

**SITUATION TRIMESTRIELLE DE SICAV L'INVESTISSEUR ARRETEE AU 31 DECEMBRE 2003**

**RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX COMPTES SUR LES ETATS FINANCIERS TRIMESTRIELS  
ARRETES AU 31 DECEMBRE 2003**

**01.** En application de l'article 08 du code des organismes de placement collectif <sup>(1)</sup>, nous avons procédé à un examen limité du bilan et de l'état de résultat de la SICAV l'Investisseur ainsi que la composition de ses actifs arrêtés au 31/12/2003.

Ces comptes arrêtés au 31 décembre 2003 et donnés ci-après se caractérisent par un total brut de bilan de 1.172 mille dinars et par un résultat provisoire (sans le report à nouveau en instance d'affectation) de 33 mille dinars ainsi que par un actif net de 1.168 mille dinars pour 18 536 actions valant chacune 63,039 dinars.

Ces états financiers relèvent de la responsabilité de la Direction. Notre responsabilité consiste à émettre un avis sur ces états financiers sur la base de notre examen limité.

Cet examen limité consiste principalement à vérifier la concordance des données de la situation trimestrielle avec celles de la comptabilité, à prendre connaissance des méthodes et des principes comptables ayant servi à l'établissement de cette situation intermédiaire, à effectuer un examen analytique aux données financières et à obtenir de la direction les informations jugées nécessaires en la circonstance.

Ces travaux fournissent donc un niveau d'assurance moins élevé qu'un audit. Nous n'avons pas effectué un audit et, en conséquence, nous n'exprimons pas d'opinion d'audit.

**02.** L'encours de Tunisie lait dépasse le seuil de 11,9% de l'actif net et ce contrairement à l'article 3 des statuts de la société et à l'article 29 du code des organismes de placement collectif .

**03.** Sur la base de notre examen limité et sous réserve des dépassements des seuils d'emploi par émetteur et du ratio de liquidité décrits respectivement par les paragraphes 02 ci dessus, nous n'avons pas relevé de faits qui laissent penser que les états financiers ci joints ne présentent pas sincèrement et régulièrement la situation financière de la SICAV dans tous leurs aspects significatifs.

**04.** Sans remettre en cause l'opinion exprimée par le paragraphe 02 ci dessus, certaines remarques sont à formuler :

\* A l'intérieur de la rubrique "liquidités", certains reclassements méritent d'être effectués soit entre cette rubrique et celles des "autres actifs" et/ou des " passifs". Ces reclassements n'ont pas d'impact sur la valeur liquidative :

- les sommes à payer sont à reclasser pour diminuer les avoirs à la banque pour 41.086 dinars
- des créances inscrites comme sommes à l'encaissement sont à reclasser au débit de la banque pour 17.373 dinars.
- des dividendes à recevoir pour 9.473 dinars méritent d'être reclassés au débit du compte banque
- les dettes à payer sont majorées de 6.212 dinars (à diminuer le solde de la banque)
- les sommes à l'encaissements sont à augmenter de 1 080 dinars à reclasser des dividendes à recevoir

\* A partir du début du troisième trimestre 2003, la société a introduit des modifications sur le logiciel informatique au niveau de la manière de constater les régularisations (régularisation suivant la nature des mouvements en capital - souscriptions ou rachats - et non régularisation des éléments composant l'actif net). Donc, la comparabilité de ces comptes n'est plus assurée.

Le Commissaire aux comptes  
Mohamed Néjib BEN SAOUD

**BILAN AU 31/12/2003**

<b>Actif</b>	<b>notes</b>	<b>31/12/2003</b>	<b>31/12/2002</b>
<b>AC 1 Portefeuille – titres</b>		<b>717 323,442</b>	<b>623 476,879</b>
Actions, valeurs assimilées		478 440,637	459 054,209
Obligations		195 485,465	120 754,850
Autres valeurs		43 397,340	43 667,820
<b>AC 2 Placements monétaires disponibilités</b>		<b>452 168,799</b>	<b>782 311,887</b>
Placements monétaires		319 845,392	736 490,230
Disponibilités		132 323,407	45 821,657
<b>AC 3 Créances d'exploitation</b>		<b>2 196,780</b>	<b>3 276,353</b>
<b>AC 4 Autres actifs</b>		<b>0,000</b>	<b>0,000</b>
<b>TOTAL ACTIF</b>		<b>1 171 689,021</b>	<b>1 409 065,119</b>
<b>PASSIF</b>		<b>-3 193,010</b>	<b>-423 745,580</b>
PA 1 Opérateurs Créiteurs		-3 193,010	-1 675,500
PA 2 Autres Créiteurs Divers		0,000	-422 070,080
<b>TOTAL PASSIF</b>		<b>-3 193,010</b>	<b>-423 745,580</b>
<b>ACTIF NET</b>		<b>1 168 496,011</b>	<b>985 319,539</b>
<b>CP 1 Capital</b>		<b>1 135 773,925</b>	<b>950 304,778</b>
<b>CP2 Sommes Distribuables</b>		<b>32 722,086</b>	<b>35 014,761</b>
Sommes distribuables des exercices antérieurs		15,213	15,347
Sommes distribuables de l'exercice		32 706,873	34 999,414
<b>ACTIF NET</b>		<b>1 168 496,011</b>	<b>985 319,539</b>
<b>TOTAL PASSIF ET ACTIF NET</b>		<b>1 171 689,021</b>	<b>1 409 065,119</b>

<sup>1</sup> promulgué par la loi n° 2001-83 du 24.07.2001, publiée au JORT n° 59 page 1790

