

République Tunisienne



CONSEIL  
DU MARCHE  
FINANCIER

---

RAPPORT  
ANNUEL  
2 0 0 4





**A L'ATTENTION DE SON EXCELLENCE  
MONSIEUR LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE**

***Monsieur le Président,***

L'année 2004 marque le 10<sup>ème</sup> anniversaire de la loi 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du Marché financier, et donne le coup d'envoi à votre ambitieux programme de consolidation économique et financière, de création d'entreprises et d'emplois.

Votre programme, Monsieur le Président, prévoit d'accroître la contribution du marché financier au financement de l'investissement privé de 3,6 % aujourd'hui à 20 % dans un horizon de 5 ans.

Il s'agit d'un défi supplémentaire qui va aider à l'ancrage de notre pays à un nouveau pallier de développement.

Le marché financier, mobilisateur de l'épargne publique en vue de la canaliser vers le financement direct de l'investissement, est loin des objectifs qui lui sont assignés, alors même que son niveau de sécurisation a atteint un degré respectable.

Si le Conseil du Marché Financier a œuvré au renforcement de la protection de l'épargne publique et à la sécurité de la place, la culture financière des épargnants est restée embryonnaire et l'entreprise continue à préférer le recours au crédit bancaire pour financer ses investissements.

Cette situation fragilise à l'évidence notre système économique.

Elle est en grande partie la conséquence de l'absence structurelle d'institutionnels sur le marché qui, dans le reste du monde constituent l'essentiel de la demande.

L'offre est également très faible pour des considérations traditionnelles de financement des besoins de l'entreprise par les Banques, qui sont moins exigeantes que le marché financier au niveau de la transparence, les crédits qu'elles accordent étant davantage adossés à des garanties réelles qu'à la capacité des entreprises à générer des cash-flows.

***Monsieur le Président,***

La reprise économique mondiale s'est confirmée, tout au long de 2004.

La Tunisie a profité de l'embellie pour réaliser un taux de croissance de 5,8 %.

Toutefois, la hausse du prix du pétrole, par ses retombées sur le prix des biens importés a généré un taux d'inflation de 3,6 %.

L'investissement privé, a atteint 4 796 millions de dinars, soit 56% de de la formation brute de capital fixe totale .Le marché financier a contribué à hauteur de 3,6 % à son financement par voie d'émission de titres de capital et d'emprunts obligataires.



Le marché secondaire dont l'objectif est d'assurer la liquidité du marché des émissions, bien qu'affichant une amélioration pour la seconde année consécutive du niveau de ses indices et un léger mieux au niveau des volumes de capitaux échangés sur les valeurs cotées, est encore loin des réalisations constatées en 2000 et 2001.

***Monsieur le Président,***

Le Conseil du Marché Financier, fidèle à ses prérogatives telles que définies par la loi 94-117, a poursuivi en 2004 son action en vue d'amener les entreprises faisant appel public à l'épargne à plus de transparence et, à celles qui sont cotées, à plus de ponctualité de l'information financière et comptable.

Des actions ont été engagées, avec détermination, à l'encontre des sociétés qui ne respectent pas leurs obligations dans ce domaine.

Des résultats probants ont été enregistrés quant à la qualité et à la pertinence de l'information publiée ainsi qu'à sa ponctualité.

Au niveau de l'activité de contrôle des intervenants, des missions de contrôle de prestataires de services financiers ont été ordonnées, des ouvertures d'enquêtes ont été initiées suite à des plaintes d'épargnants et qui ont abouti à des sanctions contre les dirigeants d'une société de Bourse. Des enquêtes auprès de deux sociétés émettrices ont débouché sur une saisine du Procureur de la République.

Le contrôle de l'épargne collective a permis de relever quelques insuffisances qui n'avaient aucune incidence sur la valeur liquidative des produits. Cependant, deux SICAV devront être liquidées pour avoir atteint le minimum légal d'actifs nets requis pour la continuation de leur activité.

***Monsieur le Président,***

Les interventions du CMF, ont réussi à imposer plus de transparence et de discipline sans pour autant relancer le marché.

« **Tunis place financière régionale** » impose au CMF de s'impliquer dans la promotion du marché sans toucher à sa mission de régulateur et de contrôleur qui sera renforcée par la loi sur la sécurité financière.

Le CMF participera à la réalisation de cet objectif en oeuvrant pour plus de sécurité du marché et ce, par la mise à jour du système de surveillance de la cotation et des guides opératoires.

Pour être au diapason des mutations technologiques, le CMF envisage d'entreprendre la mise à jour de son système d'information et de communication avec les opérateurs, en se basant sur les nouvelles technologies de l'information.

Sur le plan législatif, les textes réglementaires du ressort du CMF seront révisés et les lois en vigueur telle que la loi sur la dématérialisation des titres seront incessamment mises en application.

Des guides et manuels professionnels ainsi que des bases de données sectorielles aidant à l'analyse financière et économique des entreprises émettrices seront élaborés.

Des démarches de formation des journalistes et de vulgarisation des nouveaux instruments de bonne gouvernance seront entreprises.

Une tradition de concertation avec les autres structures de régulation, Comité Général des Assurances et Banque Centrale, sera instaurée afin de conjuguer les efforts pour amener les compagnies d'assurance et les banques à contribuer au financement sain de l'économie.

Sur le plan international, les structures du CMF seront mises en conformité avec les standards internationaux de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs.

Pour favoriser notre présence sur la scène internationale et faire bénéficier les cadres du CMF de l'expérience des pays amis, le CMF a signé la charte d'adhésion à l'Institut Francophone de la régulation financière.

Au niveau de l'offre, des actions seront entreprises pour faciliter l'accès au marché aux entreprises transparentes et dont l'avenir est porteur.

Un programme pilote est envisagé avec le département de mise à niveau du ministère de l'Industrie pour identifier les entreprises qui pourraient faire appel au marché financier pour assurer leur décollage.

Au niveau de la demande, le CMF aidera au développement d'une épargne institutionnelle en stimulant la création de Fonds Communs de Placement dotés de système de garantie à même de remettre en confiance l'investisseur final et de stabiliser l'épargne financière.

Une étroite collaboration avec le Comité des assurances devrait permettre le développement de la Branche Vie.

Des actions de vulgarisation et de sensibilisation seront menées auprès des épargnants et des émetteurs.

Enfin, la loi sur la sécurité financière, en phase de finalisation apportera le confort nécessaire à la réalisation de nos objectifs en stimulant la transparence et en la généralisant à nombre de sociétés cible potentielle du marché financier.

***Monsieur le Président,***

Un marché financier solide et efficient requiert le concours de tous les intervenants qui doivent être de qualité pour attirer, davantage les investisseurs nationaux et étrangers.

Les banques constituent le partenaire idéal pour véhiculer la culture financière. La solidité du système bancaire est tributaire du marché...mais sans le concours des banques il n'y aura pas de marché.

