouvert pour tous les clients de chaque société de gestion au nom de la société de gestion.

Ceci est contraire aux dispositions de l'article 6 bis du décret n° 2006-1294 du 8 mai 2006, portant application des dispositions de l'article 23 de la loi n° 2005-96 du 18 octobre 2005 relative au renforcement de la sécurité des relations financières tel que modifié par le décret n° 2009-1502 du 18 mai 2009 qui dispose que « la société de gestion ne doit détenir ni les comptes titres ni les espèces de ses clients. Les titres et les espèces doivent être déposés au choix du client, auprès d'une ou plusieurs banques au sens de la loi n° 2001-65 du 10 juillet 2001».

### **- Usage de l'agrément :**

Une société de gestion n'a pas fait usage de la totalité de son agrément pour effectuer toutes les tâches pour lesquelles elle a sollicité l'agrément du CMF

### **2-3-3 – Concernant le capital risque :**

Les irrégularités relatives au capital risque ont concerné :

### **- La direction de la société :**

Deux sociétés de gestion ne sont dirigées effectivement et leur orientation déterminée que par une seule personne qui possède la compétence nécessaire ainsi que l'expérience adaptée à ces fonctions et ce contrairement aux dispositions de l'article 148 du règlement du conseil du marché financier relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la gestion de



portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers, la société de gestion est dirigée effectivement et voit son orientation déterminée par deux personnes au moins possédant l'honorabilité et la compétence nécessaires ainsi que l'expérience adaptée à leurs fonctions.

**- Responsable de la conformité et du contrôle interne :**

Les quatre sociétés de gestion inspectées n'ont pas nommé de responsable de conformité et de contrôle interne.

**- Le comité d'investissement :**

Certaines sociétés de gestion ne respectent pas la périodicité de tenue de leur comité d'investissement.

**- Respect des ratios :**

A la date de l'inspection, la majorité des fonds ne respectaient pas le ratio de division des risques en employant plus de 15% de l'actif en OPCVM.

De plus, certains fonds d'essai n'ont pas investi le minimum légal, ne respectant pas ainsi le ratio prévu par l'article 22 bis du code des OPC.

Concernant le ratio d'emploi, étant donné que la majorité des fonds sont nouveaux, ce ratio n'est pas encore respectée en raison de la période dont disposent les FCPR et fonds d'amorçage pour investir.

Afin de remédier aux insuffisances relevées, le Conseil du Marché Financier a demandé aux gestionnaires de prendre les mesures nécessaires pour régulariser les insuffisances relevées.

### III. LA PROTECTION DES EPARGNANTS A L'OCCASION DU SUIVI DES PLAINTES

Le nombre de plaintes reçues par le CMF en 2010 s'est élevé à 13 contre 7 en 2009, parmi lesquelles :

- 8 ont été portées contre des intermédiaires en bourse et des banques exerçant les activités de tenue et d'administration des comptes de valeurs mobilières.
- 3 plaintes ont concerné des sociétés émettrices.
- une plainte a été portée contre un établissement de crédit et il s'est avéré que son objet est hors du champ de compétence du CMF.
- une plainte avait pour cible un ancien employé d'une société d'intermédiation en bourse.

Lesdites plaintes ont porté sur les sujets suivants :

#### **- Droit aux dividendes :**

Le CMF a été saisi d'une première plainte dans laquelle un épargnant dénonce le manquement d'une société faisant appel public à l'épargne à son obligation de distribuer des dividendes au titre de plusieurs années alors qu'il est porteur d'actions ordinaires et d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote ADP.

Cependant, les investigations ont démontré que même si la société concernée reste redevable envers le plaignant des dividendes prioritaires, la non distribution de tels dividendes est dûe aux pertes enregistrées durant des années consécutives. Le plaignant a, en outre, dressé des allégations de mauvaise gestion de la société, qui ne sont pas du ressort du CMF.

Le collège du CMF a donc décidé de classer le dossier.

Dans une seconde plainte, une société plaignante a dénoncé le blocage par un intermédiaire en bourse qui tient son compte-titres de sommes qu'il a perçues à titre de dividendes correspondant à un nombre d'actions objet d'une convention de portage entre la plaignante (le porteur d'actions) et les actionnaires majoritaires de la société émettrice (bénéficiaires). La plaignante a demandé subsidiairement d'ordonner à l'intermédiaire en bourse de lui délivrer un relevé de son compte-titres ouvert auprès de ce dernier.

L'instruction du dossier a fait apparaître que l'objet de la plainte se rapporte à l'interprétation d'une convention de portage et relève ainsi du ressort exclusif des autorités judiciaires compétentes en vertu de cette même convention. En conséquence, le collège du CMF a décidé de classer le dossier.

Concernant la demande subsidiaire déposée par la plaignante, les investigations ont démontré que le compte ouvert au nom de la plaignante par l'intermédiaire en bourse est un compte d'administration et que de ce fait l'intermédiaire est dans l'obligation de délivrer à la plaignante une attestation indiquant le nombre de valeurs mobilières qu'elle détient. Ainsi, le collège a décidé de mettre en demeure l'intermédiaire de délivrer à la plaignante ladite attestation et ce, conformément à la réglementation en vigueur.

#### **- Commissions dues à l'intermédiaire administrateur du compte-titres :**

Dans une première plainte formulée à l'encontre d'une banque en sa qualité d'administrateur de compte de valeurs mobilières, un client a dénoncé l'application par cette dernière de commissions abusives lors du transfert de son portefeuille titres.

L'instruction du dossier a établi que si certaines commissions appliquées au titre dudit transfert ne sont pas prévues par la convention de compte qui lie les parties à la plainte, elles ont été appliquées par la banque au titre des conditions générales applicables à tout compte bancaire. Au cours de l'instruction du dossier, un arrangement à l'amiable a eu lieu en vertu duquel le plaignant a eu droit à la restitution d'une partie des commissions. Le collège du CMF a donc décidé de classer le dossier.

La deuxième plainte relative à cet aspect concernait un client d'une société d'intermédiation en bourse qui affirme avoir découvert que cette dernière a prélevé des commissions dépassant les tarifs applicables chez elle et ce, à l'occasion de la clôture de son compte-titres.

Les investigations ont confirmé les allégations du plaignant du moment où il a été établi que la société d'intermédiation en bourse a prélevé un montant « forfaitaire » qui dépasse le montant obtenu par l'application des tarifs en vigueur.

Le collège du CMF saisi du dossier a décidé de mettre en demeure la société d'intermédiation concernée de restituer la partie des commissions prélevée indûment aux dépens du plaignant. La société d'intermédiation s'est soumise à l'injonction.

#### **- Exécution des ordres de bourse :**

Un client d'une banque a déposé une plainte contre cette dernière arguant du fait que ladite banque a contrevenu aux dispositions réglementaires applicables aux comptes d'épargne en actions (CEA). Les investigations préliminaires ont

montré que le plaignant a intenté un procès portant sur l'objet de la plainte auprès des autorités judiciaires. L'instruction du dossier est en cours.

Par ailleurs, dans une plainte adressée au CMF, un client d'un intermédiaire en bourse a reproché à ce dernier plusieurs malversations sur ses comptes, relatives à la non- exécution d'un ordre de souscription aux actions d'une société nouvellement introduite en bourse ainsi que certains ordres de bourse qu'il a initiés et à une mauvaise exécution d'autres ordres de bourse et subsidiairement à des prélèvements abusifs de commissions. Les investigations ont révélé que les allégations du plaignant n'étaient pas fondées.

Le collège du CMF a donc décidé de classer le dossier.

#### **- Les obligations des sociétés faisant APE en matière d'information :**

Un plaignant a adressé au CMF une plainte contre une société cotée pour avoir induit le public en erreur en annonçant dans un premier temps un résultat net supérieur à celui de l'année précédente et en diffusant dans un deuxième temps un communiqué dans lequel elle annonce la distribution de dividendes au titre de l'année 2009 largement inférieurs à ceux distribués au titre de l'exercice 2008. Les investigations ont cependant démontré que l'information fournie par la société concernée ne comporte pas d'éléments de nature à induire le public en erreur, la société ayant annoncé au public le caractère exceptionnel du dividende distribué en 2008.

Le collège du CMF a donc décidé de classer le dossier.

Dans une deuxième plainte, les héritiers d'un actionnaire d'une société faisant APE en cours de liquidation ont reproché à cette dernière d'une part le non respect de ses obligations d'information prévues par les textes en vigueur et d'autre part sa discrétion envers eux quant au sort de l'opération de liquidation

en demandant de trouver une solution permettant d'éviter la dévaluation de leur héritage.

L'instruction du dossier a révélé que la société concernée s'est conformée à ses obligations légales et réglementaires en matière d'information du public et que les autres aspects soulevés par le plaignant ne sont pas du ressort du CMF. En conséquence, le collège du CMF a décidé de classer le dossier.

#### **- la tenue et l'administration de comptes de valeurs mobilières :**

Le CMF a été saisi d'une plainte dans laquelle son auteur affirme qu'une banque en sa qualité d'intermédiaire agréé administrateur refuse de reconnaître qu'il est propriétaire d'un certain nombre d'actions qui seraient déposées dans un compte d'administration. Le plaignant ne s'étant pas présenté durant l'investigation pour fournir les documents et informations nécessaires au sujet de ses allégations malgré sa convocation en bonne et due forme. Le dossier a été classé.

Une deuxième plainte a été adressée par un groupe de personnes au CMF à l'encontre d'une banque en sa qualité d'intermédiaire agréé administrateur.

Ces personnes affirment que cette banque a refusé de leur fournir tous les éléments nécessaires à l'identification de leurs droits relatifs à des valeurs mobilières dont elles sont propriétaires.

Suite à l'intervention du CMF, la banque a fourni aux plaignants les informations demandées.

Par ailleurs, une plainte a émané d'un client d'une société d'intermédiation qui reproche à cette dernière d'avoir bloqué au niveau de son compte ouvert auprès d'elle une somme d'argent lui appartenant sous prétexte qu'il s'agit d'une créance envers la société et ce, malgré que la justice ait définitivement tranché

en faveur du plaignant au sujet de cette créance. Au cours de l'instruction du dossier, les deux parties se sont accordées à l'amiable à résoudre le différend.

Enfin, un plaignant a affirmé qu'un ancien employé d'un intermédiaire en bourse aurait commis des agissements frauduleux au niveau de son compte-titres qui remontent à une période lointaine et consistent notamment en des détournements de fonds sans pour autant fournir aucune justification à ses allégations. Le plaignant, dument convoqué pour fournir les documents et les précisions nécessaires à la justification de sa plainte ne s'était pas présenté auprès du CMF.

#### **IV. LES ENQUETES DU CMF**

En 2010, le CMF a ouvert 11 enquêtes dont :

- 2 enquêtes se rapportent au marché des actions de sociétés cotées.
- 5 enquêtes sont relatives au franchissement des seuils de participation dans des sociétés cotées. Jusqu'à la fin de l'année 2010, ces enquêtes sont en cours d'instruction.
- 4 enquêtes ont concerné des sociétés d'intermédiation en bourse, dont une seule a été clôturée en 2010.

En outre, le collège du CMF a été saisi du dossier d'une enquête ouverte avant 2010 concernant le marché des actions d'une société cotée.

##### **- Enquête relative au marché des actions d'une société cotée :**

Les services du CMF avaient détecté en 2009 des achats massifs réalisés sur le marché des actions d'une société cotée et qui ont précédé l'annonce par celle-ci de l'existence de pourparlers avancés avec un groupe d'investisseurs ayant

l'intention d'acheter un bloc de contrôle, information qui a eu une incidence importante sur le cours boursier de ses actions.

Ainsi, une enquête a été entamée afin d'identifier si les transactions en question ont été réalisées sur la base d'une information privilégiée.

Les investigations clôturées en 2010 n'ont pas démontré que les personnes concernées étaient au courant de l'information privilégiée consistant en l'existence desdits pourparlers et que ces mêmes personnes interviennent assez souvent sur le marché des titres de la société concernée; de ce fait, l'intervention desdites personnes n'a pas été qualifiée de « délit d'initié » par le CMF.

Par conséquent, le collège du CMF a décidé de classer le dossier.

#### **- Enquête relative à une société d'intermédiation en bourse :**

Le collège du CMF a statué sur une enquête effectuée auprès d'une société d'intermédiation en bourse dans le but de vérifier la conformité de son activité aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Les investigations ont fait apparaître l'existence de plusieurs irrégularités relatives aux aspects organisationnels de la société et à l'administration des comptes de ses clients, dont notamment :

- L'utilisation du compte bancaire réservé aux fonds des clients pour financer des opérations pour le compte propre de l'intermédiaire ;
- L'acquisition d'actions au profit de certains clients ayant des liens de parenté avec le PDG de la société, ne détenant pas dans leurs comptes les fonds nécessaires pour financer ces achats.
- L'utilisation des fonds des clients pour son propre compte ;



- Le non respect des dispositions réglementaires relatives à l'ouverture des comptes-titres ;
- l'absence d'un système d'horodatage des ordres et l'absence d'un registre des ordres ;

Le collège saisi du dossier a décidé de traduire ladite société et son premier responsable devant le conseil de discipline.

Le Collège du CMF érigé en conseil de discipline a décidé de prendre les sanctions suivantes :

- A l'encontre de la société : l'interdiction totale de toutes les activités relatives à l'intermédiation en bourse pendant trois mois ;
- A l'encontre du directeur général de la société: l'interdiction totale de toutes les activités relatives à l'intermédiation en bourse pendant six mois.

Par ailleurs et dans le but de sauvegarder les intérêts de la clientèle et du marché, le Collège du Conseil du Marché Financier a désigné, après avis de l'association des intermédiaires en bourse, une société d'intermédiation en bourse à l'effet d'assurer l'expédition des affaires courantes au siège de la société sanctionnée et ce, durant la période de ladite sanction.

Il est à signaler toutefois que les décisions du CMF ont fait l'objet d'un recours devant la cour d'appel de Tunis.

## **CHAPITRE IV : LES POSITIONS DU CONSEIL DU MARCHE FINANCIER**

Dans le cadre de sa mission d'accompagnement des intervenants sur le marché, le Conseil du Marché Financier prend le soin de répondre aux consultations dont il est saisi et de présenter ses positions en matière d'interprétation des dispositions légales et réglementaires, ce qui contribue à éclaircir certains aspects du cadre législatif et réglementaire régissant le marché financier.