## ETAT DE RESULTAT AU 31/12/2003

	notes	du 01/10/03 au 31/12/03	du 1/01/03 au 31/12/2003	du 1/1/02 au 31/12/2002	du 1/10/02 au 31/12/2002
<b>PR 1 Revenus du portefeuille - titres</b>		<b>3 099,834</b>	<b>28 426,901</b>	<b>38 079,100</b>	<b>4 654,296</b>
Dividendes		0,000	13 910,850	23 169,750	2 647,500
Revenus des obligations et valeurs assimilées		3 099,834	12 494,451	13 588,850	2 006,796
Revenus des autres valeurs		0,000	2 021,600	1 320,500	0,000
<b>PR 2 Revenus des placements monétaires</b>		<b>3 165,230</b>	<b>16 738,104</b>	<b>8 639,080</b>	<b>4 340,070</b>
<b>Total des revenus des placements</b>		<b>6 265,064</b>	<b>45 165,005</b>	<b>46 718,180</b>	<b>8 994,366</b>
<b>CH 1 Charges de gestion des placements</b>		<b>2 954,150</b>	<b>10 903,977</b>	<b>16 108,670</b>	<b>3 074,119</b>
<b>REVENUS DES PLACEMENTS</b>		<b>3 310,914</b>	<b>34 261,028</b>	<b>30 609,510</b>	<b>5 920,247</b>
<b>PR 3 Autres produits</b>		<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>3 381,190</b>	<b>900,000</b>
<b>CH 2 Autres charges</b>		<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>3 310,914</b>	<b>34 261,028</b>	<b>33 990,700</b>	<b>6 820,247</b>
<b>PR 4 Régularisation du résultat d'exploitation</b>		<b>-7 427,816</b>	<b>-1 554,155</b>	<b>1 008,714</b>	<b>2 435,432</b>
<b>SOMMES DISTRIBUABLES DE L'EXERCICE</b>		<b>-4 116,902</b>	<b>32 706,873</b>	<b>34 999,414</b>	<b>9 255,679</b>
<b>PR 4 Régularisation du résultat d'exploitation (annulation)</b>		<b>7 427,816</b>	<b>1 554,155</b>	<b>-1 008,714</b>	<b>-2 435,432</b>
Variation des + (ou -) valeurs potentielles / titres		-121 009,082	-216 508,871	114 986,415	-10 334,181
Plus ou - valeurs réalisées / cession des titres		3 387,880	124 883,039	283,819	74 401,596
Frais de négociation		189,116	348,321	744,465	56,846
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>-114 121,172</b>	<b>-57 016,483</b>	<b>308 005,399</b>	<b>70 944,508</b>

## ETAT DE VARIATION DE L'ACTIF NET

	notes	du 01/10/03 au 31/12/2003	du 1/1/03 au 31/12/2003	du 1/1/03 au 31/12/2002	du 1/10/02 au 31/12/2002
<b>Variation de l'actif net résultant des opérations d'exploitation</b>	AN 1	<b>127 340</b>	<b>123 984</b>	<b>-240 024</b>	<b>-57 304</b>
Résultat d'exploitation		3 256	32 707	33 991	6 821
Variation plus (ou -) valeurs potentielles / titres	-	121 383	216 509	-114 986	10 335
Plus ou moins valeurs réalisées / cession titres	-	2 842	-124 883	-158 284	-74 402
Frais de négociation		-141	-348	-744	-56
<b>Distribution de dividendes</b>	AN 2	<b>0</b>	<b>-34 999</b>	<b>-69 813</b>	<b>0</b>
<b>Transactions sur le capital</b>	AN 3	<b>-4 215</b>	<b>94 191</b>	<b>-328 500</b>	<b>89 598</b>
<b>a- Souscriptions</b>		<b>173 609</b>	<b>5 335 126</b>	<b>4 761 654</b>	<b>1 422 821</b>
Capital		293 600	5 961 000	7 013 500	2 334 000
Régularisation somme non distribuable exercice	-	-120 002	-625 886	-2 435 892	-955 553
Régularisation des sommes distribuables		11	12	184 046	44 374
<b>a- Rachats</b>		<b>-177 824</b>	<b>-5 240 935</b>	<b>-5 090 154</b>	<b>-1 333 223</b>
Capital		-289 100	-5 747 500	-7 405 600	-2 187 400
Régularisation somme non distribuable exercice	-	111 287	506 576	2 498 475	896 113
Régularisation des sommes distribuables		-11	-11	-183 030	-41 937
<b>VARIATION DE L'ACTIF NET</b>		<b>123 125</b>	<b>183 176</b>	<b>-638 337</b>	<b>32 294</b>
<b>Actif Net</b>	AN4				
en début d'exercice / période		1 045 371	985 320	1 623 656	953 026
en fin d'exercice ou de la période		1 168 496	1 168 496	985 320	985 320
<b>Nombre d'actions</b>	AN 5				
en début d'exercice ou de la période		18 491	16 401	20 322	15 086
en fin d'exercice ou de la période		18 536	18 536	16 401	16 401
<b>VALEUR LIQUIDATIVE</b>		<b>63,0393</b>	<b>63,0393</b>	<b>60,0768</b>	<b>60,0768</b>
Taux de rendement annualisé	AN 6	46,03%	8,48%	-20,51%	-1,88%

**NOTE N°1 : CREATION ET ACTIVITE**

La SICAV "L'Investisseur" est une société anonyme à capital variable créée le 14.01.1994 pour gérer un portefeuille de valeurs mobilières à revenu fixe et variable. Elle est autorisée à exercer par visa du C.M.F. N° 94-117 du 28/03/94.

Ainsi, l'article 3 de ses statuts précise que la gestion du portefeuille de valeurs mobilières est l'objet unique de la Société par lequel elle contribue à la mobilisation de l'épargne, au développement du marché financier et à la promotion des investissements.