L'intérêt constant que vous ne cessez de manifester, Monsieur le Président, à l'égard du marché financier constitue le meilleur stimulant pour sa promotion ; nous n'épargnerons aucun effort pour le hisser au niveau de performance que vous lui avez fixé.



L'année 2004 marque le 10ème anniversaire de la loi 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier dans le but de faire de la place de Tunis, une place moderne aux normes internationales, assurant un niveau de sécurité suffisant pour attirer les capitaux tant nationaux qu'internationaux vers le financement de l'investissement privé.

Le CMF, créé par cette loi, est investi de la mission de régulateur et de protecteur de l'épargne publique.

Dix ans après sa promulgation, cette loi a-t-elle été suffisante pour impulser le développement du marché financier et lui faire jouer pleinement son rôle dans le financement de l'économie. L'état des lieux qui sera examiné dans un premier Titre ne nous permet pas de l'affirmer.

Le CMF organe de régulation et de contrôle a joué son rôle de protecteur de l'épargne en poussant à plus de transparence les différents intervenants sur le marché, sociétés émettrices, Intermédiaires en Bourse, gestionnaires de portefeuilles collectifs, c'est l'objet du Titre 2.

Cependant le CMF doit-il aller plus loin en aidant au développement du marché par plus d'initiatives qu'auparavant.

Ce point fera l'objet de son programme de travail pour 2005.

**La Présidente du Conseil du Marché Financier**

**Zeineb GUELLOUZ**



## SOMMAIRE



Conseil du Marché financier

TITRE I	: L'ACTIVITE DU MARCHÉ	11
<b>CHAPITRE I</b>	<b>L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE ET BOURSIER</b>	13
I.	L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE INTERNATIONAL	13
II.	L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE NATIONAL	15
III.	L'EVOLUTION DES MARCHES BOURSIERS INTERNATIONAUX	16
<b>CHAPITRE II</b>	<b>LE MARCHÉ FINANCIER TUNISIEN</b>	19
I.	LE MARCHÉ PRIMAIRE	19
II.	LE MARCHÉ SECONDAIRE	28
III.	LES ACQUISITIONS ET LES CESSIONS DE VALEURS MOBILIERES PAR LES ETRANGERS	34
IV.	L'INTERMEDIATION BOURSIERE EN 2004	36
V.	L'ACTIVITE DES INTERVENANTS SUR LES VALEURS DU TRESOR	38
TITRE II	: L'ACTIVITE DU CMF	39
<b>CHAPITRE I</b>	<b>LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE</b>	41
I.	LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DU CONTROLE DE L'INFORMATION PERMANENTE	41
II.	LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DES VISAS DELIVRES PAR LE CMF	43
III.	LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DU CONTROLE DES OPERATIONS DE RACHAT	45
IV.	LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DU CONTROLE DES FRANCHISSEMENTS DES SEUILS DE PARTICIPATION	46
<b>CHAPITRE II</b>	<b>L'AMELIORATION DE LA QUALITE DE L'INFORMATION</b>	48
I.	L'AMELIORATION DE LA QUALITE DE L'INFORMATION EN MATIERE DE COMMUNICATION ET DE DIFFUSION	48
II.	LA QUALITE DE L'INFORMATION : LES DEFAILLANCES RELEVÉES	59
<b>CHAPITRE III</b>	<b>LA PROTECTION DES EPARGNANTS</b>	67
I.	LA PROTECTION DES EPARGNANTS A L'OCCASION DES OPERATIONS FINANCIERES	67
II.	LA PROTECTION DES EPARGNANTS A L'OCCASION DU TRAITEMENT DES PLAINTES	68
III.	LES ENQUETES DU CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER	72
<b>CHAPITRE IV</b>	<b>LA PROTECTION DE L'EPARGNE COLLECTIVE</b>	75
I.	L'ACTIVITE DES OPCVM EN 2004	76
II.	L'ACTIVITE DES OPCVM OBLIGATAIRES EN 2004	84
III.	L'ACTIVITE DES OPCVM MIXTES EN 2004	86

Rapport  
annuel  
2004



## SOMMAIRE

IV.	LE BILAN DE LA SURVEILLANCE EXERCEE PAR LE CMF	88
V.	LES PROCEDURES D'AGREMENT ET LES VISAS DES PROSPECTUS D'OUVERTURE AU PUBLIC	91
VI.	LA REGLEMENTATION	92
<b>CHAPITRE V : LES SICAR</b>		93
I.	LES SICAR EN ACTIVITE	93
II.	LES RESSOURCES DES SICAR	94
III.	LES PARTICIPATIONS DES SICAR	95
<b>CHAPITRE VI : ORIENTATION DU CMF EN MATIERE D'INTERPRETATION DE CERTAINES DISPOSITIONS LEGALES ET REGLEMENTAIRES</b>		98
I.	ORIENTATION DU CMF DANS LE TRAITEMENT DES QUESTIONS SOULEVEES EN MATIERE DE VISA ET D'APPEL PUBLIC A L'EPARGNE	98
II.	CONSULTATIONS ADRESSEES AU CMF	99
<b>CHAPITRE VII : LES RESSOURCES DU CMF ET LEUR EMPLOI</b>		102
<b>TITRE III : PROGRAMME D'INTERVENTION DU CMF EN 2005</b>		104
I.	RENFORCEMENT DE LA SECURITE DU MARCHE	105
II.	LE DEVELOPPEMENT DU MARCHE	106
<b>FAITS SAILLANTS 2004</b>		107
<b>LES ANNEXES</b>		113



**TITRE I  
L'ACTIVITÉ  
DU MARCHÉ**



La Tunisie décidément ouverte sur son environnement international, l'évolution de son économie est tributaire de l'évolution de l'économie dans le monde. La Bourse étant la vitrine de l'économie, son évolution en est dépendante. Ainsi seront présentés successivement l'environnement économique au plan international et national en 2004 (Chapitre I) suivi de l'état des lieux du Marché Tunisien (Chapitre II).

## CHAPITRE I : L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE ET BOURSIER

La reprise de l'économie mondiale perceptible dès le premier trimestre 2003 s'est confirmée tout au long de l'année 2004 portée par la vigueur de l'économie américaine, le regain d'activité de l'économie japonaise et l'exceptionnel dynamisme de l'économie chinoise.

La zone Euro n'est pas demeurée en reste bien que le rythme de la reprise y ait été moins accéléré en raison de l'appréciation du taux de change Euro/dollar et du comportement prudent des consommateurs. Ainsi l'année 2004 a été marquée par une croissance de 5,0% de l'économie mondiale contre 3,9% en 2003. Les anticipations pour 2005 tablent sur un taux de 4,3% qui, bien qu'inférieur aux réalisations de 2004, n'en demeure pas moins très appréciable.

Notre économie nationale a profité de cette embellie pour renouer avec ses taux de croissance dépassant les 5,5% et ce malgré l'envolée du prix du pétrole.