### **I- LES CONSULTATIONS**

Durant l'année 2010, le CMF a été consulté à maintes reprises, essentiellement autour des points suivants :

#### **1- Soumission à la procédure d'enregistrement en bourse :**

Le Conseil du Marché Financier a été saisi de consultations relatives à la soumission à la procédure d'enregistrement en bourse :

\* Un intermédiaire en bourse a sollicité la position du CMF au sujet de l'obligation de procéder à l'enregistrement du transfert des valeurs mobilières consécutif à une opération de fusion absorption.

Dans sa réponse, le CMF a précisé que la transmission universelle du patrimoine résultant de la fusion ne se suffit pas à elle-même et ne peut faire obstacle à l'obligation de se conformer aux différents types d'enregistrement prévus par les textes législatifs et réglementaires spécifiques dont notamment la procédure d'enregistrement à la Bourse des valeurs mobilières de Tunis du transfert de propriété des valeurs mobilières et ce, conformément aux dispositions de l'article

71 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier.

\* Le Conseil du Marché Financier a été consulté par la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis sur la soumission de la cession d'usufruit à la procédure d'enregistrement.

En réponse à cette consultation le CMF a pris soin de rappeler que les valeurs mobilières renferment deux catégories de droits : un droit privatif de propriété qui peut se démembrer en usufruit et en nue-propriété et un droit d'actionnaire ou de créancier que le titulaire du titre exerce dans ses rapports avec la société émettrice.

Par ailleurs, et sachant que l'article 71 de la loi n°94-117 susvisée n'a pas distingué entre les différentes catégories de droits se rapportant aux valeurs mobilières, la cession de l'usufruit est donc soumise à la procédure d'enregistrement.

## **2-Modalités d'évaluation de valeurs mobilières saisies entre les mains d'un OPCVM**

Le Conseil du Marché Financier a été saisi d'une demande de consultation concernant les modalités d'évaluation de valeurs mobilières saisies entre les mains d'un organisme de placement collectif.

Le CMF a informé le requérant que conformément aux dispositions de l'article 25 du Code des organismes de placement collectif promulgué par la loi n°2001-83 du 24 juillet 2001 « les opérations d'émission et de rachat des actions ou des parts sont effectuées, à tout moment, à la valeur liquidative majorée ou diminuée des commissions d'émission ou de rachat prévues par les statuts ou le règlement intérieur. »

### **3- Mission d'introduction en bourse et incompatibilité :**

Un intermédiaire en bourse a sollicité l'avis du CMF concernant l'existence d'une éventuelle incompatibilité dans sa mission d'introduction en bourse et de gestionnaire d'un contrat de liquidité d'une société dont il est par ailleurs actionnaire et administrateur.

Dans sa réponse le CMF a rappelé au requérant les dispositions de l'article 76 du décret n°99-2478 du 1er novembre 1999 portant statut des intermédiaires en bourse qui prévoit que l'intermédiaire doit s'efforcer de prévenir les conflits d'intérêt ainsi que les dispositions de l'article 4 du modèle du contrat de liquidité annexé à de la décision générale du CMF n°9 du 27 juillet 2005 qui prévoit que dans le cadre du contrat de liquidité qui lui est confié, l'intermédiaire doit agir en totale indépendance.

## **II- Les positions du Conseil du marché Financier**

### **1- Augmentation du capital avec suppression du droit préférentiel de souscription**

Conformément aux dispositions de l'article 300 du code des sociétés commerciales, lors d'une l'augmentation du capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, l'assemblée générale extraordinaire statuant sur la question doit approuver, obligatoirement et à peine de nullité de l'augmentation, le rapport du conseil d'administration ou du directoire et celui des commissaires aux comptes relatif à l'augmentation du capital et à la suppression dudit droit préférentiel.

Le rapport du conseil d'administration et le rapport spécial des commissaires aux comptes doivent indiquer du prix d'émission de l'opération d'augmentation de capital, laquelle information est indispensable au vu de l'importance de la

décision devant être approuvée par les actionnaires lors de ladite assemblée dans la mesure où il y aurait suppression de leur droit préférentiel de souscription.

De même, et eu égard à l'importance de ladite opération et en vue de permettre aux actionnaires de prendre une décision en toute connaissance de cause, le rapport du conseil d'administration et le rapport spécial des commissaires aux comptes gagneraient en pertinence en précisant l'incidence de l'émission des actions nouvelles sur la situation de chaque actionnaire en ce qui concerne sa quote-part des capitaux propres au vu du bilan établi à la clôture de l'exercice.

Par ailleurs, et au cas où l'assemblée déléguerait au conseil d'administration le pouvoir de fixer les modalités de l'augmentation de capital et le prix d'émission, cette délégation doit être prévue expressément par l'assemblée générale extraordinaire qui décide ladite augmentation. Au moment où le conseil d'administration utilise cette autorisation, ce dernier ainsi que les commissaires aux comptes doivent établir des rapports complémentaires décrivant les conditions définitives de l'opération, lesquels rapports devront être mis immédiatement à la disposition des actionnaires au siège social de la société.

## **2 -Recommandation relative à l'utilisation et à la transmission d'informations privilégiées a l'occasion de la préparation et de l'exécution d'une opération financière**

A l'occasion de la préparation et de l'exécution d'une opération financière et notamment lors d'opération de cession de participation significative, les candidats retenus ont généralement accès à des documents contenant des informations sensibles, non publiques ou à des informations complémentaires susceptibles d'avoir une influence sur le cours du titre, et ce notamment à travers des procédures dites de « data room ».

En raison du caractère confidentiel des informations ainsi communiquées, généralement par les sociétés pour les besoins exclusifs de la transaction et de

l'accès privilégié qui y est réservé, l'utilisation de ces informations privilégiées est soumise aux dispositions des articles 48 et suivants du règlement du Conseil du Marché Financier relatif à l'appel public à l'épargne.

En effet, le règlement du Conseil du Marché Financier précise que les informations privilégiées communiquées à l'occasion de la préparation et de l'exécution d'une opération financière et notamment lors d'opération de cession de participation significative sont des informations confidentielles qui ne doivent pas être divulguées ni exploitées ultérieurement par les participants tant qu'elles n'ont pas été portées à la connaissance du public. Ainsi et durant cette période, les intéressés doivent s'abstenir d'intervenir sur le titre de la société concernée. Cette obligation d'abstention disparaît toutefois en cas d'offre publique faisant suite à la cession des titres, les intéressés pouvant alors apporter à l'offre les titres qu'ils détiennent ou lancer une offre.

A ce titre, le Conseil du Marché Financier recommande que les personnes détenant des informations privilégiées à l'occasion de la préparation et de l'exécution d'une opération financière et notamment lors d'une procédure de « data room » prennent des engagements de confidentialité destinés à prévenir tout risque de divulgation et d'exploitation d'informations privilégiées. Dans ces engagements de confidentialité, les personnes ayant accès à la « data room », devraient reconnaître que les informations qui leur sont transmises sont confidentielles et non publiques et prennent acte des risques qu'elles encourrent en vertu des lois et règlements en vigueur en cas d'utilisation ou de transmission de ces informations à d'autres fins que pour les besoins de l'opération projetée. Ces engagements de confidentialité doivent préciser également les conditions d'utilisation ultérieures des informations ainsi que la durée de l'obligation d'abstention qui pourrait en découler.

## **CHAPITRE V : L'OUVERTURE SUR L'ENVIRONNEMENT**

### **I. COOPERATION INTERNATIONALE**

Le CMF a multiplié, en 2010, les contacts avec ses homologues internationaux, les instances de régulation des marchés financiers, ainsi que des intervenants étrangers sur les marchés financiers.

#### **A. Avec ses homologues internationaux**

##### **- Conclusions d'actes bilatéraux en vue d'encadrer les modalités pratiques d'opérations financières transfrontalières**

Afin d'encadrer les modalités pratiques relatives à des opérations financières dont l'impact dépasse le seul marché financier tunisien, le CMF a conclu, avec ses homologues étrangers, les actes suivants :

- Un acte fixant les modalités pratiques d'introduction de la société ENNAKL AUTOMOBILES sur les bourses de Tunis et de Casablanca qui a été signé par le CMF et le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières du Maroc. Cet acte arrête notamment les dispositions applicables dans les domaines suivants :
  - L'information,
  - L'intégrité de marché et les délits boursiers,
  - Le concert, le franchissement des seuils, le pacte d'actionnaires et les offres publiques,
  - Les obligations entre investisseurs et intermédiaires en bourse, et
  - Le transfert des titres.

L'acte fixe également les règles régissant le placement des titres et leur admission en bourse, les relations entre les bourses concernées par l'opération, le règlement livraison ainsi que l'interprétation dudit acte, sa révision outre la coordination nécessaire à sa bonne application.

- Un protocole encadrant les modalités pratiques relatives au projet de double cotation de la société TUNISIE TELECOM sur les bourses de Tunis et Nyse Euronext Paris. Le protocole a été conclu le 03 décembre 2010 entre le CMF et l'Autorité des Marchés Financiers de France. Il régit à peu près les mêmes aspects évoqués dans l'acte susvisé conclu avec le CDVM du Maroc.

- **Réponses aux requêtes des homologues étrangers**

Dans le cadre de la coopération avec ses homologues étrangers, le CMF a répondu à des demandes d'assistance qui lui ont été adressées. Ces demandes concernent ce qui suit :

▪ La réglementation des transactions sur le marché hors cote de la bourse  
La Commission Syrienne des Marchés Financiers et des Valeurs Mobilières a sollicité le CMF de lui indiquer l'ensemble des textes légaux et réglementaires régissant les négociations des valeurs mobilières non cotées sur le marché de la bourse. En réponse à cette requête, le CMF a transmis, à la commission susvisée, les liens électroniques vers les dispositions figurant dans la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 portant Réorganisation du Marché Financier, dans le Règlement Général de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis ainsi que les règlements de parquet de la bourse.



- La participation de sociétés dans le capital d'autres sociétés exerçant des activités différentes de leur objet social :

L'Autorité du Marché Financier du Sultanat d'Oman s'est enquis, auprès du CMF, des lois précisant le taux de participation à détenir par des sociétés dans d'autres exerçant des activités différentes de leur objet social.

Le CMF a précisé que le droit commun des sociétés par actions et le droit des sociétés cotées ne semblent pas fixer de taux pour la participation à détenir par une société par actions dans le capital d'autres exerçant des activités différentes de leur objet social sous réserve des cas de participation croisée où une société ne peut posséder d'actions d'une autre société par actions si celle-ci détient une fraction de son capital supérieure à 10%.

Le CMF a ajouté que les sociétés agissant dans certains secteurs réglementés sont soumises à des restrictions quant au seuil de leurs participations dans le capital d'entreprises exerçant dans le même secteur ou dans des secteurs différents (les sociétés d'investissement à capital variable, les établissements de crédit...).

- Evaluation des instruments financiers émis à l'étranger :

L'Autorité Bolivienne de Supervision du système financier a transmis au CMF une requête concernant la procédure suivie par le régulateur pour l'évaluation des instruments financiers émis à l'étranger.

A cette question, le CMF a répondu que notre réglementation ne permet pas encore l'acquisition d'instruments financiers émis à l'étranger sauf pour les entités off shore.

- Incitations pour la cotation des grandes sociétés :

La SEC du Nigéria a sollicité, tous les membres de l'OICV, afin de l'édifier sur ce qui suit :

- Des incitations efficaces mises en place pour l'introduction en bourse des grandes sociétés,
- Le recours à certains paramètres tel que le niveau des bénéfices, la base de l'actionnariat...afin d'obliger les sociétés à se faire coter, et
- La possibilité, pour un régulateur, d'obliger des sociétés à demander l'introduction en bourse.

Pour sa part, le CMF a précisé ce qui suit :

- Les incitations décidées pour encourager les sociétés à s'introduire en bourse sont surtout d'ordre fiscal. Les lois prévoient au bénéfice des sociétés qui procèdent à l'introduction de leurs actions à la cote de la Bourse des valeurs mobilières de Tunis au cours d'une période donnée et à condition que le taux d'ouverture du capital au public atteigne des proportions bien déterminées, une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés pendant cinq ans à compter de l'année de l'admission. Par ailleurs, un programme pilote a été conçu pour les entreprises bénéficiaires d'une mise à niveau. Ce programme prévoit la prise en charge d'une partie des frais d'introduction à la bourse et d'assistance préalable pour permettre auxdites entreprises de s'exercer aux bonnes pratiques de transparence.

- Il n'y a pas de paramètres en fonction desquels la société pourrait se voir obligée de s'introduire en bourse. Néanmoins, il convient de préciser ce qui suit:

- La loi relative au renforcement de la sécurité des relations financières introduit des obligations de transparence à la charge des entreprises dites d'intérêt public (de point de vue de leur taille, du secteur, du niveau d'endettement...) afin que la transparence ne soit pas un facteur d'éviction et que les obligations en la matière n'entravent pas les sociétés désireuses de s'introduire en bourse.

- La réglementation bancaire comporte l'incitation des entreprises à se faire coter puisqu'à partir d'un certain niveau d'endettement, l'entreprise se trouve

dans l'obligation soit de se faire coter, soit d'avoir la notation d'une agence reconnue.

- Le régulateur ne peut pas obliger les sociétés à demander l'introduction en bourse.

- Ventes à découvert, teneurs de marché, fonds indiciels ou ETFs (Exchange-Traded Funds), livraison contre paiement (DVP) et prise ferme

L'Autorité des Valeurs Mobilières et des Commodités des Emirats-Arabes Unis a sollicité le CMF afin de lui indiquer la réglementation applicable aux aspects concernant la vente à découvert, les teneurs de marché, les fonds indiciels ou ETFs, la livraison contre paiement et la prise ferme.

En réponse à cette requête, le CMF a indiqué que ni les fonds indiciels ni la vente à découvert ne sont prévus ni régis par le droit tunisien. Il a, par ailleurs, transmis les liens électroniques vers les textes légaux et réglementaires applicables aux teneurs de marché, à la prise ferme et à la livraison contre paiement (DVP).

- Questions relatives à l'organisme chargé de la régulation du marché financier

Dans le cadre de l'étude de la possibilité de sa transformation en une commission, l'Autorité Chilienne des Valeurs Mobilières et des Assurances a fait circuler, parmi les membres de l'OICV, un questionnaire se rapportant à des aspects tels que la composition des commissions, les fonctions de leurs présidents, les fonctions du collège de la commission..., auquel le CMF a répondu.