**NOTE N°2 : PRINCIPES ET METHODES COMPTABLES.****2.1. Référentiel d'élaboration des états financiers :**

La situation trimestrielle de la SICAV l'Investisseur est établie conformément au système comptable prévu par les normes 16 à 18 telles que approuvées par l'arrêté du ministre des finances du 22 janvier 1999.

**2.2. Principes comptables appliqués :**

Les états inclus dans la situation trimestrielle sont élaborés sur la base de l'évaluation des différents éléments du portefeuille " titres " à leur valeur de réalisation. Les méthodes comptables les plus significatives se résument comme suit :

**2.2.1. Prise en compte du portefeuille actions :**

Les acquisitions d'actions et de valeurs assimilées sont enregistrées en comptabilité au moment du transfert de propriété pour leur prix d'achat. Les frais encourus à l'occasion de cet achat sont imputés en capital.

En principe, les ventes d'actions sont comptabilisées pour leur coût moyen pondéré d'entrée en faisant la distinction entre les actions anciennes et les nouvelles tant qu'elles ne sont pas alignées.

Les plus ou moins values sont comptabilisées parmi les capitaux propres en tant que plus ou moins value sur cession.

**2.2.2. Prise en compte des droits rattachés aux actions :**

Les droits liés aux actions (DA et DPS) sont enregistrés séparément dès leur détachement. Ces droits sont comptabilisés à leur valeur théorique puis valorisés sur la base des cours du marché la plus probable. Ils constituent un élément des coûts d'entrée des nouvelles actions à obtenir par l'exercice éventuel de ces droits.

En cas de cession, leur sortie est enregistrée au coût moyen pondéré de leur entrée.

**2.2.3. Prise en compte des titres de créances et des revenus y afférents :**

Les obligations et les titres des créances négociables ainsi que les placements monétaires sont enregistrés au moment du transfert de propriété pour leur prix d'achat.

Les intérêts sur ces titres de créances et assimilés sont pris en compte en résultat dès qu'ils sont courus. Les échéances sont imputées au débit des comptes des intérêts courus au jour et au crédit des revenus d'obligations et assimilés.

**2.2.4. Différences et variations d'estimation du portefeuille :**

Les comptes Différences d'estimation et Variations d'évaluation permettent d'enregistrer, à la date des arrêtés des comptes, la différence entre la valeur comptable et la valeur réévaluée du Portefeuille des titres considérés comme valeur actuelle des stocks de valeurs mobilières. En principe, les cours de réévaluation sont :

- Pour les valeurs cotées durant les dernières séances boursières précédant la date d'évaluation, le cours boursier moyen pondéré,

- Pour les valeurs qui n'ont pas été cotées durant les dernières séances boursières, la réévaluation est faite sur la base du dernier cours boursier ajusté pour tenir compte de tout événement de nature à agir sur le cours de cette valeur et/ ou le cas échéant de la valeur mathématique ou intrinsèque des actions possédées,

- Pour les obligations, l'évaluation des obligations tient compte aussi bien du capital que des intérêts courus. L'évaluation du principal est faite sur la base d'un coût moyen pondéré ou d'un cours ajusté pour les obligations n'ayant pas enregistrées des transactions le jour d'arrêt. Ces différences d'estimation ne sont pas lissées sur la période de détention.

- Pour les OPCVM, la valeur à retenir postérieurement à l'acquisition est calculée sur la base de leur valeur liquidative la plus récente (en principe, du jour d'arrêt).

**2.2.5. Etablissement dépositaire :**

Ce compte enregistre les mouvements en numéraires reçus par le dépositaire qui, par convention se charge à la fois de la gestion des titres possédés par la SICAV et d'autre part, centralise pour le compte de cette dernière et suit l'exécution des opérations d'achats et de ventes de valeurs mobilières.

**2.2.6. Les frais de gestion :**

Les frais de gestion sont à attribuer au dépositaire, au réseau des agences et au gestionnaire suivant un contrat forfaitaire de 1 % T.T.C. de l'actif net de la SICAV calculé quotidiennement et ce à partir du 01/11/2002. Ces frais qui étaient de 1,5% jusqu'au 31/10/02, sont les seuls frais de gestion supportés par la SICAV.

**2.2.7. Valeur liquidative :**

La valeur liquidative est obtenue par l'actualisation des éléments d'actif au cours du jour comme si le marché est parfait et que les différents cours ne changent pas en fonction des quantités offertes et des intentions de vente. Elle tient compte des plus values latentes et anticipe les produits probables.

**2.2.8. Ratios réglementaires :**

En plus de la répartition du risque imposant que la SICAV ne doit pas employer plus de 10% de son actif net en un titres émis ou garantis par un même émetteur (sauf s'il s'agit de l'Etat ou de collectivités locales), l'article 29 § 2 et 3 du code des organismes de placement collectif a défini trois ratios à respecter :

- le ratio de liquidité ( le total des liquidités et des quasi liquidités doit se situer entre 20% et 50% de l'actif net )

- le ratio des emplois en valeurs mobilières ( les emplois en portefeuille doivent représenter au minimum 50% de l'actif net )

- le ratio des emplois en OPCVM ( les emplois en OPCVM ne doivent dépasser les 5% de l'actif net )

**NOTE N° 3. PORTEFEUILLE TITRES :**

Au 31/12/2003, la valeur actualisée du portefeuille titres a atteint 717 milles dinars contre 633 mille dinars au 30/09/03 et contre 623 mille dinars au 31/12/02. Elle se présente comme suit :