Cependant, le renchérissement du prix des biens importés a porté le taux d'inflation à un niveau relativement élevé de 3,6%.

### I : L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE INTERNATIONAL

#### Principaux indicateurs économiques

	Taux de croissance <sup>1</sup>		Taux d'inflation		Taux de chômage	
	2004	2003	2004	2003	2004	2003
Etats Unis d'Amérique	4,3%	3,0%	3,0%	2,3%	5,5%	6,0%
Zone Euro	2,2%	0,5%	2,1%	2,1%	9,0%	8,9%
Japon	4,4%	2,5%	-0,2%	-0,2%	4,7%	5,3%
Royaume Uni	3,4%	2,2%	1,6%	1,4%	4,8%	5,0%
Chine	9,0%	9,1%	4,0%	4,2%	4,2%	4,3%

Source : World Economic Outlook (septembre 2004) FMI

#### 1- LES PAYS INDUSTRIALISES

##### 1.1- Les Etats Unis d'Amérique

Aux Etats Unis d'Amérique, le maintien d'une demande intérieure vigoureuse dopée par les baisses d'Impôts, le redémarrage des opérations d'investissement en équipements des entreprises notamment en nouvelles technologies, ainsi que l'accélération du rythme des exportations stimulée par la baisse du dollar et la vigueur des débouchés asiatiques, ont stimulé l'activité économique américaine qui a affiché un taux de croissance en 2004 de 4,3% contre 3% en 2003.

Cependant, le prix du pétrole qui a atteint des niveaux records en 2004 en raison des tensions persistantes en Irak, du niveau bas des stocks aux USA et des besoins énergétiques gigantesques des économies chinoise et indienne, a pesé sur le taux de l'inflation qui a atteint 3% contre 2,3% en 2003. Le taux de chômage a pu être réduit d'un demi-point passant de 6,0% en 2003 à 5,5% en 2004.

1) L'évolution annuelle du PIB aux prix constants

Il est cependant à craindre un ralentissement de la croissance américaine en raison des forts déficits extérieur et public qui ont atteint des niveaux records en 2004 et qui pourraient provoquer, dans le cas d'une demande intérieure toujours soutenue, des pressions inflationnistes entraînant des tensions sur les marchés obligataires. C'est dans ce cadre que la réserve fédérale a réagi pour augmenter son taux de 25 points de base et le porter à 2,25% le 14 décembre 2004.

La réévaluation des taux pourrait avoir pour conséquence une amorce de la réévaluation du Dollar qui a enregistré tout au long de l'année 2004 une forte dépréciation par rapport à l'Euro et au Yen respectivement de 7% et 3%.

### 1.2- La zone Euro

La Zone Euro a connu une reprise progressive de son activité économique induite par la forte expansion du commerce mondial alors que le consommateur européen a continué à faire preuve d'une grande prudence en limitant la consommation.

Le niveau de la parité Euro/Dollar a pénalisé cette croissance en la limitant à 2,2% contre 0,5% une année auparavant.

L'inflation s'est maintenue à un taux de 2,1%, les effets de l'appréciation de l'Euro ayant été compensés par des taxes supplémentaires, sur le tabac essentiellement.

Le taux de chômage enregistré de 9%, en légère augmentation par rapport à 2003 où il était de 8,9%, est le plus élevé de l'ensemble des pays industrialisés.

A l'intérieur de la Zone, l'Espagne a affiché un taux de 11,1%, l'Allemagne 9,7% et la France 9,3%.

Afin d'assurer de bonnes conditions à la reprise et de freiner la hausse de l'Euro, la BCE a limité ses taux d'intérêt directeurs à 2%.

### 1.3- Le Japon

L'économie japonaise a connu en 2004 une progression de son taux de croissance, soit 4,4% contre 2,5% en 2003, enregistrant ainsi le niveau le plus élevé depuis 1996. Cette croissance est largement due au dynamisme des économies asiatiques voisines. L'envolée des exportations s'est propagée à l'investissement, qui a enregistré un accroissement annuel de la formation brute de capital fixe de 4,7% contre 3,2% en 2003, niveau de progression le plus élevé depuis 1997.

L'emploi était au rendez-vous, ramenant le taux de chômage à 4,7% contre 5,3% en 2003, niveau le plus bas parmi ceux des pays industrialisés.

La consommation intérieure a repris marquant ainsi le retour du Japon parmi les économies à forte croissance. La déflation persiste (-0,2%) et ce malgré la reprise économique et la hausse du prix du pétrole.

### 1.4- Le Royaume Uni

En 2004, l'activité économique au Royaume Uni a été marquée par sa robustesse affichant un taux de croissance du PIB en termes réels de 3,4% contre 2,2% en 2003. La consommation a progressé de 3,5% en 2004 contre 2,5% en 2003 et ce malgré le niveau élevé du prix du pétrole. Toutefois, le risque pour l'économie du Royaume Uni réside dans un ajustement sévère du marché immobilier dans la mesure où les prix dans ce secteur sont actuellement à un niveau très élevé (les prix ont augmenté de près de 50% depuis 1997). La Banque d'Angleterre a procédé depuis août 2003 au relèvement de son taux directeur, qui s'élève actuellement à 4,75% et ce malgré le niveau bas de l'inflation qui est de l'ordre de 1,6%.

Le taux de chômage a encore baissé en 2004 en s'établissant à 4,8% contre 5% en 2003. Le faible niveau de ce taux de chômage a légitimé le durcissement de la politique monétaire afin d'éviter une tension sur les salaires.

## 2- LES PAYS EMERGENTS

### 2.1- Les pays émergents asiatiques

Les économies de cette région ont connu en 2004 une tendance de croissance dynamique en enregistrant un taux de croissance de l'ordre de 7,6% contre 7,7% en 2003, conséquence de la croissance de la production de la Chine. En effet, la Chine a réalisé un taux de croissance de 9,0% en 2004, et constitue par le niveau de ses importations, le principal moteur de la croissance de cette région.

Il est cependant à signaler que le rythme de la croissance du commerce extérieur en Asie s'est infléchi au cours du premier semestre 2004 sous l'influence d'un durcissement de la politique économique en Chine mais il s'est légèrement repris au cours du second semestre.

### 2.2- L'Amérique Centrale et du Sud

L'activité économique dans cette région a connu en 2004 une forte progression avec un taux de croissance de l'ordre de 4,6% contre 1,8% en 2003. Cette tendance a été constatée chez les trois principaux pays de la région, à savoir le Brésil, l'Argentine et le Mexique. Ces trois pays ont enregistré un taux de croissance respectivement de 4,0%, 7,0% et 4,0% contre -0,2%, 8,8% et 1,3% en 2003. Les investissements privés et la consommation privée se reprennent et sont aujourd'hui les principaux moteurs de la croissance. Le taux d'inflation pour sa part a atteint 6,5% en 2004, contre 10,6% en 2003. Malgré cette baisse, le risque du retour de l'inflation n'est pas totalement écarté à cause de la forte croissance de la demande dans ces pays.