- Prêt de titres et organismes de placement collectif immobiliers

Dans le cadre de sa démarche visant à introduire de nouveaux produits financiers et à encadrer certaines opérations financières, le CDVM du Maroc s'est enquis des règles et des pratiques régissant les prêts de titres et les fonds d'investissement immobiliers.

A ces questions, le CMF a indiqué ce qui suit :

- Les prêts de titres ne sont pas autorisés en Tunisie.
- Les organismes de placement collectif immobiliers ne figurent pas parmi les nouveaux produits financiers introduits sur le marché financier tunisien.

- Les systèmes d'information des sociétés de gestion

le CDVM du Maroc a sollicité les membres de l'OICV afin de l'édifier sur le cadre de régulation afférent aux exigences techniques minimales en matière de gestion du système d'information applicables aux sociétés de gestion et sur la manière dont le régulateur procède au contrôle dans ce domaine.

Pour répondre, le CMF a précisé ce qui suit :

- Défini comme étant un ensemble organisé de ressources (matériel, logiciels, personnel, données et procédures) qui permet de regrouper, de classer, de traiter et de diffuser de l'information sur un phénomène donné, le système d'information des sociétés de gestion est régi par des dispositions réglementaires exigeant notamment ce qui suit :

- Selon l'article 70 du Règlement du CMF relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la gestion de portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers, le gestionnaire doit :

- disposer en permanence de moyens matériels, financiers et humains adaptés et suffisants à l'activité ou aux activités qu'il est autorisé à exercer ;
- employer un personnel disposant des qualifications, des connaissances et de l'expertise requises pour exercer les responsabilités qui lui sont confiées ;

-établir des procédures de prise de décision et une structure organisationnelle précisant sous une forme claire et documentée les lignes hiérarchiques et la répartition des fonctions et des responsabilités ainsi qu'un système efficace de remontées hiérarchiques et de communication des informations à tous les niveaux ;

-s'assurer que les personnes placées sous son autorité ou agissant pour son compte sont bien au courant des procédures qui doivent être suivies en vue de l'exercice de leurs responsabilités;

-établir des mécanismes de contrôle interne appropriés, conçus pour garantir le respect des décisions et procédures à tous les niveaux du gestionnaire ;

- enregistrer de manière ordonnée le détail de ses activités et de son organisation interne dans des registres adéquats ;

-s'assurer que le fait de confier des fonctions multiples à une seule personne ne l'empêche pas ou n'est pas susceptible de l'empêcher de s'acquitter convenablement de ses missions ;

- établir des systèmes et des procédures permettant de sauvegarder la sécurité, l'intégrité et la confidentialité des informations de manière appropriée eu égard à la nature des informations concernées.

- Selon l'article 72 du Règlement précité du CMF, le gestionnaire établit des plans de continuité de l'activité afin de garantir, en cas d'interruption de ses systèmes informatiques, la sauvegarde de ses données et fonctions essentielles et la poursuite de ses activités ou, en cas d'impossibilité, afin de permettre la récupération en temps utile de ces données et fonctions et la reprise en temps utile de ses activités.
- Selon l'article 73 du Règlement précité du CMF, le gestionnaire établit des politiques et procédures comptables qui lui permettent de fournir, à la requête du CMF, des informations financières qui offrent une image fidèle

et sincère de sa situation financière et qui sont conformes à toutes les normes et règles comptables en vigueur.

- Selon l'article 74 du Règlement précité du CMF, le gestionnaire doit être en mesure :
  - De suivre l'évolution des marchés et des valeurs mobilières qui entrent dans la composition des portefeuilles ou des détenteurs de portefeuilles individuels qu'il gère ;
  - D'évaluer les risques associés aux positions prises dans le cadre de la gestion des portefeuilles de l'OPCVM ou des détenteurs des portefeuilles individuels de l'OPCVM ou des détenteurs de portefeuilles individuels et la contribution de ces positions au profil de risque général de ces portefeuilles ;
  - D'effectuer sa propre évaluation d'une valeur mobilière avant son acquisition ou sa souscription, quand l'information sur les prix et sur l'offre de cette valeur mobilière n'est pas disponible.

- Selon l'article 98 du Règlement précité du CMF, le gestionnaire conserve les ordres relatifs aux différentes transactions ainsi que les ordres de souscription et rachat pendant au moins quinze ans.

Les conventions qui fixent les droits et obligations respectifs du gestionnaire et d'un client dans le cadre d'un contrat de prestation de services, ou les conditions que le gestionnaire applique pour la fourniture de services au client, sont conservées au moins pendant toute la durée de la relation avec le client.

En cas de retrait de l'agrément du gestionnaire, le CMF peut exiger que celui-ci s'assure de la conservation de tous les enregistrements concernés jusqu'à l'échéance de la période de quinze ans prévue au premier alinéa.

Le CMF peut, dans des circonstances exceptionnelles, exiger du gestionnaire qu'il conserve tout ou partie de ces ordres sur une période plus longue, dans la limite justifiée par la nature de la valeur mobilière ou de la transaction, si cela lui est indispensable pour exercer ses fonctions de contrôle.

- Selon l'article 99 du Règlement précité du CMF, les ordres sont conservés sur un support qui permet le stockage d'informations de telle façon qu'ils puissent être consultés par le CMF, sous une forme et d'une manière qui satisfont aux conditions suivantes :

1. Le CMF doit pouvoir y accéder facilement et reconstituer chaque étape clé du traitement de toutes les transactions ;
2. Il doit être possible de vérifier aisément le contenu de toute correction ou autre modification, ou l'état des enregistrements antérieurs à ces corrections ou modifications ;
3. Il ne doit pas être possible de manipuler ou altérer les ordres de quelque façon que ce soit.

- Selon l'article 100 du Règlement précité du CMF, le gestionnaire s'assure de la conservation des informations relatives aux contrôles et aux évaluations mentionnés à l'article 82 du présent règlement (évaluations des mécanismes de contrôle interne, des systèmes et procédures de détection des risques de non-conformité aux obligations professionnelles...)

- Dans le cadre de son contrôle de l'observation des exigences précitées par les sociétés de gestion, le régulateur procède à des visites sur place impliquant des questionnaires, des vérifications au niveau du manuel des procédures et des vérifications par échantillonnage.

- Fonds pour la protection des investisseurs et démutualisation de la bourse

La SEC du Nigéria a sollicité les membres de l'OICV afin de lui indiquer le cadre légal et réglementaire régissant, dans leurs juridictions respectives, les fonds créés pour la protection des investisseurs ainsi que le rôle du régulateur dans le processus de démutualisation des bourses, ses étapes et les différentes expériences en la matière.

En réponse à cette requête, le CMF a indiqué que le marché financier tunisien dispose d'un fonds de garantie de la clientèle régi par les dispositions de l'Arrêté du Ministre des Finances du 1er avril 2009. Le CMF a transmis les liens électroniques vers le texte susvisé.

Il a, en revanche, précisé que la bourse des valeurs mobilières de Tunis n'a pas encore fait l'objet de démutualisation.

- Titrisation

Dans le cadre de son projet d'élaboration des meilleures pratiques en matière de régulation de la titrisation et des actifs titrisés, l'Autorité des Valeurs Mobilières et des Commodités des Emirats-Arabis Unis a sollicité, les membres de l'OICV, afin de lui indiquer les règles applicables dans leurs juridictions respectives.

Pour sa part, le CMF a transmis à l'autorité requérante les liens électroniques vers le Code des Organismes de Placement Collectif, le 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 promulgué par la Loi n°2001-83 du 24 juillet 2001 et le Règlement du CMF relatif aux fonds communs de créance et aux sociétés de gestion desdits fonds.

- Evaluation des procédures en place pour le traitement des requêtes reçues d'autres autorités homologues



Dans la perspective de promouvoir ses rapports avec ses homologues étrangers, l'Autorité des Valeurs Mobilières et des Commodités des Emirats-Arabes Unis a fait circuler parmi les membres de l'OICV une enquête, à laquelle le CMF a répondu. Ladite enquête vise à évaluer les procédures en place de traitement des requêtes en provenance d'autres autorités et commissions homologues de régulation des marchés financiers.

- La mise en œuvre de l'accord multilatéral de l'OICV portant sur la Consultation, la Coopération et l'Echange d'informations (MMoU de l'OICV)  
Le 25 décembre 2009, le CMF a signé le MMoU de l'OICV qui lui permet de demander l'assistance des autres membres signataires en vue de garantir le respect des lois et des réglementations en vigueur dans sa juridiction.

Dans cette perspective, le CMF a sollicité le 10 novembre 2010, à l'occasion de l'examen d'un dossier portant sur l'acquisition, par un consortium, de proportions significatives dans le capital d'une société tunisienne d'intermédiation en bourse, l'assistance de la Financial Services Authority du Royaume-Uni, de la Securities and Exchange Commission des États-Unis et de la Dubaï Financial services Authority afin de lui fournir toute information sur des personnes supposées être soumises à leur contrôle et liées au consortium susvisé. De telles informations sont susceptibles d'aider le CMF dans la vérification de la réunion des conditions requises par les lois applicables pour l'octroi de l'accord préalable à l'opération d'acquisition sus évoquée, et ce conformément aux dispositions de l'article 63 du Décret n°99-2478 du 1er novembre 1999 Portant Statut des Intermédiaires en Bourse.

- Divers

Le CMF a fait parvenir, à l'Ordre des Experts Comptables de Tunisie, la sollicitation du Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers de l'Union Monétaire Ouest Africaine (UMOA) pour l'animation

d'un séminaire de formation à l'intention des commissaires aux comptes de l'UMOA.

Afin de développer la collaboration entre les institutions financières tunisiennes et italiennes, une rencontre a été organisée le 13 juillet 2010 au siège du CMF avec un attaché financier et représentant de la Banque Centrale italienne.

## **B. Avec les instances de régulation des marchés financiers**

- **Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV)**
  - Révision des principes et objectifs de la régulation financière de l'OICV

Les principes et objectifs de la régulation financière de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs ont été adoptés en 1998 par le Comité des Présidents lors de la conférence annuelle de l'organisation et ont fait l'objet d'une mise à jour en 2003.

Ces principes, qui étaient au nombre de 30, ont défini un dispositif général élargi pour la régulation financière et constituent un élément des douze normes et codes qualifiés par le Forum de la Stabilité Financière (maintenant Conseil de la Stabilité Financière) d'indispensables à la solidité des systèmes financiers et devant être appliqués prioritairement.

Depuis 2008, une révision desdits principes a été lancée. L'objectif était double :

- Comblé les lacunes existantes dans la régulation des marchés financiers ;
- Tirer des leçons de la dernière crise financière des subprimes.

La version révisée des objectifs et principes de la régulation financière de l'OICV a fait l'objet, en 2010, d'une consultation large de tous les membres de l'organisation.

Lors de la conférence annuelle de 2010 de l'OICV tenue à Montréal, le Comité des Présidents a adopté l'ensemble des 38 principes issus du processus de révision.

Ces 38 principes sont regroupés en 9 catégories :

- Le régulateur,
  - Les autorités professionnelles,
  - L'application des lois et règlements,
  - La coopération en matière de régulation,
  - Les émetteurs,
  - Les auditeurs, les agences de notation de crédit et les autres fournisseurs des services de l'information
  - Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières,
  - Les intermédiaires de marché, et
  - Les marchés secondaires.
- Révision des orientations stratégiques de l'OICV

A l'occasion de la réunion du Comité des Présidents tenue lors de la conférence annuelle de 2009 de l'OICV, le comité exécutif a suggéré la révision des orientations stratégiques de l'organisation pour la période allant de 2010 à 2015.

Dans cet ordre d'idées et suite à une consultation de tous les membres de l'OICV sur les travaux menés par un task force ad hoc, le Comité des Présidents

a adopté, lors de sa réunion tenue dans le cadre de la conférence annuelle de 2010 de l'OICV à Montréal, les résolutions suivantes :

- Une résolution se rapportant aux missions, objectifs et priorités de l'OICV qui prévoit les objectifs suivants :
  - a. Coopérer pour développer, appliquer et promouvoir l'adhésion à des normes internationalement reconnues et cohérentes en matière de régulation, de surveillance et d'application des textes afin de protéger les investisseurs, de maintenir des marchés de valeurs mobilières équitables, efficaces et transparents et de gérer les risques systémiques ;
  - b. Renforcer la protection des investisseurs et promouvoir leur confiance dans l'intégrité des marchés de valeurs à travers l'intensification de l'échange de l'information et de la coopération dans l'application des textes à l'encontre des infractions et dans la surveillance des marchés et des intermédiaires de marché ;
  - c. Echanger des informations tant au niveau international que régional sur leurs expériences respectives afin d'aider au développement des marchés, de renforcer leurs infrastructures et de mettre en œuvre une régulation appropriée.

Quant aux objectifs et priorités opérationnels, ils consistent en ce qui suit :

- a. Identifier et œuvrer à gérer les risques systémiques pour un fonctionnement équitable et efficace des marchés, particulièrement à travers :
  - a.1 : La mise en place d'une fonction de recherche indépendante afin d'identifier les risques pour un fonctionnement équitable et efficace des marchés ; et
  - a.2 : La coordination avec les autres normalisateurs financiers internationaux et les autres instances internationales investies de missions complémentaires à celles de l'OICV ; impliquer la structure chargée de la recherche pour étudier et renforcer cette coordination.

b. Maintenir et améliorer le cadre de régulation international des marchés financiers via l'établissement de normes internationales et particulièrement à travers :

b.1 : Le développement de normes internationales, en ce compris celles destinées au traitement des risques émergents outre la révision systématique et périodique des principes et objectifs de la régulation financière de l'OICV,

b.2 : La construction de la capacité de régulation des membres à travers la mise en œuvre systématique, par ces derniers, des principes et objectifs de la régulation financière de l'OICV et son programme de formation et d'éducation, et

b.3 : Le soutien au développement de cadres régissant la surveillance et l'application des textes à travers la mise en œuvre de l'intégralité des dispositions de l'accord multilatéral (MMoU) de l'OICV auquel il faut assurer l'entière adhésion de tous les membres, l'introduction des améliorations nécessaires audit MMoU et la collaboration avec les juridictions non coopératives et / ou sous régulées.

c. Renforcer le rôle de l'OICV dans la communauté financière internationale afin de faire évoluer la mise en œuvre d'objectifs et de principes de haut niveau de la régulation financière, particulièrement à travers :

c.1 : L'exposition des positions de l'OICV lors des fora de normalisation,

c.2 : Le renforcement des communications avec les parties prenantes, en particulier les investisseurs et les organisations professionnelles.