Désignations	31/12/03			30/09/03			30/06/03			31/03/03		
	Coût entrée	val. actual.	% AN	Coût entrée	val. actual.	% AN	Coût entrée	val. actual.	% AN	Coût entrée	val. actual.	% AN
Actions + val assim.	772.882	478.441	41%	766.403	351.037	34%	762.517	347.986	24%	882.759	372.293	36%
Obligations +val assim	190.000	195.485	17%	230.000	239.106	23%	230.000	235.753	16%	230.000	232.412	23%
OPCVM	42.947	43.397	4%	42.947	42.939	4%	42.947	42.478	3%	40.932	42.032	4%
<b>TOTAL</b>	<b>1.005.829</b>	<b>717.323</b>	<b>61%</b>	<b>1.039.349</b>	<b>633.082</b>	<b>61%</b>	<b>1.035.463</b>	<b>626.216</b>	<b>43%</b>	<b>1.153.691</b>	<b>646.737</b>	<b>63%</b>

**3.1. Actions et droits rattachés :**

Au 31/12/03, la valeur actuelle des "actions et droits rattachés" est 478 mille dinars contre 351 mille dinars au 30/09/03 et contre 459 mille dinars au 31/12/02. Elle se détaille comme suit :

Valeurs	31/12/03					30/09/03					30/06/03		
	Nbre	Val. Compt.	Estimat	Mt. actual.	date cotat	Nbre	Val. Compt.	Estimat	Mt. actual.	date cotat	Nbre	Val. Compt.	Estimat
SFBT	280	16.322	<b>48,035</b>	13.450	31/12/03	280	16.322	<b>46,706</b>	13.078	30/06/03	280	16.322	<b>45,168</b>
TLait	9.728	241.151	<b>14,270</b>	138.819	31/12/03	10.228	253.546	<b>4,980</b>	50.935	15/05/03	10.228	253.546	<b>4,570</b>
AMS	14.550	175.390	<b>3,370</b>	49.034	31/12/03	14.508	175.204	<b>2,400</b>	34.819	30/06/03	13.971	175.209	<b>3,120</b>
STS	5.493	30.992	<b>15,210</b>	83.549	30/12/03	7.075	39.918	<b>11,660</b>	82.495	11/06/03	7.075	39.918	<b>12,070</b>
SITEX	1.088	25.267	<b>9,640</b>	10.488	29/12/03	1.088	25.267	<b>11,080</b>	12.055	27/06/03	1.088	25.267	<b>10,990</b>
Magasin généra	1.114	24.692	<b>7,090</b>	7.898	31/12/03	1.264	28.017	<b>7,200</b>	9.101	30/06/03	1.264	28.017	<b>7,420</b>
STB	7500	74.144	<b>6,609</b>	49.568	31/12/03	7423	73.631	<b>7,180</b>	53.297	30/06/03	7423	73.631	<b>7,050</b>
SIPHAT	494	5.676	<b>7,818</b>	3.862	31/12/03	494	5.676	<b>7,900</b>	3.903	27/06/03	494	5.676	<b>7,828</b>
ICF	245	15.520	<b>35,980</b>	8.815	29/12/03	245	15.520	<b>35,900</b>	8.796	26/06/03	245	15.520	<b>33,840</b>
SIAME	278	16.112	<b>21,569</b>	5.996	31/12/03	278	16.112	<b>19,380</b>	5.388	30/06/03	278	16.112	<b>20,174</b>
BH	<b>450</b>	3.801	<b>8,300</b>	3.735	31/12/03	<b>300</b>	2.556	<b>8,300</b>	2.490	30/06/03	<b>300</b>	2.556	<b>7,400</b>
SIMPAR	518	6.261	<b>14,220</b>	7.366	25/12/03	518	6.261	<b>14,090</b>	7.299	27/06/03	518	6.261	<b>14,500</b>
Electrostar	520	7.066	<b>4,246</b>	2.208	31/12/03	520	7.066	<b>4,960</b>	2.579	30/06/03	520	7.066	<b>4,504</b>
BT	200	10.200	<b>52,500</b>	10.500	31/12/03	200	10.200	<b>51,000</b>	10.200	30/09/03			
SOTETEL	250	10.925	<b>41,606</b>	10.402	31/12/03	100	4.600	<b>45,721</b>	4.572	30/09/03			
AMS DA	9	4	<b>0,140</b>	1	31/12/03	9	4	<b>0,080</b>	1	30/09/03			
SOTRAPIL DA	5	12	<b>1,330</b>	7	31/12/03	5	12	<b>1,340</b>	7	30/09/03			
BIAT	387	6.866	<b>18,169</b>	7.031	31/12/03	300	5.300	<b>18,100</b>	5.430	30/09/03			
Sotrapil	3305	81.191	<b>13,300</b>	43.957	31/12/03	3305	81.191	<b>13,493</b>	44.594	30/06/03	3605	97.417	<b>15,563</b>
BNA	200	1.960	<b>9,931</b>	1.986	31/12/03								
ATB	200	2.360	<b>11,900</b>	2.380	29/12/03								
AMEN BANK	200	3.580	<b>19,425</b>	3.885	31/12/03								
BS	200	1.940	<b>9,987</b>	1.997	31/12/03								
BTEI	600	11.450	<b>19,180</b>	11.508	31/12/03								
<b>Totaux</b>		<b>772.882</b>		<b>478.441</b>			<b>766.403</b>		<b>351.037</b>			<b>762.517</b>	

Au 31/12/03, les différences d'estimation sur le portefeuille actions s'élèvent à -294.441 dinars contre -415.366 dinars au 30/09/03 et contre ---511.188 dinars au 31/12/02. Au fait, cette différence est un solde algébrique et comporte des plus valeurs pour 43.744 dinars et des moins valeur pour 459.110 dinars.