## II : L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE NATIONAL

En 2004, l'économie tunisienne a réalisé un taux de croissance de l'ordre de 5,8%, soit le niveau le plus élevé depuis l'année 2000. Toutefois, la forte appréciation du prix du pétrole dans le monde a eu un impact sur les prix des biens importés et par là même sur le taux d'inflation, qui s'est élevé à 3,6% contre 2,7 en 2002.

En ce qui concerne les échanges commerciaux, les exportations et les importations ont progressé respectivement de 11,1% et 9,6% portant le taux de couverture de 92% en 2003 à 93% en 2004.

Quant au tourisme, l'année 2004 a constitué une année dynamique, puisque les nuitées globales ont progressé de 17,2% contre 7,2% une année auparavant.

A la suite de l'appréciation de l'Euro et la dépréciation du Dollar sur les marchés internationaux, le dinar tunisien a accusé une baisse de 6,4% par rapport à l'Euro et a affiché une hausse de 1,6% par rapport au dollar.

La formation brute de capital fixe a totalisé 8 023MD représentant un taux d'investissement de 22,9% en régression par rapport à l'année précédente qui avait enregistré un taux de 23,4% et se trouve à son niveau le plus bas depuis l'année 2000 où ce taux atteignait 26%.

L'épargne nationale brute a atteint 7 943,8 MD enregistrant un accroissement de 11,9% par rapport à 2003, mais le taux de l'épargne estimé à 22,4%, bien que s'étant amélioré par rapport à l'année précédente où il ne représentait que 21,8% soit son niveau le plus bas depuis 5 ans, demeure en deçà de son niveau de 2000 et 2001 (soit 23,3% et 23,5%)<sup>2</sup>.

<sup>2</sup>) Voir détail des agrégats économiques de la Tunisie au tableau 1.

### III - L'EVOLUTION DES MARCHES BOURSIERS INTERNATIONAUX

#### 1- LES PAYS INDUSTRIALISES

Après la très forte reprise enregistrée par l'ensemble des places boursières en 2003, 2004 a affiché une croissance plus modérée.

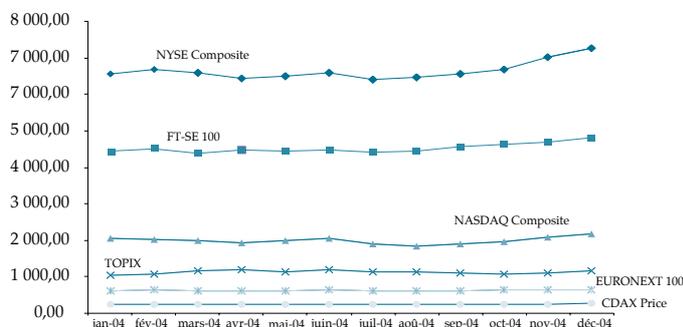
Aux Etats Unis d'Amérique le NYSE et le NASDAQ ont gagné respectivement 12,2% et 8,6% par rapport à l'année 2003 contre 29% et 50% une année auparavant. Cette baisse de régime bien qu'en partie due aux incertitudes géopolitiques (tensions en Irak) et au niveau du prix du pétrole, représente un niveau d'évolution normale, 2003 étant une année exceptionnelle après le choc de septembre 2001.

L'indice de la place de Londres, FT-SE 100, a gagné 7,5% en 2004, réalisant ainsi des gains inférieurs à ceux réalisés en 2003 (13,6%).

La progression a concerné aussi les places d'EURONEXT, de Francfort et de Tokyo avec des taux respectifs de 8%, 6,3% et 10,2% contre 12,7%, 34% et 24% en 2003.

La décélération constatée sur l'ensemble des places boursières, tout en étant prévisible après la correction de 2003, anticipe les conséquences sur l'activité économique de la hausse du prix du pétrole et la remontée des taux d'intérêts.

Evolution des principaux indices mondiaux



Source : FIBV

Les capitalisations boursières ont évolué en 2004 dans le même sens que les indices enregistrant des performances moindres que celles réalisées en 2003. Les capitalisations des bourses américaines, le NYSE et le NASDAQ, ont progressé respectivement de 12,2% et 24,2% contre 25,7% et 42,6% en 2003.

De même, les places européennes d'Euronext, de Francfort et de Londres ont progressé respectivement de 17,6%, 10,7% et 16,1% contre 34,9%, 57,3% et 35,9% en 2003.

La capitalisation boursière de la bourse de Tokyo a enregistré en 2004 une progression de 20,5% contre 42,7% en 2003.

	Evolution de la capitalisation boursière		En milliards de \$
	Fin 2004	Fin 2003	Variation
NYSE	12 708	11 329	12,2%
NASDAQ	3 533	2 844	24,2%
EURONEXT	2 441	2 076	17,6%
FRANCFORT	1 195	1 079	10,7%
LONDRES	2 816	2 426	16,1%
TOKYO	3 558	2 953	20,5%

Source : FIBV

La liquidité des marchés a été cependant plus grande enregistrant une nette progression des capitaux échangés par rapport à l'année 2003. Ainsi, après avoir enregistré des baisses du volume des échanges variant de -2% à -9% en 2003, le NYSE, le NASDAQ, Euronext et la bourse de Londres ont renoué avec la hausse en enregistrant des progressions de 19,9%, 24%, 29,9% et 42,8%. De même les bourses allemande et japonaise ont enregistré des hausses de l'ordre de 18,2% et 51,1%, contre 8% et 36,1% en 2003.

	Evolution des capitaux échangés		En milliards de \$
	2004	2003	Variation
NYSE	11 618	9 692	19,9%
NASDAQ	8 767	7 068	24,0%
EURONEXT	2 475	1 905	29,9%
FRANCFORT	1 542	1 305	18,2%
LONDRES	5 176	3 624	42,8%
TOKYO	3 220	2 131	51,1%

Source : FIBV

## 2- LES PAYS EMERGENTS

En 2004, les marchés émergents ont réalisé de bonnes performances, qui s'inscrivent dans la continuité de ce qui a été constaté en 2003, et reflétant, dans la plupart des cas, la croissance de l'activité économique.

La bourse d'Argentine, même si le taux de croissance économique dans ce pays a légèrement baissé (de 8,8% en 2003 à 7,0% en 2004), a enregistré de bonnes performances. En effet, la capitalisation boursière, l'indice boursier et les capitaux échangés ont progressé respectivement de 16,3%, 17,4% et 54,8%.

La bourse de Varsovie (Pologne) a bénéficié du maintien de la croissance économique qui a été de 5,8% contre 3,8% une année auparavant, puisque la capitalisation boursière, l'indice boursier et les capitaux échangés ont réalisé des progressions respectivement de 90,5%, 27,9% et 73,2%.