- Une résolution se rapportant à l'accord multilatéral portant sur la Consultation, la Coopération et l'Echange d'informations de l'OICV (MMoU de l'OICV).

En effet et considérant que plusieurs membres de l'organisation ont déjà signé ledit accord qui a prouvé être un instrument efficace dans la lutte contre les infractions financières transfrontalières, le Comité des Présidents de l'OICV a

convenu en juin 2010, afin d'exhorter les membres de l'organisation à signer l'accord précité, de ce qui suit :

- Concernant les membres de l'OICV qui n'ont pas déposé leurs candidatures pour la signature du MMoU susvisé :

a. Le comité exécutif devra intensifier les efforts en vue de fournir une assistance technique aux membres de l'OICV qui n'ont pas encore déposé leur candidature afin de les encourager à le faire et à se conformer aux exigences de l'accord.

b. Le Comité exécutif devra créer une liste de surveillance (watch list) pour les membres qui n'ont pas déposé leurs candidatures. La liste sera tenue et publiée sur le site web de l'OICV.

- Concernant les membres de l'OICV inscrits à l'annexe B dudit accord :

a. Tous ces membres sont sollicités à devenir signataires au plus tard le 1er janvier 2013.

b. Le Comité exécutif devra assurer un programme d'assistance technique et de conseil disponible aux membres concernés pour qu'ils puissent procéder aux modifications nécessaires en vue de signer ledit accord.

c. Le Comité exécutif devra créer une liste de surveillance après le 13 janvier 2013 pour les membres qui ne parviennent pas à signer le MMoU de l'OICV.

- Concernant l'avenir dudit accord après le 1er janvier 2013 :

a. Le comité exécutif devra, après le 1er janvier 2013, étudier les possibilités d'évolution de l'accord précité compte tenu des développements intervenus sur les marchés ainsi que des pratiques de surveillance et d'enforcement.

- Une résolution portant sur la modification des statuts de l'OICV afin de tenir compte des nouvelles orientations stratégiques de l'organisation pour la période (2010 - 2015).
- Participation au projet de portail lancé par l'OICV et dédié à l'échange d'informations publiques utiles pour les évaluations de compétence et d'intégrité d'intervenants sur les marchés financiers

Le projet qui a pris corps en 2010 offre un outil de premier degré permettant aux régulateurs de chercher, par eux-mêmes et de manière efficace, des informations publiques susceptibles de les aider dans leurs examens de compétence et d'intégrité de personnes intervenant sur leurs marchés financiers. Une telle démarche contribue à rendre les demandes d'information entre régulateurs plus ciblées, à réduire le temps et les efforts déployés dans le traitement desdites demandes et, par conséquent, à accélérer le processus d'évaluation.

En effet, le portail, qui est une plateforme d'informations, comporte une page d'accueil laissant figurer une liste de régulateurs membres de l'OICV et participant audit portail. La sélection d'un régulateur membre de la liste permettra d'afficher des liens vers des informations uniquement publiques dans la juridiction du membre sélectionné. Ces informations se rapportent à titre d'exemple aux sites web des régulateurs locaux : le Ministère des Finances, la Banque Centrale..., le site web de la bourse des valeurs mobilières, les décisions des tribunaux....

A cette date, le portail précité et figurant dans l'espace réservé aux membres sur le site web de l'OICV comporte les régulateurs membres de l'organisation suivants :

1. La Commission des Services Financiers des Iles Vierges Britanniques,

2. L'Autorité des Services Financiers de Dubaï,
  3. La SEC de la République de Macédoine,
  4. L'Autorité des Valeurs Mobilières d'Israël,
  5. L'Autorité Polonaise de Supervision Financière,
  6. L'Autorité des Marchés Financiers du Québec,
  7. Le Conseil des Services Financiers de l'Afrique du Sud,
  8. L'Autorité des Valeurs Mobilières et des Marchés de Capitaux de Tanzanie,
  9. La SEC de Thaïlande, et
  10. Le CMF de Tunisie qui a, à l'instar des autres régulateurs susvisés, établi sur son site web une section spéciale comportant des liens vers des informations publiques susceptibles d'être utiles dans des évaluations d'intégrité et de compétence d'intervenants sur le marché (la liste des intervenants sur le marché financier tunisien, les décisions de sanction et les mises en garde publiées par le CMF sur son site web...)
- Participation à l'enquête annuelle du Comité des Marchés Emergents de l'OICV, introduite depuis la dernière crise financière

Aux fins d'évaluation de l'impact de la crise financière de 2007 sur les marchés des pays émergents d'une part et du rôle des produits financiers structurés sur ces marchés d'autre part, le Comité des Marchés émergents (EMC) a décidé, lors de sa réunion à Marrakech au mois d'octobre 2008, de lancer un groupe de travail pour élaborer un rapport en la matière. Dans une première étape, un questionnaire d'enquête a été mis en circulation afin de dresser un bilan immédiat des effets de la crise et de ses implications dans les économies des marchés émergents.

Ultérieurement, une décision a été adoptée lors de la réunion du comité susvisé à Bucarest pour perpétuer la conduite de l'enquête sur une base annuelle afin de



collecter des informations indiquant notamment les nouvelles tendances en termes de régulation et les priorités en matière de contrôle pour les membres des marchés émergents.

Partant, une troisième enquête a été menée en 2010 à laquelle ont répondu 42 membres, en ce compris, le CMF. Les résultats de l'enquête ont été exposés et débattus lors de la réunion de l'EMC en octobre 2010 à Istanbul.

- **Forum International pour l'Education des Investisseurs**

Le CMF a répondu à l'enquête de 2010 du Forum International pour l'Education de l'Investisseur, (IFIE) qui est une plateforme regroupant des spécialistes en la matière du secteur tant privé que public et dont la mission consiste à aider les investisseurs sur les différents marchés financiers à mieux comprendre les risques et les intérêts associés aux différents types d'investissement et au processus d'investissement.

L'enquête de l'IFIE visait l'évaluation de l'état de l'éducation de l'investisseur sur les différents marchés.

### **C. Avec des intervenants étrangers sur les marchés financiers**

Dans le cadre de l'activité du custody, les banques tunisiennes, qui assurent la fonction de subcostodian, font l'objet de visites périodiques de due diligence effectuées par les global custodians. Dans le cadre de leur mission, ces derniers s'enquêtent, entre autres, sur l'état de la réglementation et de la pratique sur le marché financier tunisien. Dans cet ordre d'idées, le CMF a eu, avec les représentants de certains global custodians (HSBC plc HBEU, Londres / State Street Bank & Trust co- Massachussetts, les Etats-Unis...) des rencontres qui leur ont permis de mener à bien leurs missions de due diligence requise par la législation qui leur est applicable.

Une autre rencontre a été organisée au siège du CMF le 26 janvier 2010 avec le représentant de la société Exchange Data International Limited, une société établie à Londres dont l'activité consiste à fournir des informations financières pointues au back et middle offices des banques, des intermédiaires en bourse et aux autres institutions financières à l'échelle internationale.

Dans le but de discuter les possibles évolutions du marché obligataire en Tunisie pour l'ensemble des acteurs de marché (émetteurs, banques, assurance...) et d'étudier le rôle de la notation dans le processus d'émission, le CMF a eu, le 14 avril 2010 dans ses locaux, un entretien avec l'agence de notation Moody's.

## **II. PARTICIPATION AUX MANIFESTATIONS INTERNATIONALES**

- Participation à la 9ème session annuelle de l'Institut Francophone de la Régulation Financière (IFREFI) qui s'est tenue à Bruxelles du 26 au 28 mai 2010. Outre les questions qui ont été débattues lors de la journée des Présidents des autorités de régulation affiliées à l'IFREFI, le séminaire de formation s'est articulé autour des thèmes suivants :

- Les conditions d'exercice des Prestataires des Services d'Investissement (PSI)
- Les devoirs de diligence du PSI à l'égard de ses clients
- La protection des avoirs des clients
- Le contrôle des PSI et les sanctions

- Participation à la 35ème édition de la conférence annuelle de l'OICV qui s'est tenue à Montréal du 06 au 10 juin 2010. En marge des réunions des différents comités et task forces de l'organisation, une session publique a été organisée autour de thèmes aussi nombreux que variés :

1. Viser une orientation réglementaire commune (L'intensification de la collaboration internationale sera-t-elle suffisante? / Est-il nécessaire de faire converger les règles à l'échelle mondiale? / Quelles mesures pourraient aider à prévenir l'arbitrage réglementaire? / Quels sont les outils dont les autorités de réglementation des marchés disposent pour cerner et atténuer le risque systémique inhérent aux activités des institutions transfrontalières?)

2. Répercussions des projets de réforme réglementaire sur les segments du marché peu ou non réglementés (Quel juste équilibre à trouver entre d'une part l'innovation financière et le dynamisme des marchés financiers et d'autre part le renforcement des exigences de transparence et de surveillance des secteurs du marché qui sont peu ou non réglementés? / Faut craindre la sur-réglementation issue de la multiplicité des réformes réglementaires proposées ou initiées partout dans le monde?)

3. S'adapter à un marché en constante évolution (Les autorités de réglementation seront-elles en mesure d'appréhender les nouvelles tendances avant qu'elles ne deviennent problématiques? / La réglementation peut-elle s'adapter assez rapidement aux changements (les marchés opaques, les ordres invisibles, les négociations à haute fréquence, l'accès électronique direct) qui remodelent le marché?)

4. Nouveaux défis et enjeux de l'heure pour les autorités de régulation des marchés financiers (Quels sont les défis qui émergeront de la nouvelle dynamique (Le G-20 s'est engagé à renforcer la réglementation et la supervision des systèmes financiers internationaux par l'intensification de la coopération et des efforts concertés en vue de restaurer la croissance mondiale ainsi qu'à réaliser la réforme qui s'impose. Du fait de ces engagements, plusieurs

organisations internationales : le Conseil de stabilité financière (CSF), le Fonds monétaire international (FMI) et l'OICV, ont désormais de nouveaux rôles)? /Quels sont les défis que présente la mise en œuvre des réformes du G-20? / Les particularités régionales, dans la mise en œuvre des réformes du G-20, ont-elles donné naissance à de nouveaux enjeux? /Les signes de reprise du marché ont-ils un effet sur ces défis? /Dans la conjoncture actuelle, quels sont les enjeux de l'heure auxquels doivent faire face les autorités de régulation des marchés financiers? Que se profile-t-il à l'horizon?)

- Participation aux réunions du Comité des Marchés Emergents de l'OICV du 13-15 octobre 2010 à Istanbul. En marge de ces réunions, une conférence publique a été tenue le 15 octobre 2010 autour des axes suivants :

- La nouvelle architecture financière mondiale compte tenu des nouvelles mesures prises en réaction à la crise financière : les régulateurs des marchés financiers émergents sont ils adéquatement outillés pour gérer le risque systémique ?
- Les marchés obligataires émergents : paver le chemin pour leur développement.
- Mise en œuvre des IFRS dans les marchés émergents, les discussions récentes et les expériences.
- Les négociations de haute fréquence et algorithmiques : les défis pour les marchés et les régulateurs.

- Participation à la conférence organisée conjointement par l'OICV et le Forum International pour l'Education de l'investisseur au Caire les 08 et 09 novembre 2010 et qui s'est penchée sur les meilleures pistes à explorer pour réinstaurer la confiance du public des investisseurs dans le monde dans les marchés de capitaux.

- Participation au séminaire de formation organisé conjointement par l'OICV et l'Institut de la Stabilité Financière à Madrid du 16 au 18 novembre 2010 sous le thème « registres de négociation et infrastructure du marché ».
- Participation au séminaire annuel de formation de l'OICV tenu à Madrid du 19 au 22 octobre 2010 sous le thème « Comprendre les nouveaux produits financiers et leurs implications réglementaires ».

### **III. PARTICIPATION AUX MANIFESTATIONS LOCALES**

- Participation au colloque inaugural organisé par l'Institut Tunisien des Administrateurs (ITA) et tenu le 21 janvier 2010 à l'hôtel Sheraton Tunis sous le thème « Les nouveaux acteurs de l'après –crise : administrateur de société ».
- Participation à la réunion de 2010 de l'Institut de la Finance Internationale pour les dirigeants de banques Maghrébines, tenue les 12 et 13 avril 2010 à Tunis.
- Participation au forum de l'Economiste organisé autour du thème : « Tunis, place financière régionale : les voies d'avenir de la finance et des banques tunisiennes dans l'Euromède », le 27 avril 2010 à l'hôtel Ramada Plaza Gammarth.
- Participation à la XIIIème session du forum international de « Réalités » tenue à l'hôtel Alhambra- Thalasso Yasmine Hammamet les 28 et 29 avril 2010 sous le thème de « L'Europe, le Maghreb et l'Afrique : pour un nouveau partenariat global ».

- Participation à une formation sur l'actualité dans la lutte anti-blanchiment qui a eu lieu les 12 et 13 mai 2010 à la Banque Centrale de Tunisie. La formation a été co-animée par le Conseiller spécial du Gouverneur de la Banque de France et le Secrétaire général de la Commission Tunisienne des Analyses Financières et Président du GAFIMENA.
- Participation à la conférence organisée le 21 octobre 2010 à la maison de l'entreprise sous le thème : « Loi relative au renforcement de la sécurité des relations financières : Etats des lieux cinq ans après ».
- Collaboration avec le Centre de Promotion des Exportations (CEPEX) en vue de l'identification de nouveaux instruments et mesures de développement et de promotion des exportations, entre autres, celles concernant le secteur financier, dans le nouveau contexte international.

## **TITRE III : L'EVOLUTION DES MARCHES DE CAPITAUX**

### **SOUS-TITRE I : LE MARCHE FINANCIER TUNISIEN**

Au cours de l'année 2010, le marché financier a été marqué par l'introduction de cinq sociétés à la cote de la Bourse de Tunis, dont quatre sociétés, « Assurances SALIM », « Société Tunisienne de Réassurances -Tunis Re- », « Ennakl Automobiles » et « Modern Leasing » sur le marché principal, et la société « Carthage Cement » sur le marché alternatif. Il a été également enregistré la radiation de la cote de la bourse de la société « Palm Beach Hotels Tunisia - PBHT-» suite au lancement d'une offre publique de retrait initiée en fin 2009. Ainsi, le nombre des sociétés admises à la cote de la bourse à la fin de l'année 2010 a atteint 56 entreprises.