Ces différences d'estimation sont établies sur la base d'une hypothèse de liquidité pour toutes les valeurs détenues par la SICAV. Or, la réalité du marché ne nous semble pas confirmer cette hypothèse, notamment pour les titres dont la valeur actuelle a fait l'objet d'une estimation sur la base d'anciens cours (notamment les actions Simpar, cours de 14,220 dinars du 25/12/03, mais ce titre a été coté le 16/1/04 à 14 dinars).

De plus, elles sont majorées de 110 dinars du fait de deux erreurs de cours (cours AMS retenu 15,210 au lieu de 15,230 l'action, cours des droits d'attribution AMS retenu pour 0,140 millimes au lieu de 0,130 millimes)

**3.2. Obligations :**

Au 31/12/03, la valeur actuelle des "Obligations" a atteint 195 mille dinars contre 239 mille dinars au 30/09/03 et contre 121 mille dinars au 31/12/02. Elle se détaille comme suit :

Obligations	nombre	31/12/03				30/09/03				30/06/03		
		Coût entrée	Int courus	Val Réal.	% an	Coût entrée	Int courus	Val Réal.	% an	Coût entrée	Int courus	Val Réal.
CIL 2000/2	2000	80.000	502	80.502	7%	120.000	5.781	125.781	12%	120.000	4.087	124.087
Kuriat palace												
SEPCM	600	60.000	2.705	62.705	5%	60.000	1.800	61.800	6%	60.000	895	60.895
VAGA 2003	500	50.000	2.279	52.279	4%	50.000	1.525	51.525	5%	50.000	770	50.770
<b>Total</b>		<b>190.000</b>	<b>5.485</b>	<b>195.485</b>	<b>17%</b>	<b>230.000</b>	<b>9.106</b>	<b>239.106</b>	<b>23%</b>	<b>230.000</b>	<b>5.753</b>	<b>235.753</b>

**3.3. Entrées et sorties en portefeuille de l'exercice 2003 (en gras pour le trimestre en cours) :**

Au cours de l'exercice 2003, les actions suivantes ne font plus partie du portefeuille de la SICAV : actions STIP. Parallèlement, les valeurs introduites parmi les éléments du portefeuille sont : actions **BIAT**, actions **BNA**, actions **ATB**, actions **BT**, et actions **Sototel** ainsi que les droits liés aux actions **AMS** et **Sotrapil**

Pour les obligations, il y a l'entrée des valeurs suivantes : emprunt SEPCM 2002 et VAGA 2003 (depuis janvier 2003).

**3.4. OPCVM :**

Au 31/12/03, les placements en titres de la SICAV l'épargnant totalisent 43 mille dinars représentant 420 actions de la SICAV l'Epargnant, contre 44 mille dinars représentant 420 actions au 31/12/02 .

**3.5. Respect des ratios réglementaires d'emploi des valeurs en portefeuille :**

Au 31/12/03, le ratio des emplois en valeurs mobilières dépasse 50% de l'actif net ( 61,39% contre 60,56% au 30/09/03 et contre 63,28% au 31/12/2002).

Pour le ratio des emplois en OPCVM, il n'a pas dépassé les 5% de l'actif net ( 3,71% contre 4,11% au 30/09/03 contre 2,9% au 30/06/03 et contre 4,43% au 31/12/03) .

Comme indiqué au niveau de l'opinion, la valeur de réalisation des actions Tunisie Lait a dépassé le seuil de 10% de l'actif net (11,88%) et ce contrairement à l'article 3 des statuts et à l'article 29 du code des OPCVM.

**3.6. Revenus du Portefeuille titres :**

Au 31/12/03, les revenus du portefeuille titres totalisent 28 mille dinars contre 25 mille dinars au 30/09/03 et contre 41 mille dinars au 31/12/02 . Ils se détaillent comme suit :

Revenus	31/12/03	30/09/03	30/06/03	31/03/03	31/12/02
<b>Dividendes</b>	<b>13.911</b>	<b>13.911</b>	<b>6.823</b>	<b>1.080</b>	<b>23.170</b>
<b>Revenus obligat + assim</b>	<b>12.494</b>	<b>9.395</b>	<b>6.042</b>	<b>2.725</b>	<b>13.589</b>
Obligations	12.494	9.395	6.042	2.725	13.589
<b>Revenus OPCVM</b>	<b>2.022</b>	<b>2.022</b>	<b>2.022</b>		<b>1.321</b>
<b>Total des revenus portefeuille</b>	<b>28.427</b>	<b>25.327</b>	<b>14.886</b>	<b>3.805</b>	<b>38.079</b>
Divers produits accessoires	0	0	0	0	3.381
<b>Total général</b>	<b>28.427</b>	<b>25.327</b>	<b>14.886</b>	<b>3.805</b>	<b>41.460</b>

#### **NOTE N° 4 : LIQUIDITES ET PLACEMENTS MONETAIRES :**

Au 31/12/03, les liquidités et équivalents de liquidités totalisent 452 mille dinars contre 409 mille dinars au 30/09/03 et contre 360 mille dinars au 31/12/02. Elles se présentent comme suit :

Liquidités et équivalents de liquidités	31/12/03	30/09/03	30/06/03	31/03/03	31/12/02
Bons Trésor Financiers	319.845	367.393	700.167	318.608	736.490
Liquidités (sans les rachats non encore réglés)	132.323	41.772	132.565	66.527	45.822
Rachats non encore réglés)					-422.070
<b>Total</b>	<b>452.169</b>	<b>409.165</b>	<b>832.732</b>	<b>385.135</b>	<b>360.242</b>

#### **4.1. Bons de trésor financiers :**

Au 31/12/03, la valeur actuelle des placements en bons de trésor est de 320 mille dinars contre 367 mille dinars au 30/09/03 et contre 736 mille dinars au 31/12/02. Il se détaille comme suit :

BTF	31/12/03	30/09/03	30/06/03	31/03/03	31/12/02
Bons Trésor Financiers en coût d'entrée	319.845	367.393	699.918	318.494	736.261
Intérêts courus / BTF	0	0	249	114	229
<b>Total</b>	<b>319.845</b>	<b>367.393</b>	<b>700.167</b>	<b>318.608</b>	<b>736.490</b>

Au 31/12/03, les placements en BTF ont permis de réaliser 16.738 dinars contre 13.573 dinars au 30/09/03 et contre 8.639 dinars au 31/12/02

L'encours final des BTF est placé à 7 jours.