Quant aux bourses arabes, elles ont enregistré cette année, dans l'ensemble, de bonnes performances. En effet, la bourse égyptienne a réagi d'une manière positive aux performances économiques et au programme de restructuration des banques publiques décidé au mois de septembre 2004. Ainsi, la capitalisation boursière, l'indice boursier et les capitaux échangés ont progressé respectivement de 37,1%, 52,1% et 37,2%.

	Evolution de la capitalisation boursière		En milliards de \$
	Fin 2004	Fin 2003	Variation
Argentine	40,6	34,9	16,3%
Pologne	70,5	37,0	90,5%
Singapore	217,5	148,5	46,5%
Arabie Saoudite	306,3	157,3	94,7%
Egypte	38,1	27,8	37,1%
Jordanie	18,4	11,0	67,3%
Maroc	25,2	13,1	92,1%
Tunisie	2,6	2,4	8,3%

Source : FIBV, FMA

## L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE ET BOURSIER

### Evolution du taux de croissance économique

	2004	2003
Argentine	7,0%	8,8%
Pologne	5,8%	3,8%
Singapore	8,8%	1,1%
Arabie Saoudite	3,6%	7,2%
Egypte	3,7%	3,1%
Jordanie	5,5%	3,2%
Maroc	3,0%	5,5%
Tunisie	5,8%	5,6%

Source : World Economic Outlook (septembre 2004) FMI et Budget économique 2005

### Evolution des capitaux échangés

En milliards de \$

	2004	2003	Variation
Argentine	4,8	3,1	54,8%
Pologne	16,8	9,7	73,2%
Singapore	107,2	92,0	16,5%
Arabie Saoudite	473,0	159,1	197,3%
Egypte	6,8	4,3	57,2%
Jordanie	5,3	2,6	103,8%
Maroc	3,8	2,4	58,3%
Tunisie	0,27	0,19	42,1%

Source: FIBV et FMA

### Evolution des indices boursiers

	Fin 2004	Fin 2003	Variation
Argentine	56 639,1	48 255,6	17,4%
Pologne	26 636,2	20 820,1	27,9%
Singapore	531,7	475,8	11,8%
Arabie Saoudite	8 206,2	4 437,6	84,9%
Egypte	1 221,17	803,18	52,1%
Jordanie	4 245,63	2 614,50	62,4%
Maroc	4 521,98	3 943,51	14,7%
Tunisie	1 331,8	1 250,2	6,51%

Source: FIBV, FMA

### Nombre des sociétés cotées

	2004	2003
Argentine	107	110
Pologne	216	189
Singapore	632	551
Arabie Saoudite	73	70
Egypte	792	967
Jordanie	192	161
Maroc	53	52
Tunisie	44	45

Source: FIBV, FMA

La Bourse Tunisienne, bien qu'ayant enregistré une très légère évolution au niveau de la capitalisation boursière, du volume des échanges et des indices, reste très en deçà de ses potentialités.

## CHAPITRE II : LE MARCHE FINANCIER TUNISIEN

Comparé aux marchés de pays de niveau de développement économique similaire, le Marché Tunisien affiche des indicateurs très faibles.

### I - LE MARCHE PRIMAIRE

#### 1 - LA CONTRIBUTION DU MARCHE DANS LE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS :

Le montant des capitaux levés par les entreprises tunisiennes faisant Appel Public à l'Épargne sur le marché primaire a atteint 173,5 MD contre 114,5 MD en 2003 enregistrant une progression de l'ordre de 52%.

Ce sont les émissions en numéraires d'actions qui ont enregistré la plus forte croissance ayant plus que quintuplé par rapport à l'année dernière, passant de 13,5 MD en 2003 à 70 MD en 2004. Le secteur bancaire a profité de ces émissions qui ont permis de renforcer les fonds propres de deux banques.

Les capitaux levés par des émissions obligataires n'ont évolué que de 2% en passant de 101 MD en 2003 à 103,5 MD en 2004. Ce montant correspond à 23,5 MD se rapportant à des émissions ayant reçu le visa du CMF en 2003 auxquels s'ajoutent 80 MD se rapportant à des émissions visées en 2004.

Par ailleurs, il y a lieu de signaler qu'au cours de l'année 2004, des sociétés faisant appel public à l'épargne ont procédé à des augmentations de capital par émission en numéraires, sans appel public à l'épargne, pour un montant total de l'ordre de 9,75 millions de dinars. Il s'agit en fait d'opérations d'augmentation de capital réservées ou destinées à une population dont le nombre est inférieur à cent, sans recours à des Intermédiaires, ni à des procédés de publicité ou de démarchage. Ce genre d'opérations ne nécessite pas la production de prospectus au sens de la réglementation relative à l'Appel Public à l'Épargne.

La contribution du marché des émissions dans le financement des investissements privés<sup>3</sup> a atteint cette année 3,6% contre 2,6% en 2003.

#### 2 - EVOLUTION DES EMISSIONS<sup>4</sup> :

Les émissions par appel public à l'épargne effectuées par les entreprises tunisiennes en 2004 ont totalisé un montant de 204 millions de dinars, contre un montant de 181,5 millions de dinars en 2003, accusant, ainsi une hausse de 12,5% .

Les émissions de titres de créances ont représenté 54% du total des émissions pour un montant de 111 millions de dinars contre 69 % à 124,5 millions de dinars en 2003.

Quant au volume des émissions des actions, il a totalisé 93 millions de dinars contre 57 millions de dinars en 2003, soit une progression de 63%. Sur ce montant, la part émise en numéraires a atteint 75% soit 70 millions de dinars contre 19 millions de dinars en 2003.

Marché Primaire	En MD				
	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Les titres de capital</b>	<b>113</b>	<b>155</b>	<b>46</b>	<b>57</b>	<b>93</b>
	<b>42%</b>	<b>34%</b>	<b>16%</b>	<b>31%</b>	<b>46%</b>
* Emission en numéraire	33	113	8	19	70
* Attribution gratuite et conversion des créances	80	42	38	38	23
<b>Les titres de créances</b>	<b>154</b>	<b>297</b>	<b>233</b>	<b>125</b>	<b>111</b>
	<b>58%</b>	<b>66%</b>	<b>84%</b>	<b>69%</b>	<b>54%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>267</b>	<b>452</b>	<b>279</b>	<b>182</b>	<b>204</b>
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

3 ) La FBCF privée a représenté en 2004 56% de la FBCF totale, soit 4 796 MD.

4 ) Hors les émissions de l'état.

### 2.1 - Les émissions de titres de capital :

Les émissions en numéraires ont été réalisées en totalité par les sociétés de la cote. Elles ont porté sur un montant de 70 MD dont 68 MD ont servi au renforcement des fonds propres de deux banques de la place. Les attributions d'actions gratuites ont concerné les sociétés de la cote pour un montant de 21,379 MD et les sociétés du hors cote pour un montant de 1,753 MD.