Par ailleurs, il convient de signaler que l'année 2010 a enregistré la première double cotation d'une société tunisienne, en l'occurrence « Ennakl Automobiles », concomitamment sur le marché principal de la cote de la bourse de Tunis et sur le premier compartiment de la Bourse de Casablanca.

La capitalisation boursière a atteint au terme de l'année 2010, un montant de 15 282 millions de dinars contre 12 227 millions de dinars en 2009 soit une augmentation de 25%. Par ailleurs, la part de la participation étrangère dans la capitalisation boursière a enregistré en 2010 un léger repli par rapport à l'année dernière pour atteindre un niveau de 20.15% contre 21.92% en 2009.

Au niveau du marché des émissions, le montant des capitaux levés en 2010 au titre des émissions sur le marché financier s'est élevé à 1015,52 MD contre 976,3 MD en 2009. Le taux de contribution de ce marché dans le financement

des investissements privés est resté stable par rapport à celui enregistré une année auparavant. Il a ainsi atteint 11,6%<sup>1</sup> contre 11,9%<sup>1</sup> en 2009.

Au niveau du marché secondaire, la moyenne des échanges journaliers a été de 10.8 millions dinars contre 7.3 millions de dinars en 2009. Il est à signaler que les capitaux échangés sur la bourse de Tunis, sans prise en compte des transactions en bloc, ont connu une forte augmentation de 56% et atteindre ainsi la valeur de 2396,3 millions de dinars contre 1533 millions de dinars en 2009. Notons qu'avec 251 séances de cotation en 2010, la moyenne quotidienne des capitaux échangés sur le marché des actions a atteint 9.2 millions de dinars contre une moyenne quotidienne pour 2009 de 5,7 millions de dinars.

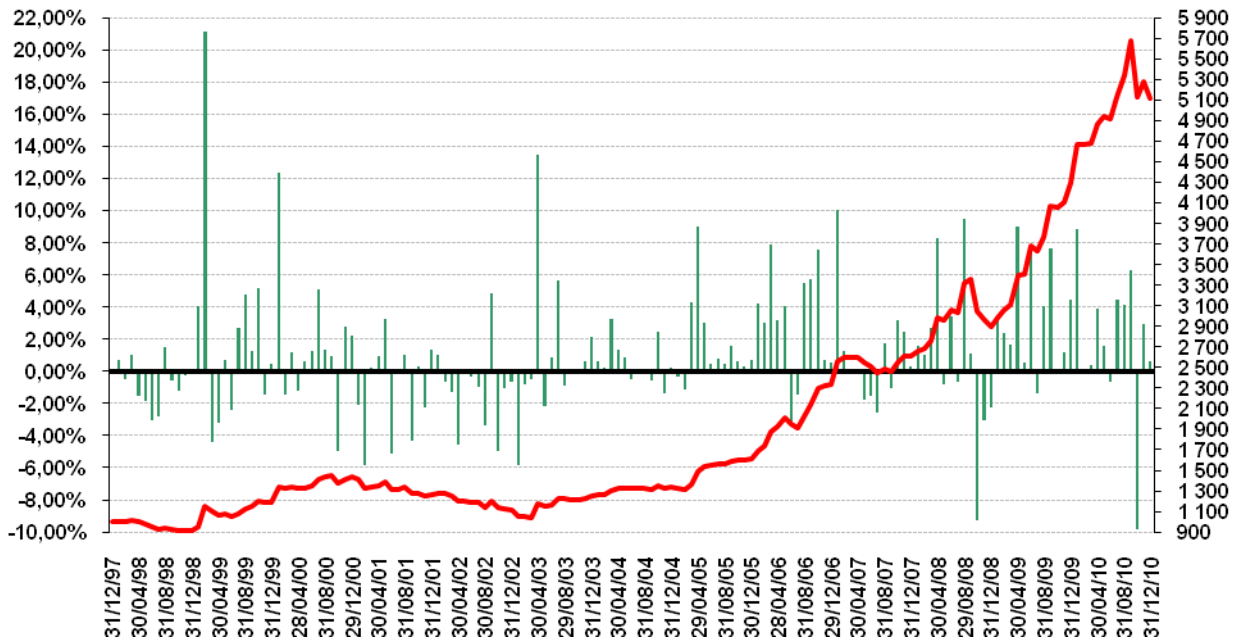
L'indice TUNINDEX a achevé l'année 2010 avec un niveau de 5112.52 points, enregistrant ainsi un accroissement de 19.13% contre une hausse de 48.38% en 2009. Cette moins bonne performance est expliquée, en partie, par la baisse qu'a connu l'indice au cours du dernier trimestre suite au projet de la loi de finances relatif à l'instauration d'un impôt sur la plus value réalisée sur la cession d'actions qui était mal perçue par les investisseurs.

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Nombre de sociétés cotées</b>	<b>51</b>	<b>50</b>	<b>52</b>	<b>56</b>
<b>Capitalisation boursière en MD</b>	<b>6 527</b>	<b>8 301</b>	<b>12 227</b>	<b>15 282</b>
<b>% du PIB</b>	<b>14,5</b>	<b>16,5</b>	<b>22,9</b>	<b>24,1</b>
<b>Indice TUNINDEX</b>	<b>2614</b>	<b>2892</b>	<b>4292</b>	<b>5113</b>
<b>% de variation</b>	<b>12,1</b>	<b>10,7</b>	<b>48,4</b>	<b>19,1</b>

<sup>1</sup> Ce taux a été mis à jour suite à l'actualisation des données relatives à l'investissement privé au niveau du budget économique.



Evolution Mensuelle de TUNINDEX depuis sa création (Base 1000 au 31/12/1997)



## CHAPITRE I – LE MARCHE PRIMAIRE

### I. LA CONTRIBUTION DU MARCHE FINANCIER DANS LE FINANCEMENT DE L'INVESTISSEMENT PRIVE

Le montant des capitaux levés en 2010 au titre des émissions sur le marché financier s'est élevé à 1015,6 MD<sup>2</sup> contre 976,3 MD en 2009, qui se répartissent comme suit :

- Les augmentations de capital : 301,7 MD contre 301,3 MD en 2009;
- Les emprunts obligataires : 713,9 MD contre 675,0 MD en 2009;

Ainsi, la contribution du marché des émissions dans le financement des investissements privés a atteint, en 2010, 11,6%<sup>3</sup> contre 11,9%<sup>3</sup> en 2009.

#### Evolution du taux de financement des investissements privés

En MD

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Emissions de titres de capital	33,0	113,0	8,0	13,5	70,0	63,8	164,0	126,4	251,7	301,3	301,7
Emissions de titres de créance	154,0	297,0	233,0	101,0	103,5	130,8	150,8	313,2	392,0	675,0	713,9
Fonds communs de créances	-	-	-	-	-	-	50,0	50,0	-	-	-
Total	187,0	410,0	241,0	114,5	173,5	194,6	364,8	489,6	643,7	976,3	1015,6
Taux de financement des investissements privés	4,9%	9,6%	5,8%	2,6%	3,8%	4,0%	6,7%	7,5%	7,9%	11,9% <sup>3</sup>	11,6% <sup>3</sup>

### II. L'EVOLUTION DES EMISSIONS<sup>4</sup>:

Les émissions réalisées en 2010 par appel public à l'épargne, compte tenu des augmentations de capital par incorporation de réserves et d'une augmentation de

<sup>2</sup> Capitaux effectivement levés en 2010 dont 98,3 MD relatifs à des opérations visées par le CMF en 2008 et 2009.

<sup>3</sup> Ce taux a été mis à jour suite à l'actualisation des données relatives à l'investissement privé au niveau du budget économique.

<sup>4</sup> Hors les émissions de l'Etat.

capital consécutive à une opération de fusion, se sont élevées à 1 080 MD, contre 1 154 MD en 2009, enregistrant ainsi une baisse de l'ordre de 6,4%. Cette baisse est dûe essentiellement à la régression des opérations sur titres de capital de l'ordre de 25,4%.

La part des émissions de titres de créance visées par le CMF, a atteint 70,4% du volume total des émissions réalisé en 2010, contre un taux de 62,8% en 2009.

<i>Marché Primaire</i>							
	<i>en MD</i>						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Emissions de titres de capital<sup>5</sup></b>	<b>93</b>	<b>88</b>	<b>235</b>	<b>140</b>	<b>311</b>	<b>429</b>	<b>320</b>
<i>en pourcentage</i>	46	47	51	36	45	37	30
<b>Emissions de titres de créance</b>	<b>111</b>	<b>100</b>	<b>228</b>	<b>254</b>	<b>374</b>	<b>725</b>	<b>760</b>
<i>en pourcentage</i>	54	53	49	64	55	63	70
<b>TOTAL</b>	<b>204</b>	<b>188</b>	<b>463</b>	<b>394</b>	<b>685</b>	<b>1 154</b>	<b>1 080</b>

### **1 : Les émissions de titres de capital**

Le volume des émissions de titres de capital a totalisé 320 MD en 2010 contre 429 MD en 2009, enregistrant ainsi une baisse de 25,4%. Sur ce montant, la part en numéraire a atteint 84,1% avec un montant de 269 MD contre 77,2% et un volume de 331 MD en 2009.

Notons que 67,5 MD ont servi à la consolidation des fonds propres d'une banque cotée, visant l'amélioration de ses indicateurs en vue de leur conformité aux normes spécifiques au secteur bancaire et que 167,3 MD ont été levés par quatre sociétés dans le cadre de leur introduction à la cote de la bourse de Tunis et ce, par la procédure d'une offre à prix ferme d'actions nouvelles émises dans le public.

<sup>5</sup> Compte tenu des opérations d'augmentation de capital par incorporation de réserves et suite à une opération de fusion.

### *Evolution des émissions de titres de capital*

	<i>En MD</i>						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<i>Emissions de titres de capital en numéraire<sup>6</sup></i>	70	67	198	94	266	331	269*
<i>en pourcentage</i>	75,3	76,1	84,3	67,1	85,4	77,2	84,1
<i>Attribution gratuite et conversion des créances</i>	23	21	37	46	45	98	51
<i>en pourcentage</i>	24,7	23,9	15,7	32,9	14,6	22,8	15,9
<b>TOTAL</b>	<b>93</b>	<b>88</b>	<b>235</b>	<b>140</b>	<b>311</b>	<b>429</b>	<b>320</b>

\* Compte tenu d'une augmentation de capital consécutive à une opération de fusion absorption.

Au niveau de la répartition sectorielle des émetteurs, malgré l'accaparement du secteur financier<sup>7</sup> de la part la plus élevée du volume global des émissions de titres de capital, cette part a enregistré une baisse, passant de 60,2% en 2009 à 51,8% en 2010.

La part des émissions des banques a atteint 30,7% du volume total contre 48,2% en 2009.

Quant à la part des émissions réalisées par les services aux consommateurs, elle a enregistré une régression importante par rapport à l'année précédente. Elle a atteint 0,9% en 2010, contre 11,6% en 2009.

Le secteur des industries a connu une évolution remarquable, avec une part de 43,2% contre 23,9% en 2009.

Sur le plan de la ventilation des émissions de titres de capital entre cote et hors cote, il est à noter que les sociétés de la cote ont conservé la part la plus importante du volume des émissions, soit 90,8%. Ceci est due essentiellement aux opérations d'augmentation de capital par appel public à l'épargne réalisée par quatre sociétés pour un montant de 167,3 MD et ce, dans le cadre de leur

<sup>6</sup> Compte tenu des opérations d'augmentation de capital par incorporation de réserves et suite à une opération de fusion.

<sup>7</sup>Le secteur financier comprend les banques, les assurances, les sociétés de leasing et de factoring, et autres services financiers (sociétés d'investissement à capital risque, sociétés d'investissement à capital fixe et sociétés holding)

introduction à la cote de la bourse, ainsi que celle en numéraire réalisée par une banque pour un montant de 67,5 MD.

### Répartition sectorielle des émetteurs de titres de capital\*

	En MD					
	2008	%	2009	%	2010	%
<b>Secteur financier</b>	<b>286,7</b>	<b>92,2</b>	<b>258,3</b>	<b>60,2</b>	<b>165,5**</b>	<b>51,8</b>
Banques	125,0	40,2	206,8	48,2	98,3	30,7
Assurances	10,0	3,2	24,0	5,6	23,9	7,5
Leasing et factoring	27,5	8,8	27,5	6,4	14,0	4,4
Autres services financiers	124,2	39,9	0,	0,0	29,3	9,2
<i>Sociétés d'investissement à capital risque</i>	25,0	8,0	0,0	0,0	29,3	9,2
<i>Sociétés d'investissement à capital fixe</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Sociétés Holding</i>	99,2	31,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Biens de consommation</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>12,5</b>	<b>2,9</b>	<b>9,9</b>	<b>3,1</b>
<b>Matériaux de base</b>	<b>3,9</b>	<b>1,2</b>	<b>4,0</b>	<b>0,9</b>	<b>3,0</b>	<b>0,9</b>
<b>Industries</b>	<b>2,6</b>	<b>0,8</b>	<b>102,4</b>	<b>23,9</b>	<b>138,1</b>	<b>43,2</b>
<b>Services aux consommateurs</b>	<b>16,2</b>	<b>5,2</b>	<b>49,9</b>	<b>11,6</b>	<b>3,0</b>	<b>0,9</b>
<b>Pétrole et gaz</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Santé</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Télécommunications</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Total</b>	<b>311,1,0</b>	<b>100,0</b>	<b>428, 8</b>	<b>100,0</b>	<b>319,6</b>	<b>100,0</b>

\* *Compte tenu des opérations d'augmentation de capital par incorporation de réserves.*

\*\* *Compte tenu d'une augmentation de capital consécutive à une opération de fusion absorption.*

## 2 : Les émissions de titres de créances privées

Les émissions de titres de créance ont atteint un volume de 760 MD en 2010, enregistrant ainsi une progression de 4,8% par rapport à l'année 2009.

Sur le plan de la répartition sectorielle, les sociétés financières ont émis 20 emprunts obligataires sur les 21 opérations réalisées au cours de l'année 2010, pour un montant de 750 MD représentant 98,7% du volume total contre 97,2% enregistré en 2009.