#### **4.2. Liquidités et valeurs assimilées :**

Au 31/12/03, le solde des liquidités (compte non tenu des rachats non encore payés) est de 132 mille dinars contre 42 mille dinars au 30/09/03 et contre 46 mille dinars au 31/12/02. Avec les éventuels rachats restant à payer, il se présente comme suit :

Désignations	31/12/03	30/09/03	30/06/03	31/03/03	31/12/02
Avoirs en banque	132.519	71.180	161.972	32.643	34.108
Sommes à recevoir	70.565	11.678	11.678	33.884	11.714
Sommes à régler	-70.760	-41.086	-41.086	0	0
<b>Sous total liquidités</b>	<b>132.323</b>	<b>41.772</b>	<b>132.565</b>	<b>66.527</b>	<b>45.822</b>
Rachats restant à régler	0	0	-5.455	0	-422.070
<b>Liquidités nettes</b>	<b>132.323</b>	<b>41.772</b>	<b>127.109</b>	<b>66.527</b>	<b>-330.427</b>

Le ratio de liquidité dépasse le seuil réglementaire de 20% de l'actif net (38,7% contre 39,14% au 30/09/03 et contre 59,3% au 30/06/03 et contre 37,3% au 31/03/03).

#### **4.2.1. Avoirs en Banque :**

Au 31/12/03, le solde comptable du compte " Banque " est de 132.519 D contre 71.180 D au 30/09/03 et contre 34.108 D au 31/12/02.

Au fait, ces soldes ne correspondent pas aux soldes rapprochés qui sont respectivement de 134.690 dinars (au 31/12/03), 43.175 dinars (au 30/09/03) et -378.630 D (au 31/12/02).

En effet, au 31/12/03, le solde du relevé est créditeur de 142 490 dinars. Il ne tient pas compte des opérations suivantes :

- + écart sur la souscription du 6/6/2000 pour 9 dinars ,
- + écart sur remboursement BTC du 19/02/2001 pour 8 dinars
- + divers écarts entre intérêts reçus et calculés entre le 9/5/03 et le 12/06/03 (sur BTF) pour un cumul de 1.585 dinars
- + écarts sur divers remboursements pour 8 dinars
- + dividende à recevoir pour 1.080 dinars
- écart sur achats 2000 Sotrapil du 19/2/2000 pour 1.081 dinars
- frais de gestion non comptabilisés 27/11/2000 pour 1.399 dinars
- divers frais bancaires nets à annuler pour 31 dinars .
- achats divers actions (200 actions BNA, 87 Biat, 50 sotetel, 38 BH et 148 Btei) pour **7.959** dinars
- écart sur achat 200 Btei pour **20** dinars

Ainsi, le solde après rapprochement devient débiteur de **134.690** dinars

Parallèlement, le solde comptable sur les livres de la SICAV qui est débiteur pour 132.519 dinars, ne tient pas compte

- + divers frais et des sommes à l'encaissement pour 360 dinars
- + encaissement non enregistré sur sommes à recevoir pour 15 dinars (cf. § 4.2.2. ci après).
- + divers avis et crédits de la banque totalisant 4.135 dinars ( 6+15+18+7+3879+210)
- + Dividendes BIAT pour 133 dinars
- + divers avis et crédits et versements chèques du 2e trimestre 03 totalisant 1.345 dinars (999+329)
- + écart sur souscription placement du 29/06/03 pour 1.136 dinars

+ virement crédit / vente 1598 SICAV Bdet pour **70.390** dinars

+ divers écarts pour 24 dinars

- divers frais financiers, écarts, agios et commissions en attente d'annulation pour 318 dinars (dont **16** pour le trimestre en cours),

virement crédit / vente 1598 SICAV Bdet pour **69.980** dinars

- Virement émis pour 2.222 dinars : du 15/11/2000 pour 546 dinars, du 15/1/2003 pour 1.676 dinars (frais de gestion)

- achats 148 actions BTEI, à apurer, pour **2.830** dinars

Ainsi, le solde rapproché final est débiteur pour **134.690** Dinars.

Il est évident que cette situation mérite encore un effort supplémentaire de régularisation pour donner une image plus réelle des soldes des comptes concernés.

#### 4.2.2. Sommes à l'encaissement :

Au 31/12/03, les sommes à l'encaissement s'élèvent à 70.564 D contre 11.678 D au 30/09/03 et contre 11.714 D au 31/12/02.