#### Les opérations d'augmentations de capital

	<b>Les émissions en numéraires</b>		<b>Les attributions gratuites</b>	
	<b>Montant En dinars</b>	<b>Nombre de titres</b>	<b>Montant En dinars</b>	<b>Nombre de titres</b>
<b>Cote de la bourse</b>				
SOTUVER	2 037 500	203 750		
UBCI			15 000 000	3 000 000
SOTETEL			2 016 000	201 600
SIAME			540 000	54 000
AIR LIQUIDE TUNISIE			1 323 000	52 920
BIAT	32 000 000	2 000 000		
UIB	36 000 000	3 600 000		
TUNISIE LEASING			2 500 000	250 000
<b>Sous total</b>	<b>70 037 500</b>	<b>5 803 750</b>	<b>21 379 000</b>	<b>3 558 520</b>
<b>Hors Cote</b>				
AMS	930 840	186 168		
SOBOCO			528 000	105 600
AL KHOUTAF			294 525	58 905
<b>Sous total</b>			<b>1 753 365</b>	<b>350 673</b>
<b>Total</b>	<b>70 037 500</b>	<b>5 803 750</b>	<b>23 132 365</b>	<b>3 909 193</b>

#### 2.1.1 - La répartition sectorielle des émetteurs :

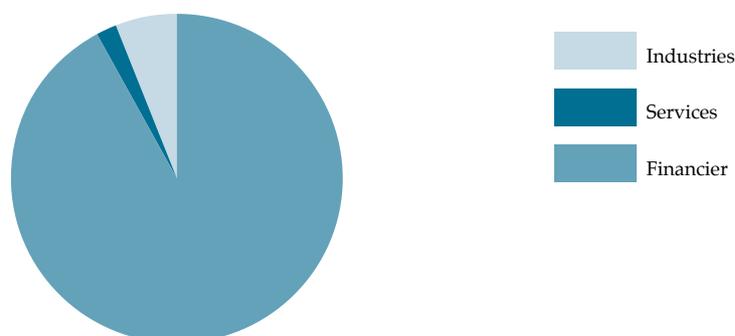
L'année 2004 a été marquée par la prépondérance du secteur financier dans la levée de capitaux pour le renforcement des fonds propres (voir tableau n° 2).

En effet, les sociétés du secteur financier ont réalisé quatre opérations d'augmentation de capital pour un montant de 85,5 millions de dinars, accaparant ainsi la plus grande part des émissions d'actions soit 92% contre 42% en 2003. Trois opérations ont été initiées par des banques, pour un montant total de 83 millions de dinars et une opération a été effectuée par une société de leasing pour un montant de 2,5 millions de dinars.

La part des sociétés industrielles dans le montant total des émissions d'actions a accusé une baisse importante en 2004, ramenée à 6% pour un montant de 5,6 millions de dinars, contre 26% en 2003 tout en signalant que seuls 2,037 MD ont représenté des émissions en numéraires.

La part du secteur des services a enregistré une régression encore plus importante passant de 32% en 2003 à 2% en 2004. Il s'agit d'une seule augmentation matérialisée par une attribution d'actions gratuites.

Répartition sectorielle des émetteurs en 2004



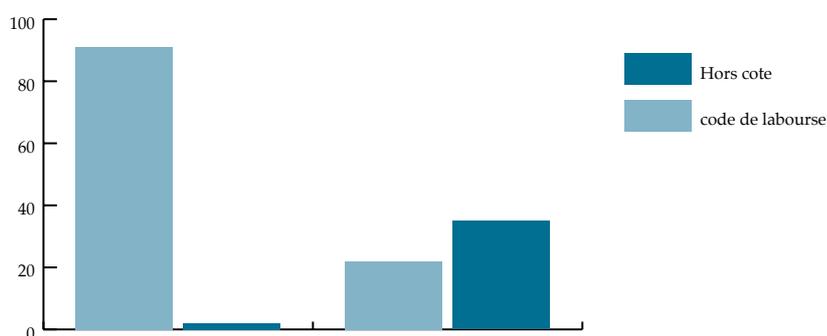
## 2.1.2 - La ventilation entre cote et hors cote :

Contrairement à l'année précédente, les sociétés de la cote ont accaparé 98% des émissions, laissant une part marginale de 2% à celles du hors cote. Ainsi, les sociétés de la cote ont augmenté leur capital, en 2004, pour un montant de 91 millions de dinars à l'occasion de 8 opérations, contre 22 millions de dinars en 2003 au moyen de 9 opérations (voir tableau n° 3). Les sociétés du hors cote, quant à elles, ont émis, par appel public à l'épargne, pour 2 millions de dinars lors de trois opérations, contre 35 millions de dinars en 2003 au moyen de sept opérations (voir tableau n° 4).

Répartition des émissions de titres de capital entre cote et hors cote

	2004		2003	
	Montant en MD	Nombre d'Opérations	Montant en MD	Nombre d'Opérations
Cote de la Bourse	91	8	22	9
Hors Cote	2	3	35	7
<b>TOTAL</b>	<b>93</b>	<b>11</b>	<b>57</b>	<b>16</b>

Répartition des émissions de titres de capital par compartiment

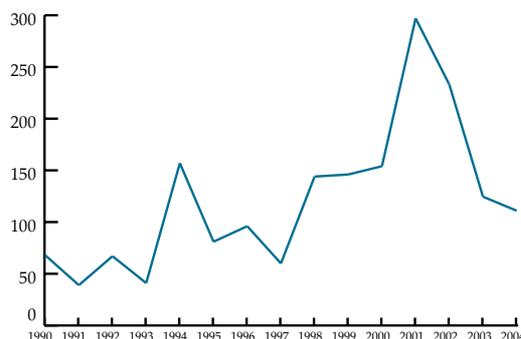


### 2.2 Les émissions de titres de créance privés :

Les émissions d'obligations privées faites par appel public à l'épargne ont atteint en 2004 le niveau le plus bas de ces dernières années, soit 111 millions de dinars.

Le rythme sans cesse décroissant des émissions des obligations privées montre le caractère marginal du mode de financement des entreprises tunisiennes par le marché. En effet, et hormis les sociétés de leasing, qui sont presque les seules émettrices sur le marché obligataire, les entreprises tunisiennes recourent de manière très accessoire au marché financier pour lever les fonds nécessaires à leurs investissements. Ceci semble être dû aux règles de transparence financière imposées pour le recours au marché financier et qui se justifient par le souci de la protection des épargnants. Lesdites règles sont considérées par les sociétés tunisiennes, habituées par ailleurs à une certaine souplesse de la part des banques lors de l'octroi des crédits, comme un facteur contraignant et ancre davantage l'omniprésence du crédit bancaire comme le moyen de financement privilégié pour ces sociétés. Cette situation présente un handicap au développement du marché financier qui devrait contribuer d'une manière plus importante au financement de l'économie, et ne semble pas dénuée de risque eu égard à l'importance des créances classées des banques tunisiennes.