Le secteur des industries a conservé presque la même part que celle enregistrée une année auparavant, soit 1,3% du volume des émissions de titres de créance avec un montant de 10 MD.

Les sociétés opérant dans le secteur des biens de consommation n'ont procédé à aucune émission de titres de créance au cours de l'année 2010, contrairement à l'année 2009 où elles ont enregistré une part de 1,4% du volume des émissions avec un montant de 10 MD.

Ces constats font ressortir que le recours des sociétés tunisiennes au mode de financement par le biais du marché des capitaux demeure limité. En effet, et hormis les banques et les sociétés de leasing, le reste des entreprises ne recourent que rarement au marché financier pour lever les fonds nécessaires au financement de leurs investissements.

Sur le plan de la répartition des émissions de titres de créance entre cote et hors cote, il y a lieu de constater une légère régression de la part des sociétés cotées par rapport à l'année 2009, atteignant 80,9% en 2010 contre 90,3% l'année précédente.

#### **Evolution de la répartition sectorielle des émetteurs de titres de créance**

En MD	2008	%	2009	%	2010	%
<b>Secteur financier</b>	<b>355,0</b>	<b>94,9</b>	<b>705,0</b>	<b>97,2</b>	<b>750,0</b>	<b>98,7</b>
Banques	210,0	56,1	460,0	63,4	330,0	43,4
Leasing et factoring	145,0	38,8	245,0	33,8	420,0	55,3
<b>Industries</b>	<b>5,0</b>	<b>1,3</b>	<b>10,0</b>	<b>1,4</b>	<b>10,0</b>	<b>1,3</b>
<b>Services aux consommateurs</b>	<b>14,0</b>	<b>3,7</b>	<b>10,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Total</b>	<b>374,0</b>	<b>100,0</b>	<b>725,0</b>	<b>100,0</b>	<b>760,0</b>	<b>100,0</b>

Il convient de noter que l'année 2010 a été marquée par l'émission de deux emprunts obligataires subordonnés contre cinq en 2009, emprunts initiés par deux sociétés financières admises à la cote : une banque et une société de leasing.

La formule consistant à offrir aux souscripteurs le choix entre deux taux de rémunération, fixe ou indexé sur le TMM, s'est poursuivie en 2010 et a été adoptée aussi bien par les sociétés admises à la cote que les sociétés du hors cote.

A l'instar des années précédentes, la majorité des investisseurs a opté pour le taux fixe, dans le cadre des emprunts émis à deux taux préférentiels. En effet, la part souscrite selon cette formule a été de 50,3% du volume des émissions concernées<sup>8</sup>.

#### Evolution de la répartition des souscriptions aux émissions de titres de créance entre taux fixe et variable

	Montants émis en MD			%		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
<b>Taux fixe</b>	111,7	192,8	254,3*	82,7	52,8	50,4
<b>Taux variable</b>	23,3	172,2	250,7*	17,3	47,2	49,6
<b>Total</b>	<b>135,0</b>	<b>365,0</b>	<b>505,0*</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

\* Compte non tenu des emprunts obligataires émis à un taux fixe (BTE 2010 Catégorie B, AIL 2010-1 et Meublalex Industries 2010), des emprunts obligataires émis à un taux variable (Emprunt Subordonné Amen bank 2010 et Attijari bank 2010), de l'emprunt obligataire BTK 2009 émis à quatre taux dont trois taux variables et un taux fixe et des emprunts visés en 2010 et émis en 2011 (CIL 2011-1 et Unifactor 2010).

En ce qui concerne la notation des emprunts visés, on constate que sur les vingt et une émissions réalisées, seize sont assorties d'une notation et une seulement est garantie par des banques, alors que les quatre emprunts obligataires restants, initiés par des banques admises à la cote, ont été dispensés de notation.

#### Notation des emprunts obligataires

Notes attribuées	Nombre d'emprunts
Notation par l'agence de notation Fitch Ratings selon son échelle nationale	<b>16</b>
BBB+	4
BBB	5
BBB-	1
BB+	5
BB	1

<sup>8</sup> Concerne les treize emprunts obligataires et une catégorie d'un emprunt émis à deux taux préférentiels : un taux fixe et un taux indexé au TMM.

Concernant la répartition des souscripteurs aux emprunts obligataires visés en 2010, il est à signaler qu'à l'instar des années précédentes, les sociétés d'investissements et les organismes de placement collectifs ont enregistré la part souscrite la plus importante, accaparant 73,2% des souscriptions contre 72,5% en 2009.

Celle des compagnies d'assurance a enregistré une légère baisse passant de 17,2% en 2009 à 15,1% en 2010, alors que la part des banques a évolué ; elle a atteint 10,4% en 2010 contre 9,0% une année auparavant.

Il en est de même en ce qui concerne, la part souscrite par les autres entreprises qui a connu une légère hausse passant de 0,2% à 0,5% en 2010, alors que la part des personnes physiques, a atteint 0,1% contre 0,3% en 2009.

Il est à remarquer que les caisses de sécurité sociale ont conservé presque la même part que celle enregistrée en 2009, soit 0,7% des montants souscrits.

**Tableau de ventilation des souscripteurs aux émissions obligataires visés en 2010**

%	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sociétés d'investissement et organismes de placement collectif	68,4	71,5	50,6	64,6	68,8	72,5	73,2
Compagnies d'assurance	14,8	10,5	9,5	11,7	14,7	17,2	15,1
Banques	7,9	14,7	3,5	18,6	12,7	9,0	10,4
Caisse de sécurité sociale	-	-	-	-	-	0,8	0,7
Autres personnes morales	4,8	0,2	33,2	4,0	2,3	0,2	0,5
Personnes physiques	4,1	3,1	3,2	1,1	1,5	0,3	0,1

### **3 : Les émissions de titres de créances publiques**

Le volume global des émissions des bons du trésor en 2010 ont atteint 635 MD contre 1035 MD en 2009, enregistrant une régression d'environ 39 %.



La durée de vie moyenne de la dette publique intérieure (BTA et BTCT) a augmenté de 4 ans et 15 jours en 2009 à 4 ans et 6 mois en 2010.

### 3.1 Les Bons du Trésor Assimilables

Les émissions des BTA en 2010 ont connu une baisse de 40% en passant de 783 MD en 2009 à 469 MD en 2010.

A l'instar de l'année précédente, ces émissions représentent environ 74 % du volume global des émissions des titres de créances publiques.

L'encours des BTA a enregistré une légère baisse passant de 5921,3 MD en 2009 à 5683 MD à la fin de 2010.

#### Evolution des émissions et de l'encours des BTA (en MD)

	2006	2007	2008	2009	2010
Emissions	1009,3	944,7	612,25	783	<b>469</b>
Evolution annuelle des émissions en %	-11,2%	-6,4%	-35,2%	28%	<b>-40%</b>
Encours	5577,2	5868	5849,9	5921	<b>5683</b>
Evolution annuelle de l'encours en %	16,8%	5,2%	- 0,3%	1,22	<b>-4,01%</b>

Les émissions des BTA ont été réalisées sur 8 adjudications. En ce qui concerne la durée de vie moyenne des BTA, elle est de l'ordre de 4 ans et 6 mois.

### 3.2 Les Bons de Trésor à Cour Terme- BTCT

Le volume des émissions des Bons de Trésor à court terme a régressé de 252 MD en 2009 à 165,4 MD en 2010, sachant que cette catégorie des émissions représente 26% du montant global des émissions.

L'encours de BTC a atteint 165,4 MD en 2010 contre 105 MD en 2009.

### **III- L'ENRICHISSEMENT DES MARCHES DE LA BOURSE**

Au cours de l'année 2010, quatre sociétés ont été introduites au marché principal de la cote de la bourse. Il s'agit des sociétés « Assurances Salim », « Société Tunisienne de Réassurance -Tunis Re- », « Ennakl Automobiles » et « Modern Leasing » qui opèrent respectivement dans les secteurs des assurances, de la réassurance, de la concession en automobiles et du leasing.

Le marché alternatif de la cote de la bourse a été également enrichi par l'introduction de la société Carthage Cement qui opère dans le secteur de l'industrie de ciments.

D'autre part, le marché principal de la cote de la bourse a enregistré la radiation de la société « Palm Beach Hotels Tunisia -PBHT-» suite au lancement d'une offre publique de retrait initiée fin 2009. Ainsi, le nombre des sociétés admises à la bourse à la fin de l'année 2010 a atteint 56 entreprises.

Il convient de signaler également, que l'année 2010 a enregistré la première double cotation d'une société tunisienne, en l'occurrence « Ennakl Automobiles », concomitamment sur le marché principal de la cote de la bourse de Tunis et sur le premier compartiment de la Bourse de Casablanca.

Les nouvelles introductions ont permis une diversification des secteurs introduits en bourse et ont engendré une capitalisation boursière additionnelle s'élevant à 1078,33 MD, soit 7,06 % de l'ensemble de la capitalisation au 31 décembre 2010.

Quant au marché obligataire, le nombre d'emprunts obligataires ayant été admis à la cote de la bourse en 2010 s'est élevé à 21 dont 6 emprunts ont été visés par le CMF en 2009.

## **CHAPITRE II –LE MARCHE SECONDAIRE**

### **I- ACTIVITE DU MARCHE SECONDAIRE**

Les capitaux échangés durant l'année 2010 sur la cote de la bourse et sur le hors cote s'élèvent à 2 750.0 millions de dinars, soit une progression de 48.3% contre une baisse de 14.1% en 2009.

Les capitaux échangés sur la cote de la bourse se sont appréciés de 49% pour atteindre 2 702 millions de dinars en 2010 contre 1814 millions de dinars en 2009. Notons qu'avec 251 séances de cotation en 2010, la moyenne quotidienne des capitaux échangés a atteint 10.8 millions de dinars contre une moyenne quotidienne pour 2009 de 7.3 millions de dinars.

Quant aux capitaux échangés sur le marché des titres de capital de la cote de la bourse, ils ont atteint 2626 millions de dinars contre 1714 millions de dinars en 2009 soit une hausse de 53.2% contre une baisse de 10.4 % en 2009.

Il est à noter que, les valeurs les plus actives en termes de capitaux échangés en 2010 sont ENNAKL AUTOMOBILES avec 256 millions de dinars soit une part de 9.8%, CARTHAGE CEMENT avec 245 millions de dinars soit une part de 9.4%, la BIAT avec 235 millions de dinars soit une part de 9.0% et la BT avec 136 millions de dinars soit une part de 5.2%.

Quant aux capitaux échangés sur les titres de créances, ils ont atteint 75.8 millions de dinars en 2010 dont 63.3 millions de dinars concernant les bons de trésor assimilables, contre 99.4 millions de dinars et 91.1 millions de dinars en 2009.

Les capitaux échangés sur le hors cote ont atteint 48 millions de dinars en 2010 contre 40 millions de dinars en 2009.

Au niveau des opérations d'enregistrement, les capitaux échangés sont de l'ordre de 1087 millions de dinars en 2010 contre 1470 millions de dinars en 2009.

#### Les opérations réalisées sur le marché secondaire

	2007	2008	2009	2010
<b>Capitaux échangés</b>	956,0	2156,9	1854,0	2750,0
<b>Variation en %</b>	21,8	125,6	-14,1	48,3
<b>La cote</b>	915,0	2109,0	1814,0	2702,0
<b>Variation en %</b>	22,6	130,0	-14,0	49,0
<b>Actions &amp; droits des sociétés cotées</b>	836,1	1914,3	1714,6	2626,2
<b>Variation en %</b>	18,3	128,9	-10,4	53,2
<b>Obligations</b>	78,9	194,7	99,4	75,8
<b>dont BTA</b>	71,7	116,8	91,1	63,3
<b>Hors cote</b>	41,0	47,9	40,0	48,0
<b>Volume traité* (en milliers)</b>	69308	158243	189343	271666
<b>Nombre de contrats (en milliers)</b>	224	292	394	592
<b>Volume des opérations d'enregistrement</b>	788	1973	1470	1087

*\*\* sans tenir compte des ajustements résultants des opérations de réduction du nominal*

La capitalisation boursière fin 2010 est de 15 282 millions de dinars, soit une progression annuelle de 25% contre 47.3% en 2009. Cette hausse est essentiellement due à la hausse des cours et la consolidation de la profondeur du marché par l'introduction de cinq nouvelles sociétés représentant une capitalisation additionnelle de l'ordre de 1 078,33 millions de dinars. Il s'agit de deux compagnies d'assurances, à savoir les Assurances Salim et la Société Tunisienne de Réassurances « Tunis Ré », la société Carthage Cement, la société Ennakl Automobiles et la société Modern Leasing.

## Répartition sectorielle de la capitalisation boursière

	2008		2009		2010	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%
<b>Secteur Financier</b>	<b>5984</b>	<b>72</b>	<b>8486</b>	<b>70</b>	<b>10645</b>	<b>70</b>
Banque	4065	49	6070	50	7225	47
Leasing	287	3	440	5	684	4
Assurances	461	6	587	5	948	6
Autres services financiers	1171	14	1389	11	1788	13
<b>Biens de consommation</b>	<b>773</b>	<b>9</b>	<b>983</b>	<b>8</b>	<b>1080</b>	<b>7</b>
Services aux consommateurs	831	10	1336	11	1617	11
Matériaux de base	409	5	545	4	611	4
Industries	157	2	673	6	1133	7
Autres secteurs	147	2	204	1	196	1
<b>Total marché</b>	<b>8301</b>	<b>100</b>	<b>12227</b>	<b>100</b>	<b>15282</b>	<b>100</b>

Le tableau de répartition sectorielle fait ressortir la poursuite de la prédominance du secteur financier avec une part de 70% dont 47% relative au secteur bancaire et 13% relative au secteur des autres services financiers. Il est à noter que la capitalisation du secteur des assurances est passée de 587 MD en 2009 à 948 MD soit une augmentation de 61.5% grâce notamment à l'enrichissement de la cote de la bourse de deux compagnies d'assurances, à savoir Assurances Salim et la Société Tunisienne de Réassurances « Tunis Ré ».

Le secteur des services aux consommateurs vient à la deuxième place avec une part de 11% suivie par les secteurs de Biens de consommations et de l'industrie avec une part de 7% pour chacun.

Le flux net global des transactions réalisées pour le compte des étrangers en bourse en 2010 a atteint -190 MD (474 MD en termes d'achats et 665 MD en termes de ventes) contre -93 MD en 2009 (316 MD en termes d'achats et 409 MD en termes de ventes).