Ces soldes se détaillent comme suit :

Désignations	31/12/03	30/09/03	30/06/03	31/03/03	31/12/02
Vente de 10 DA BIAT du 24/04/2000 / biat	8	8	8	8	8
écart / Règlement /Vente 1000 SFBT du 31/5/00	-1	-1	-1	-1	-1
Vente de 570 Siame du 26/03/03				<b>10.496</b>	0
Vente de 400 Eletrostar du 26/03/03				<b>1.855</b>	0
Vente de 50 Siame du 27/03/03				<b>948</b>	0
intérêts/ 500 Vaga2003		452	452	<b>452</b>	
Vente de 450 Siame du 28/03/03	0	0	0	<b>8.907</b>	
dividendes SFBTex 2002		-1.080	-1.080	<b>-1.080</b>	
intérêts/ 600 SEPCM 2002		592	592	<b>592</b>	
Vente de 200 Siame du 27/12/01	-1	-1	-1	-1	-1
Ventes 879 de Tunis Air du 20/11/00		8.682	8.682	8.682	8.682
Ecart/ règlement SITEX	2	2	2	2	2
Ecart / vent 174 BH du 20/5/01	1	1	1	1	1
ecart / vente 261 BH du 21/5/01	1	1	1	1	1
Ecart règlement vente 3.300 Sitex (08&09)	55	55	55	55	55
Ecart sur vente 20 SFBT du 14/3/2001	80	80	80	80	80
Ecart regt vente 500 Sitex	14	14	14	14	14
Ecart sur ventes 100TL du 31/01/02	-1	-1	-1	-1	-1
Ecart sur ventes 124 SFBT du 7/06/02	12	12	12	12	12
Ventes 200 Sitex du 25/06/02	6	6	6	6	6
Ventes 456 T lait du 25/11/02		-2.395	-2.395	-2.395	<b>-2.395</b>
Ventes 1000 T lait du 10/12/02		5.253	5.253	5.253	<b>5.253</b>
divers écarts sur ventes	-5	-3	-3	-3	<b>-3</b>
Vente 1598 bdet	<b>70.390</b>				
<b>Total</b>	<b>70.563</b>	<b>11.678</b>	<b>11.678</b>	<b>33.884</b>	<b>11.714</b>

Au 31/12/03, l'effort d'apurement n'a pas touché tous les mouvements de ce compte (les écritures **du trimestre sont en gras**). Ces opérations sont de même nature que celles du compte " créances d'exploitation " (cf. remarque de la note 5 ci dessous).

#### 4.2.3. sommes à payer :

Au 31/12/03, les sommes à payer sont débiteurs de 70.760 dinars contre -41.086 dinars au 30/09/03 et contre un solde nul au 31/12/02.

Au 31/12/03, le solde est représenté par la valeur des achats des 1598 actions SICAV BDET pour 69.980 dinars et de deux écarts achats d'actions BTEI pour 800 et -20 Dinars (cf. note 4.2.2 ci dessus).

#### 4.2.4. Autres sommes à payer :

Le compte "Autres sommes à payer" a été utilisé pour loger les rachats non payées le jour de la réception des ordres des clients ( elle met en application le point 6 du prospectus d'émission qui dispose que " le paiement du rachat est effectué dans un délai maximum de cinq jours de la bourse").

Au 31/12/03, cette règle n'a pas été systématiquement appliquée, mais à la fin du trimestre, le solde comptable est nul contre 422. 070 au 31/12/02.)

#### NOTE N° 5 : CREANCES D'EXPLOITATION :

Au 31/12/03, les créances d'exploitation totalisent en valeur nette compensée 2.197 dinars contre 12.750 dinars au 30/09/03 et contre 3.276 dinars au 31/12/02. Elles se détaillent comme suit :

Désignations	31/12/03	30/09/03	30/06/03	31/03/03	31/12/02
Dividendes à recevoir au 31/12/02	3.278	3.278	3.278	3.278	3.278
Dividendes à recev Siame du 26/5/03	0	417	<b>417</b>		
Dividendes SFBT	-1.080	1.080	1.080	1.080	
Obligations amorties et écarts	-1	-1	-1	-1	-1
Dividendes Siphat à apurer	0	328	<b>328</b>		
Dividendes Sicav à apurer	0	2.022	<b>2.022</b>	0	0
Dividendes magasin générale	0	<b>506</b>			
Dividendes SOTRAPIL	0	<b>2.705</b>			
Dividendes SIMPAR	0	<b>648</b>			
Dividendes STS	0	<b>1.769</b>			
Ecars	<b>1</b>	<b>0</b>			
<b>Totaux</b>	<b>2.197</b>	<b>12.750</b>	<b>7.123</b>	<b>4.356</b>	<b>3.276</b>

Certains revenus et écarts sont constatés depuis plusieurs mois et demeurent impayés ou en suspens. Il nous semble urgent de poursuivre les efforts d'apurement des ces mouvements surtout que certains figurent en rapprochement ou par erreur au crédit du compte "sommes à l'encaissement" (cf. remarques du § 4.2.2 et 4.2.1). De plus, il est à rappeler que ce compte joue des fois le même rôle que celui des sommes à recevoir classé parmi les liquidités (cf. remarque du paragraphe 4.2.2. ci dessus).

#### **NOTE N° 6 : CAPITAUX PROPRES :**

Au 31/12/03, les postes de Capitaux propres avant les résultats distribuables totalisent 1.124 mille dinars contre 1.016 mille dinars au 30/09/03 et contre 950 mille dinars au 31/12/02. Ils se détaillent comme suit :

désignation	31/12/03	30/09/03	30/06/03	31/03/03	31/12/02
Capital principal début période	1.640.100	1.640.100	1.640.100	1.640.100	2.032.200
Emissions en principal	5.961.000	5.667.400	5.519.100	356.300	7.013.500
Rachats en principal	-5.747.500	-5.458.400	-4.575.400	-172.500	-7.405.600
Frais de négociation	-348	-207	-159	-54	-744
Variat. Diff. d'estimat du Portefeuille	216.509	95.126	95.500	1.133	-114.986
Plus value sur Cessions	12.716	190	46	46	62.146
Moins values / Cessions	-137.599	-127.915	-121.541	-60.525	-220.430
Sommes non distrib ex clos	-689.795	-689.795	-689.795	-689.795	-478.364
Réglu sommes non distrib ex en cours	-119.308	-110.596	-439.452	-86.133	62.584
<b>Sous total 1</b>	<b>1.135.774</b>	<b>1.015.903</b>	<b>1.428.398</b>	<b>988.573</b>	<b>950.306</b>
Report à nouveau + RIA + réglu ran	15	17	17	35.015	11
Réglu. Résultat ex clos en inst. d'affect	0	0	7	3.924	4
<b>Sous total 2</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>24</b>	<b>38.939</b>	<b>15</b>
Résultat exercice en cours	32.707	29.451	25.194	4.684	34.999
<b>Actif net</b>	<b>1.168.496</b>	<b>1.045.371</b>	<b>1.453.616</b>	<b>1.032.195</b>	<b>985.320</b>