Evolution des émissions obligataires en MD



Par ailleurs, il y a lieu d'indiquer que sur les 111 millions de dinars visés en 2004, 80 millions de dinars ont été levés en 2004 et le reste en 2005 (voir tableau en annexe des émissions obligataires en 2004).

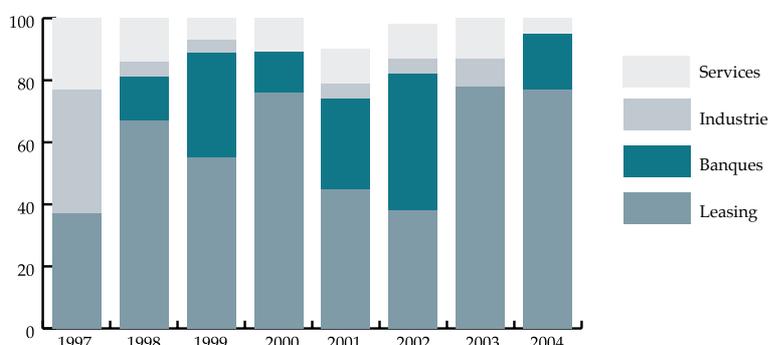
#### 2.2.1 – La répartition sectorielle des émetteurs

L'année 2004 a été marquée par la forte présence des sociétés du leasing dans les émissions obligataires. En effet, sur les huit émissions réalisées au cours de cette année, six ont été effectuées par les sociétés du leasing pour un montant total de 85 millions de dinars contre 97 millions de dinars une année auparavant. Leur part dans le volume total s'est située à 77%, en légère baisse par rapport à 2003 (78%).

Il est à noter que les sociétés industrielles qui ont participé à 9% des émissions en 2003 ont été totalement absentes du marché en 2004.

Au cours de cette année, le secteur bancaire a renoué avec les émissions obligataires avec une part de 18% du volume émis. Enfin, la part des sociétés de services a enregistré en 2004 une régression assez prononcée passant de 13% en 2003 à 5% en 2004.

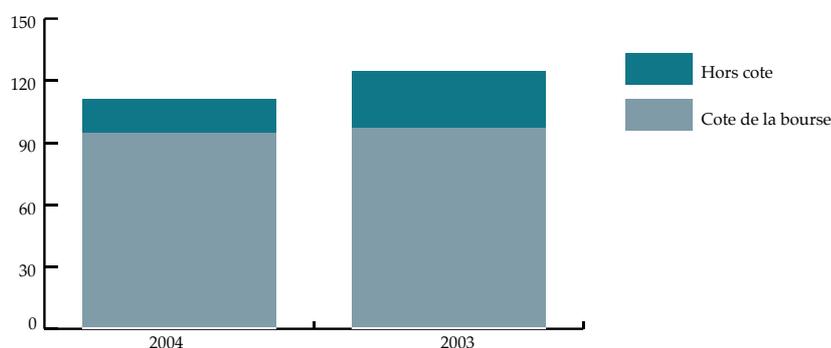
Répartition sectorielle des émetteurs de titres de créances



## 2.2.2 - La ventilation entre cote et hors cote

Les émissions d'obligations des sociétés cotées ont totalisé 95 MD répartis sur 6 opérations en 2004, soit 86% du volume total émis contre 78% en 2003. Les sociétés du hors cote ont réalisé 2 émissions portant sur 16 MD (voir tableau n° 5).

Ventilation des émetteurs par compartiment en MD



## 2.2.3 - La notation financière

Toutes les émissions des sociétés cotées effectuées en 2004 ont été assorties d'une notation financière hormis celle de la BTEI.

Par ailleurs, sur les deux émissions réalisées par les sociétés du hors cote, une a été lancée avec une garantie bancaire et l'autre a été assortie d'une notation.

S'agissant des sociétés du leasing, Fitch North Africa (Ex Maghreb Rating) a confirmé leurs notes abaissées en 2003, tout en modifiant de négative à stable la perspective d'évolution des notes long terme attribuées à Tunisie Leasing et Arab Tunisian Lease.

<u>Notation des emprunts obligataires</u>	
<u>Notes attribuées</u>	<u>Nombre d'emprunts</u>
A	1
BBB	5

#### 2.2.4 - Taux d'intérêts des emprunts obligataires

En 2004, et à l'occasion de 5 opérations d'émissions obligataires, 4 sociétés cotées ont offert aux souscripteurs le choix entre deux taux de rémunération, fixe ou indexé au TMM. En 2003 cette formule avait également concerné 5 émissions. Une émission a été lancée uniquement à taux variable par une banque de la place et deux émissions de sociétés hors cote ont été réalisées entièrement à taux fixe.

Concernant les émissions offrant le choix entre deux taux de rémunération, la part souscrite à taux variables s'est élevée à 8,85 millions de dinars, soit 12% du total, contre 66,15 millions de dinars de souscriptions à taux fixes. Cette préférence pour les taux fixes s'expliquerait par le fait qu'au moment de l'émission, le taux fixe était supérieur au taux indexé. D'autre part, et compte tenu de la politique de relance de l'économie, il est difficile d'anticiper une hausse des taux à un horizon de 5ans.

La partie indexée a été totalement souscrite par les Compagnies d'Assurance pour la branche Vie.

#### 2.2.5 - Les duration<sup>5</sup> et sensibilité

La duration moyenne des emprunts obligataires émis par les sociétés du leasing s'est élevée en 2004 à 3,19 ans, contre 4,32 ans pour l'emprunt émis par une société touristique et 4,40 ans pour l'emprunt émis par une banque. Toutefois, il y a lieu de remarquer que parmi les émissions des sociétés de leasing, l'emprunt « CIL 2004/1 », émis à taux variable, possède la duration la plus longue soit 4,40 ans.

La sensibilité des emprunts émis par les sociétés de leasing est de 2%. Celle des autres emprunts émis s'élève à 4%. (voir tableau n° 6 : les caractéristiques des emprunts privés émis en 2004).

#### 2.2.6 - Structure des souscripteurs aux emprunts obligataires

En 2004, la structure des souscripteurs aux emprunts obligataires visés en 2004 a été marquée, pour la seconde année consécutive par l'absence des caisses de retraite.

La part des souscriptions des sociétés d'investissement et des « OPC », a renoué avec son niveau observé avant l'année 2003. Elle s'est située à 68 % du volume total contre 49% en 2003. Les SICAV, à elles seules ont souscrit pour un montant de 73,4 millions de dinars soit 66% du total contre 59,7 millions de dinars et 48% du total en 2003.

Les compagnies d'assurance ont augmenté leur niveau de souscription le portant à 15% contre 12% en 2003 et 6% en 2002.