Durant l'année 2010, le flux net des investissements étrangers en portefeuille de valeurs mobilières admises à la cote a atteint -142 MD (184 MD en termes d'achats et 326 MD en termes de ventes) contre -120MD en 2009 (137 MD en termes d'achats et 257 MD en termes de ventes).

Le niveau de la participation étrangère dans la capitalisation boursière a baissé pour atteindre 20,15% contre 21,9 % en 2009.

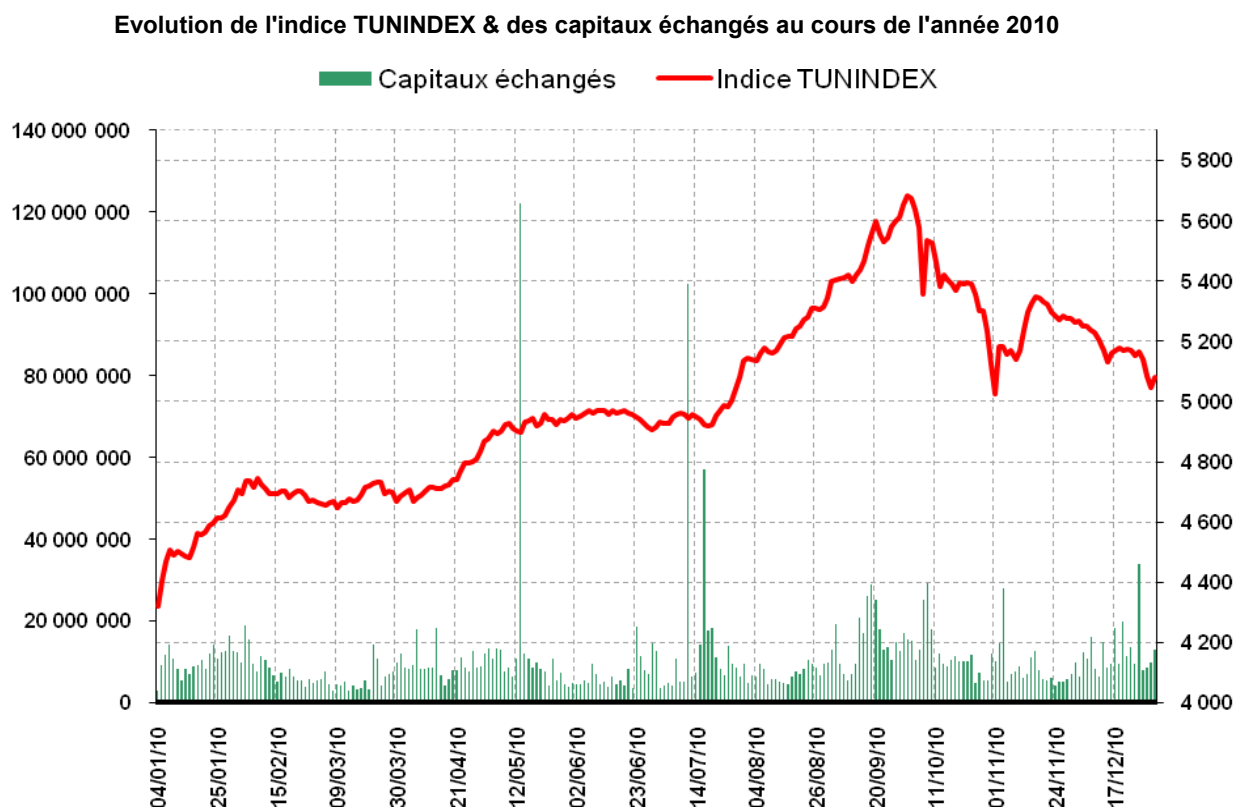
Pour les opérations d'enregistrement, les acquisitions des étrangers ont totalisé un montant de 290 MD (dont 5,9 MD suite à des opérations approuvées par la commission supérieure d'investissement), alors que les cessions ont porté sur 338 MD, soit un solde négatif de 48 MD contre un solde positif de 27 MD en 2009.

Il est à noter que les investissements étrangers dans le cadre d'augmentation de capital des sociétés cotées s'élèvent à 117MD en 2010 contre 32MD en 2009.

## **II- EVOLUTION DES INDICES BOURSIERS**

L'indice TUNINDEX a achevé l'année 2010 avec 5112.52 points soit une progression de 19.13% contre une hausse de 48.38% en 2009. L'accroissement de l'indice en 2010 est due essentiellement à l'appréciation des valeurs du secteur financier dont la valeur BT avec un rendement annuel de 22.8% générant ainsi une hausse de l'indice de 2.91%, la valeur PGH dont le rendement annuel a atteint 36.4% entraînant ainsi une hausse de l'indice de 2.19% et la valeur AMEN BANK dont le rendement annuel a été de 48.8% donnant ainsi lieu à une hausse de l'indice de 1,87%.

L'analyse du graphique ci-dessous, fait ressortir plusieurs phases d'évolution de l'indice TUNINDEX durant l'année 2010 :



- Depuis le début de l'année et jusqu'au début du mois de Mars, l'indice a progressé de 14.8% avec un plus haut en janvier de 8.84% pour atteindre un niveau de 4925 grâce essentiellement à l'évolution positive des résultats des sociétés cotées notamment les valeurs bancaires ;
- A partir de Mi-mars et jusqu'au 20 juillet 2010, l'indice est passé par une phase de stagnation qui est resté autour d'un niveau de 4940 points ;
- La phase suivante qui s'est étalée jusqu'au début du mois de septembre s'est caractérisée par une progression rapide de l'indice atteignant un pic le 30 septembre 2010 soit un niveau record de 5681.39 points affichant ainsi une hausse de 15,4% sur la période et une hausse de 32.4% depuis le

début de l'année grâce aux résultats positifs enregistrés par la majorité des sociétés cotées et à la dynamique qu'a connu le marché à la suite de l'introduction de la société Carthage Cement et la société Ennakl Automobiles ;

- Quant à la dernière phase, qui s'est étalée depuis le 1 Octobre 2010 et jusqu'à la fin de l'année, elle s'est caractérisée par une régression de l'indice, qui est passé à 5112.52 points soit une baisse de 10% avec un plus bas en octobre de -9.82% en raison des informations, parues concernant le projet de la loi de finances pour la gestion de l'année 2011, relatif à l'instauration d'un impôt sur la plus value réalisée sur la cession d'actions de sociétés cotées en Bourse. Ces informations, mal perçues par les investisseurs, ont fini par provoquer des mouvements de ventes massives sur le marché boursier entraînant la chute des cours.

Concernant l'évolution des indices sectoriels, la hausse a concerné les services financiers avec 38.63%, le bâtiment et matériaux de construction avec 30.20%, l'industrie avec 27.01%, les sociétés financières avec 23%, les banques avec 19.60%, les biens de consommation avec 14.02%, les matériaux de base avec 13.46% et l'automobile et équipementiers avec 10.42%. Quant à la baisse, elle a concerné seulement les services aux consommateurs avec une régression de 0.01%.



## CHAPITRE III – L’ACTIVITE DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

### I- L’ACTIVITE DES OPCVM

Le secteur de la gestion collective a poursuivi son évolution positive durant l’année 2010. En effet, les actifs nets des OPCVM ont atteint 5 107 MD<sup>9</sup> au 31 décembre 2010 contre 4 380 MD à la fin de l’année 2009.

La part des OPCVM obligataires représente 88,5% de l’ensemble des actifs nets.

Par leur souscription à la majorité des émissions des sociétés et de l’Etat, les OPCVM ont participé au développement du marché primaire.

Le tableau ci-après récapitule l’évolution des actifs nets des OPCVM ainsi que leur part dans le PIB et l’épargne nationale.

	2006	2007	2008	2009	2010
Actifs nets des OPCVM	2639	3042	3642	4 380	5 107
Evolution annuelle en %	12,0	15,5	19,7	20,26	16,60
Part du PIB en prix courants en %	6,4	6,8	7,3	7,45	
Part de l’épargne nationale en prix	28,3	30,8	32,6	35,82	

#### 1 - LA CREATION D’OPCVM ET DE SOCIETES DE GESTION :

Au cours de l’année 2010, le CMF a accordé deux agréments pour la constitution de sociétés de gestion et 20 agréments pour la constitution d’OPCVM qui se répartissent comme suit :

<sup>9</sup> Sans compter les fonds d’amorçage et les FCPR

- 20 agréments pour la constitution de FCP dont 7 FCPR
- 1 agrément pour le changement d'un dépositaire d'une SICAV
- 2 agréments pour la constitution de sociétés de gestion de portefeuille de valeurs mobilières pour le compte de tiers
- 1 agrément pour la liquidation d'un FCP

Ainsi, le nombre d'OPCVM en activité à la fin de 2010 a atteint 115 OPCVM se répartissant comme suit :

- 33 OPCVM obligataires
- 65 OPCVM mixtes
- 2 Fonds d'amorçage
- 15 FCPR

Contre 98 OPCVM en 2009 se répartissant en 31 OPCVM obligataires, 57 OPCVM mixtes, 2 Fonds d'amorçage et 8 FCPR.

## **2– DONNEES CHIFFREES<sup>10</sup> :**

Le secteur de la gestion collective a évolué comme suit en 2010 :

- La valeur des actifs nets ont évolué de 16,60% passant de 4 380 MD au 31 décembre 2009 à 5 107 au 31 décembre 2010.
- La part des OPCVM obligataires est restée prépondérante avec un taux de 88,5%.
- Les capitaux collectés ont atteint 668 MD contre 672 MD en 2009.
- Le nombre des actionnaires et porteurs de parts a augmenté de 12,98% s'établissant à 52 822 contre 46 755 actionnaires et porteurs de parts fin 2009.

<sup>10</sup> Sans compter les fonds d'amorçage et les FCPR

- Le rendement des OPCVM au cours de l'année 2010 s'est situé aux alentours de 4,41%. Celui des OPCVM obligataires a atteint 3,67%. Celui des OPCVM mixtes a atteint 10,02%.

La part des emprunts des sociétés dans le portefeuille des OPCVM a augmenté. Elle a représenté 26,31% de l'ensemble des actifs nets contre 22,05% en 2009.

La part des bons du trésor dans le portefeuille des OPCVM a légèrement baissé. Elle a représenté 41,72% de l'ensemble des actifs nets contre 42,92% en 2009.

La souscription des OPCVM en titres de capital n'a atteint que 4,31% de l'ensemble des actifs nets. La souscription aux parts et actions d'OPCVM est de 2,85% de l'ensemble des actifs nets des OPCVM.

Les actifs nets des OPCVM mixtes ont augmenté de 20,26%, et ceux des OPCVM obligataires ont augmenté de 19,79% en comparaison avec 2009.

	2006	2007	2008	2009	2010
Actifs nets des OPCVM	2639	3042	3642	4380	5 107
Evolution annuelle en %	12,0	15,3	19,7	20,26	16,60
Actifs nets des OPCVM mixtes	174	269	408	506	587
Evolution annuelle en %	13,7	54,6	51,7	24,02	16
Actifs nets des OPCVM obligataires	2465	2773	3234	3874	4 520
Evolution annuelle en %	11,8	12,5	16,6	19,79	16,67

## II- L'ACTIVITE DES FONDS COMMUNS DE CREANCES :

Le marché des créances titrisées est constitué par uniquement deux Fonds communs de créances à savoir FCC BIAT-CREDIMMO 1 et FCC BIAT-CREDIMMO 2 créés respectivement en 2006 et en 2007 pour un montant total de 50 million de dinars chacun. Les deux fonds sont constitués par des créances

titrisées saines, qui sont ni immobilisées, ni douteuses et ni litigieuses. Le rythme d'amortissement des parts est trimestriel.

Au 31 décembre 2010, le capital restant dû des créances vivantes est de l'ordre de 18,3MD pour FCC BIAT-CREDIMMO 1 et de 27,6MD pour FCC BIAT-CREDIMMO 2.

## **SOUS-TITRE II : L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET LES MARCHES BOURSIERS**

L'année 2010 a été marquée par une progression positive des marchés boursiers, dans l'ensemble, assortis d'un mouvement en dents de scie.

Au cours des cinq premiers mois de l'année 2010, les indices des grandes places boursières internationales ont affiché une évolution assez divergente.

Celles des places européennes se sont orientées à la baisse depuis le début de l'année, à l'exception notable de l'indice de la place de Frankfurt (Dax 30) qui a progressé de 3% durant cette période.

Les baisses ont varié de 1,9 % pour l'indice de la place de Londres (FTSE 100) à 12,6 % pour l'indice de la bourse de Milan (FTSE MIB). Les indices des bourses européennes ont été pénalisés par la crise grecque et l'absence d'une visibilité commune partagée par les décideurs politiques des pays européens.

Les valeurs financières ont largement contribué à cette baisse. Plusieurs banques européennes restent menacées par leurs expositions à la dette grecque.

Contrairement à la tendance baissière des marchés boursiers européens, les indices boursiers américains se sont légèrement orientés à la hausse sous l'effet de la publication de bons résultats des entreprises. Toutefois, cette hausse a été freinée par la divulgation de l'affaire de la banque d'affaires Goldman Sachs<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Goldman Sachs a été accusée par la SEC d'avoir permis à un hedge fund de vendre des CDS garantis par des prêts hypothécaires au moment même où il prenait des positions pariant sur la chute des marchés immobiliers. En effet, en 2007, la banque Goldman Sachs a créé un produit financier sur mesure pour John Paulson, un manager de fonds spéculatif pariant sur la chute du marché immobilier. Ce produit financier complexe, appelé Abacus, contenait des subprimes, . Goldman Sachs, sans faire état de sa complicité avec John Paulson, les aurait vendus à des banques, comme l'allemande IKB ou la néerlandaise ABN Amro, encore persuadées à l'époque que le marché continuerait à monter.

au mois d'avril et par les incertitudes liées à la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Entre fin décembre 2010 et mi-mai 2011, le Dow Jones s'est ainsi inscrit en hausse de 0.7 %.

Au début de l'été 2010, les bourses sont entrées dans une phase de chute liée essentiellement au climat d'incertitude, aux Etats Unis comme en Europe, sur la robustesse de la reprise économique.