\* Les mouvements du capital en nominal se résument comme suit :

Mouvements des titres	Montant nom.	Nombre d'actions	Nb d'actionnaires
Capital au 31/12/2002	985.320	16.401	77
<b>Souscriptions 1 trim. 2003</b>	<b>202.936</b>	3.563	5
Montant nominal	356.300		
Régularisation sommes non distr	-153.364		
<b>Rachats 1 trimestre 2003</b>	<b>-101.087</b>	-1.725	-17
Montant nominal	-172.500		
Régularisation sommes non distr	71.413		
Variation des autres éléments de SN	-59.682		
<b>Capital au 31/3/03</b>	<b>1.027.487</b>	<b>18.239</b>	<b>72</b>
<b>Souscriptions 2 trim. 2003</b>	<b>2.955.039</b>	51.628	11
Montant nominal	5.162.800		
Régularisation sommes non distr	-2.207.761		
<b>Rachats 2 trimestre 2003</b>	<b>-2.546.739</b>	-44.029	-4
Montant nominal	-4.402.900		
Régularisation sommes non distr	1.856.161		
Variation des autres éléments de SN	-27.613		
<b>Capital au 30/6/03</b>	<b>1.408.174</b>	<b>25.838</b>	<b>79</b>
<b>Souscriptions 3 trim. 2003</b>	<b>2.003.561</b>	1.483	1
Montant nominal	148.300		
Régularisation sommes non distr	1.855.261		
<b>Rachats 3 trimestre 2003</b>	<b>-2.415.285</b>	-8.830	-8
Montant nominal	-883.000		
Régularisation sommes non distr	-1.532.285		
Variation des autres éléments de SN	19.455		
<b>Capital au 30/9/03</b>	<b>1.015.905</b>	<b>18.491</b>	<b>72</b>
<b>Souscriptions 4 trim. 2003</b>	<b>173.609</b>	2.936	2
Montant nominal	293.600		
Régularisation sommes non distr	-119.991		
<b>Rachats 4 trimestre 2003</b>	<b>-177.824</b>	-2.891	-3
Montant nominal	-289.100		
Régularisation sommes non distr	111.276		
Variation des autres éléments de SN	23.037		
<b>Capital au 31/12/2003</b>	<b>1.038.942</b>	<b>18.536</b>	<b>71</b>

#### **NOTE N° 7 : DETTES A PAYER :**

Au 31/12/03, le total des dettes à payer s'élève à 3.193 dinars contre 9.625 dinars au 30/09/03 et contre 423.746 dinars au 31/12/02. Ces dettes représentent le solde des rémunérations du gestionnaire (0,8%) et du dépositaire (0,1%) et les frais de commercialisation (0,1%) non encore payés. Au 31/12/03, des dettes 1.675 dinars sont payées deux fois dont une par la SICAV l'Epargnant.

#### **NOTE N° 8 : RESULTAT DISTRIBUTABLE :**

Au 31/12/03, les sommes distribuables (sans les arrondis de coupons) s'élèvent à 32.722 dinars contre 29.466 dinars au 30/09/03 et contre 35.015 dinars au 31/12/02. Ces résultats peuvent se résumer comme suit :

<b>Sommes distribuables</b>	<b>31/12/03</b>	<b>30/09/03</b>	<b>30/06/03</b>	<b>31/03/03</b>	<b>31/12/02</b>
Sommes distribuables exerc en cours	32.707	29.451	25.194	4.684	34.999
Résultat de l'exercice clos	15	15	21	35.015	11
Régul /Sommes distribuables exerc clos	0	0	0	3.924	4
<b>Total</b>	<b>32.722</b>	<b>29.466</b>	<b>25.215</b>	<b>43.623</b>	<b>35.014</b>

**NOTE N° 9 : ACTIF NET ET VALEUR LIQUIDATIVE :**

Au 31/12/03, l'actif net a atteint 1.168 mille dinars pour 18536 actions conduisant a une valeur liquidative (VL) de 63,039 dinars contre 1.045 mille dinars au 30/09/03 pour 18491 actions conduisant a une valeur liquidative de 56,534 dinars et contre 985 mille dinars au 31/12/02 pour 16401 actions conduisant à une VL de 60,076 dinars . Il se résume comme suit :

<b>désignation</b>	<b>31/12/03</b>	<b>30/09/03</b>	<b>30/06/03</b>	<b>31/03/03</b>
Capitaux propres (cfnote 6)	1.135.772	1.015.903	1.428.398	988.573
Arrondis et régularisation des arrondis de calcul	2	2	2	0
<b>Sous total des Capitaux propres</b>	<b>1.135.774</b>	<b>1.015.905</b>	<b>1.428.400</b>	<b>988.573</b>
<b>Total résultats antérieurs distribuables</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>0</b>
Résultat en instance d'affectation (cfnote 8)	32.707	29.451	25.194	43.623
<b>Actif net</b>	<b>1.168.496</b>	<b>1.045.371</b>	<b>1.453.616</b>	<b>1.032.195</b>
Nombre actions en cours	18.536	18.491	25.838	18.239
<b>valeur liquidative</b>	<b>63,0393</b>	<b>56,5340</b>	<b>56,2588</b>	<b>56,5928</b>