Au dernier trimestre de l'année, les marchés ont affiché des évolutions contrastées. En effet, les marchés ont bénéficié de la publication des bons indicateurs économiques meilleurs que prévus et des bons résultats trimestriels des sociétés cotées, d'une part, et du maintien des politiques monétaires accommodantes, à l'instar du programme de rachat de bons de Trésor par la FED « Quantitative Easing II » pour un montant de 600 milliards de dollars jusqu'à juin 2011, d'autre part.

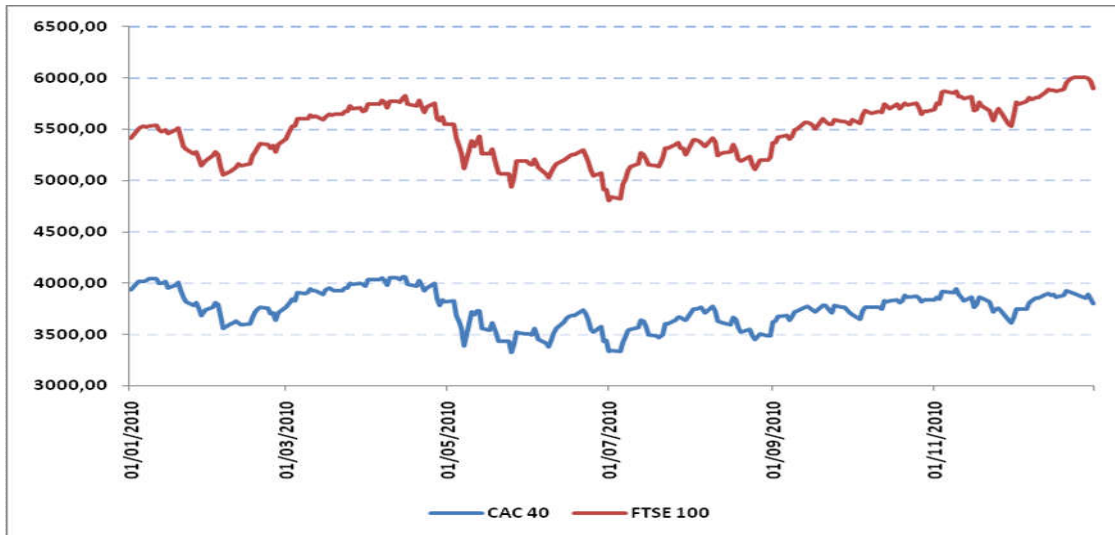
La résurgence du risque souverain en Europe, à partir du mois d'octobre ont orienté les marchés vers une tendance baissière. Les turbulences se sont accentuées au mois de décembre avec l'annonce du programme de sauvetage de l'Irlande par l'Union Européenne et le FMI et avec les dégradations des notes des pays de la périphérie de la zone euro par les agences de notation.

#### Evolution des indices boursiers des pays industrialisés

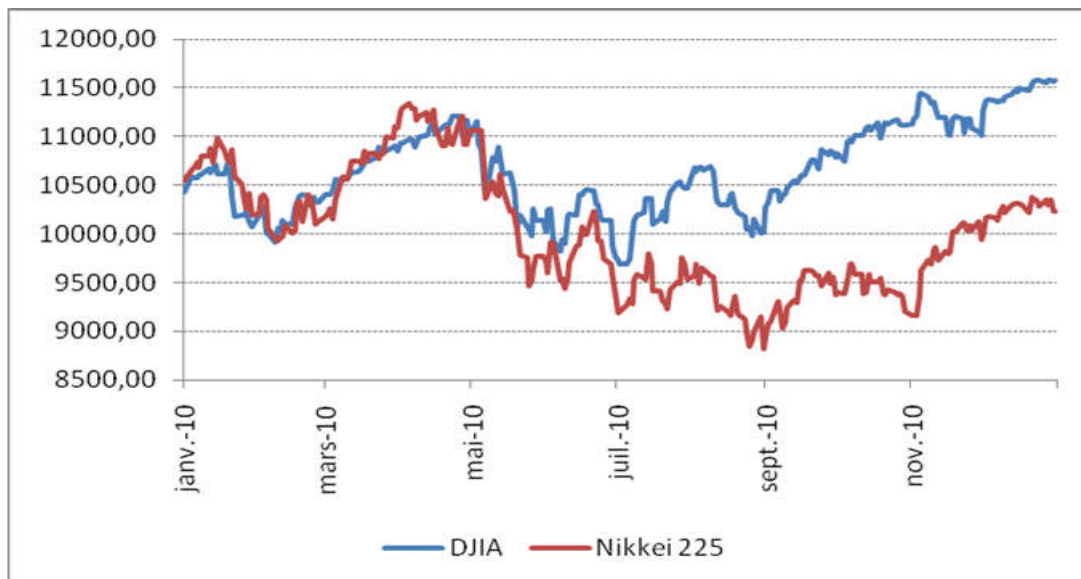
Bourse	Indice	2008	2009	2010	Evolution de l'indice en %		
					2008	2009	2010
New York	Dow Jones IA	8776,39	10428,1	11577,5	-33,8	18,8	11,0
Tokyo	Nikkei 225	8859,56	10546,4	10228,9	-42,1	19,0	-3,0
Londres	FTSE 100	4434,20	5412,90	5899,90	-31,3	22,1	9,0
Frankfurt	DAX 30	4810,20	5957,43	6914,19	-40,4	23,8	16,1
Paris	CAC 40	3217,97	3936,33	3804,78	-42,7	22,3	-3,3

Source : Bloomberg

## Evolution des indices de la place de Paris et de Londres



## Evolution des indices de la place de New York et de Tokyo



Les valeurs qui ont contribué à la baisse des indices sont essentiellement celles des institutions financières qui ont été pénalisées par la crise de la dette souveraine dans la zone Euro du fait de leur exposition envers les titres souverains desdits états.

Du côté des Etats –Unis d’Amérique, et outre l’impact de la crise de la dette souveraine dans la zone Euro, la faiblesse des marchés immobiliers enregistré depuis décembre ont exercé une pression sur les valorisations des grandes banques américaines.

Les bourses arabes ont suivi des évolutions contrastées. Parmi les onze places boursières arabes, six d’entre eux se sont inscrites en hausse. L’indice de la bourse de Casablanca a affiché la plus forte performance avec une valeur de 21,2%, suivi par les indices de la bourse d’Egypte avec 15 %, d’Arabie Saoudite avec 8,2% et d’Oman avec 6,3%. L’indice de la bourse de Dubaï a enregistré le plus fort repli avec une valeur de -9,6%.

#### Evolution des indices boursiers des pays arabes

Bourse	Indice	2008	2009	2010	Evolution de l’indice en %		
					2008	2009	2010
Arabie Saoudite	TASI	4803,0	6121,8	6620,8	-56,5	27,5	8,2
Abou Dhabi	ADX Index	2390,0	2743,6	2719,9	-47,5	14,8	0,9
Dubaï	DFM General Index	1636,3	1803,6	1630,5	-72,4	10,2	-9,6
Qatar	QE Index	6886,12	6959,17	6861,65	-28,5	1,1	-1,4
Jordanie	ASE Index	6243,1	5520,1	5318	-17,0	-11,6	-3,7
Egypte	EGX 30	4596,5	6208,8	7142,1	-56,4	35,1	15,0
Maroc	MASI Float	10984,3	10443,8	12655,2	-13,5	-4,9	21,2
Tunisie	TUNINDEX	2892,4	4291,7	5112,5	10,7	48,4	19,1

Source : Bloomberg et BVMT



## **TITRE IV : LES RESSOURCES DU CMF ET LEUR EMPLOI**

### **I. RESULTAT DES ACTIVITES DU CMF AU COURS DE L'EXERCICE 2010 :**

A la clôture de l'exercice 2010, les activités du CMF ont dégagé des résultats excédentaires de l'ordre de 5586 mille dinars contre 4154 mille dinars en 2009.

### **II. DONNEES FINANCIERES :**

Les actifs du CMF sont constitués à hauteur de 44,6% par des actifs courants.

Les fonds propres couvrent 96% du total bilan.

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 :

Actifs					
	En dinars				
	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>16 129 189</b>	<b>15 550 465</b>	<b>1 232 553</b>	<b>1 369 602</b>	<b>1 362 079</b>
Dont - immobilisations corporelles	1 134 600	1 048 759	892 344	934 922	961 757
- immobilisations financières	14 858 265	14 493 605	327 632	388 877	367 708
<b>ACTIFS COURANTS</b>	<b>13 011 168</b>	<b>7 838 623</b>	<b>17 739 869</b>	<b>13 865 964</b>	<b>12 085 996</b>
Dont - liquidités et équivalents de liquidités	1 403 365	6 683 469	16 459 179	12 875 345	11 203 399
<b>TOTAL :</b>	<b>29 140 357</b>	<b>23 389 088</b>	<b>18 972 422</b>	<b>15 235 566</b>	<b>13 448 075</b>
Capitaux propres et Passifs					
<b>CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS</b>	<b>27 943 316</b>	<b>22 606 744</b>	<b>18 386 449</b>	<b>14 711 045</b>	<b>12 940 926</b>
Fonds de dotation	5 000 000	5 000 000	5 000 000	5 000 000	5 000 000
Réserves et autres capitaux propres	17 662 433	13 451 925	9 762 509	7 971 455	5 916 534
Résultats reportés	-305 550	940	590	257	356
Résultats de l'exercice	5 586 433	4 153 879	3 623 351	1 739 333	2 024 036
<b>PASSIFS</b>	<b>1 197 041</b>	<b>478 234</b>	<b>585 973</b>	<b>524 522</b>	<b>507 148</b>
- dont passifs courants	850 429	478 234	585 973	524 522	507 148
<b>TOTAL</b>	<b>29 140 357</b>	<b>23 389 088</b>	<b>18 972 422</b>	<b>15 235 566</b>	<b>13 448 075</b>
Synthèse de l'exploitation					
<b>Produits d'exploitation</b>	<b>8 728 944</b>	<b>7 150 186</b>	<b>6 644 439</b>	<b>4 677 164</b>	<b>4 872 312</b>
Dont :- Redevances et assimilés	8 728 645	7 150 186	6 644 439	4 677 164	4 865 898
<b>Charges d'exploitation</b>	<b>&lt;4 140 160&gt;</b>	<b>&lt;4 033 325&gt;</b>	<b>&lt;3 838 760&gt;</b>	<b>&lt;3 631 196&gt;</b>	<b>&lt;3 355 089&gt;</b>
Dont : - charges de personnel	2 902 526	2 882 309	2 557 234	2 455 198	2 312 805
- moyens logistiques	906 463	812 571	965 987	873 853	828 459
- formations et développement	128 200	83 500	295 201	293 425	198 488
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>4 588 784</b>	<b>3 116 861</b>	<b>2 805 679</b>	<b>1 083 233</b>	<b>1 517 223</b>
<b>Gains ou pertes hors exploitation</b>	<b>997 649</b>	<b>1 037 018</b>	<b>817 671</b>	<b>656 099</b>	<b>506 812</b>
<b>Résultat net de l'exercice :</b>	<b>5 586 433</b>	<b>4 153 879</b>	<b>3 623 351</b>	<b>1 739 333</b>	<b>2 024 035</b>
Flux Financiers					
<b>Flux liés à l'exploitation</b>	<b>5 314 736</b>	<b>4 312 224</b>	<b>3 548 368</b>	<b>1 599 295</b>	<b>1 871 331</b>
Encaissement sur redevances et commissions	9 275 872	7 973 112	6 381 897	4 550 726	5 093 803
Encaissement divers	5 877	1 553	883 152	706 419	284 411

Décaissement aux fournisseurs et au personnel	<3 935 476>	<3 604 624>	<2 839 879>	<2 820 052>	<2 843 023>
Autres décaissements	<31 537>	<57 817>	<875 942>	<837 237>	<663 386>
<b>Flux liés à l'investissement</b>	<b>&lt;5 324 684&gt;</b>	<b>&lt; 4 192 646&gt;</b>	<b>&lt; 22 981&gt;</b>	<b>&lt; 59 431&gt;</b>	<b>&lt; 90 218&gt;</b>
<b>Variation de Trésorerie</b>	<b>&lt;9 948&gt;</b>	<b>119 579</b>	<b>3 525 387</b>	<b>1 542 873</b>	<b>1 781 113</b>
Trésorerie au début de l'exercice	<1 413 313>	1 293 734	12 346 347	10 803 474	9 022 361
<b>Trésorerie à la clôture de l'exercice</b>	<b>&lt;1 403 365&gt;</b>	<b>1 413 313</b>	<b>15 871 734</b>	<b>12 346 347</b>	<b>10 803 474</b>

### III. LES PRODUITS DU CMF EN 2010 :

L'amélioration enregistrée au niveau de toutes les activités du marché financier, en 2010, a permis une croissance significative des ressources du CMF qui a été de l'ordre de 22%. En effet le montant total des ressources de 2010 a atteint 9 960 mille dinars contre 8 187 mille dinars en 2009. La ventilation de ces ressources se présente comme suit :

- Les redevances perçues par le CMF sur l'activité de la BVMT ont atteint 3 006 mille dinars en 2010 contre 2 321 mille dinars en 2009, enregistrant ainsi une hausse de 30 %.
- Les redevances sur les actifs gérés par les OPC se sont élevées à 5 056 mille dinars en 2010 contre 4 219 mille dinars en 2009, réalisant ainsi une augmentation de 20%. L'amélioration de la moyenne mensuelle des actifs gérés des SICAV obligataires a joué un rôle considérable dans la réalisation de cette progression.
- Les commissions sur les émissions nouvelles et sur les visas se sont élevées à 566 mille dinars en 2010 contre 516 mille dinars en 2009, enregistrant ainsi une hausse de 10 %.
- Les autres produits du CMF proviennent essentiellement du placement des liquidités et des insertions et abonnements au Bulletin Officiel du

CMF. Ils ont atteint 1331 mille dinars en 2010 contre 1 131 mille dinars en 2009 soit une augmentation de 18 %.

#### **IV. LES CHARGES D'EXPLOITATION DU CMF EN 2010 :**

Les charges d'exploitation du CMF ont atteint 4 140 mille dinars en 2010 contre 4 033 mille dinars en 2009 soit une hausse de 3 % due essentiellement au paiement de l'augmentation salariale, à la majoration contractuelle du loyer du siège et aux charges occasionnées par les actions de formation et celles de développement de la place financière de Tunis.

Il est à signaler que les charges du personnel, le loyer du siège et la logistique représentent plus de 93% des charges de l'institution.