Quant aux autres personnes morales, leur part a baissé à 13% contre 35% en 2003 à cause particulièrement des Banques. Celles-ci n'ont en effet souscrit que pour 8,8 millions de dinars, soit 8% du total souscrit, contre un montant de 30,7 millions de dinars représentant 25% du total en 2003.

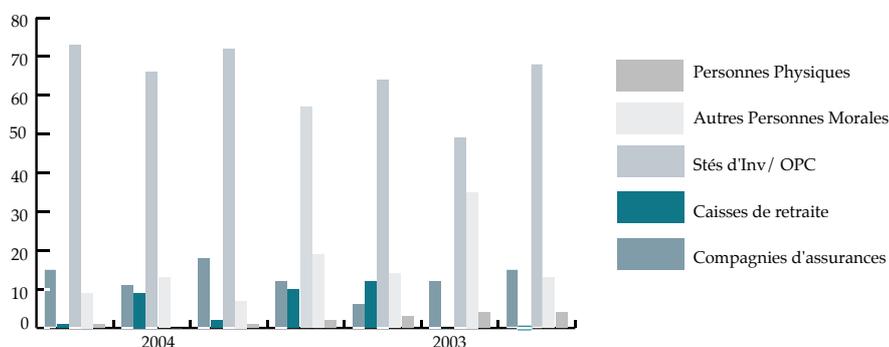
Concernant les personnes physiques, leur part s'est stabilisée à 4% (voir tableau n° 7).

Etat des souscripteurs aux emprunts obligataires privés visés en 2004

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Compagnies d'assurances	15%	11%	18%	12%	6%	12%	15%
Caisses de retraite	1%	9%	2%	10%	12%	0%	0%
Stés d'Inv/ OPC	73%	66%	72%	57%	64%	49%	68%
Autres Personnes Morales	9%	13%	7%	19%	14%	35%	13%
Personnes Physiques	1%	0%	1%	2%	3%	4%	4%

<sup>5)</sup> La durée de vie moyenne de tous les flux actualisés au taux de marché. Le calcul des durations et des sensibilités ont été faits selon les conditions à l'émission.

## Répartition des souscripteurs aux emprunts obligataires privés



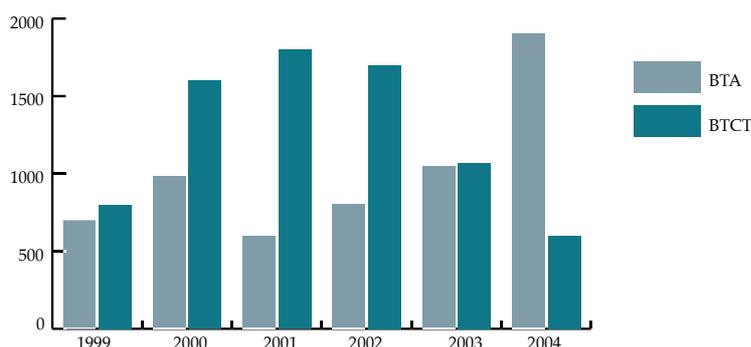
## 2-3 Les émissions des titres de créance publics : Financement de l'Etat

En 2004, le volume des émissions publiques de différentes maturités a atteint 2 596,8 MD contre 2 122,6 MD en 2003, enregistrant un accroissement de 22,3%.

Contrairement aux années précédentes, les Bons du Trésor à court terme -BTCT- n'ont représenté que 26,2% de ces émissions, dénotant ainsi la volonté du Trésor d'augmenter la durée de vie moyenne de la dette publique intérieure à travers la concentration sur les émissions des Bons du Trésor Assimilables -BTA-.

A la fin de l'année 2004, la durée de vie moyenne de la dette publique intérieure a atteint quatre ans et 11 mois contre trois ans et cinq mois au 31 décembre 2003 et deux ans et neuf mois au 31 décembre 2002, dépassant ainsi l'objectif de quatre ans visé par l'Etat en 2004.

### Répartition des émissions des bons du trésor entre BTA et BTCT depuis 1999



### 2-3-1 Les Bons du Trésor Assimilables

#### 2-3-1-1 Le montant des émissions

En 2004, les émissions des BTA ont atteint 1 916,4 MD contre 1 038,4 MD en 2003, enregistrant une progression de 84,6 % (voir tableau n° 8). Cette hausse, prévue par le programme indicatif de financement de l'Etat pour 2004, a été accentuée par un niveau exceptionnel de la demande exprimée par les adjudicataires qui a dépassé les 4 900 MD, soit plus que deux fois et demi le montant émis.

## LE MARCHÉ FINANCIER TUNISIEN

Cet engouement pour les BTA a engendré une importante évolution de leur encours qui est passé de 3 378,9 MD au 31 décembre 2003 à 4 448,3 MD au 31 décembre 2004 , soit une progression de 31,6% en une année.

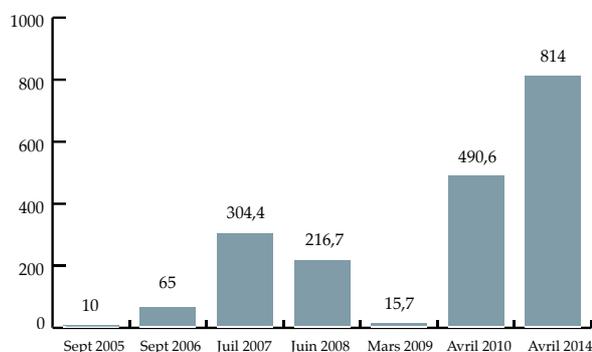
### Evolution des émissions et de l'encours des BTA depuis 2000

Année	2000		2001		2002		2003		2004	
	Montant en MD	variation annuelle en %	Montant en MD	variation annuelle en %	Montant en MD	variation annuelle en %	Montant en MD	variation annuelle en %	Montant en MD	variation annuelle en %
<b>Emissions</b>	922,6	32,6%	629,8	-31,7%	754,2	19,8%	1038,4	37,7%	1916,4	84,6%
<b>Encours au 31/12</b>	1618,3	132,6%	2248,1	38,9%	2554,9	13,6%	3378,9	32,3%	4448,3	31,6%

Ces émissions ont été réalisées sur douze adjudications et ont concerné sept lignes différentes dont trois créées en 2004 avec des maturités de 10 ans (BTA 7,5% avril 2014), 3 ans (BTA 5,625% juillet 2007) et 2 ans (BTA 5,3% septembre 2006).

Concernant la répartition de ces émissions par maturité, il y a lieu de constater la part prépondérante des titres à plus longue échéance. En effet, les BTA dont la maturité restante varie entre 5 et 10 ans ont représenté plus que 68% du total des émissions, le reste étant réparti entre les titres d'une maturité restante qui varie d'une année à 4 ans. Cette concentration sur les longues maturités, plus prisées par les souscripteurs, a favorisé l'augmentation de la durée de vie moyenne de la dette publique intérieure au dessus du niveau visé par l'Etat.

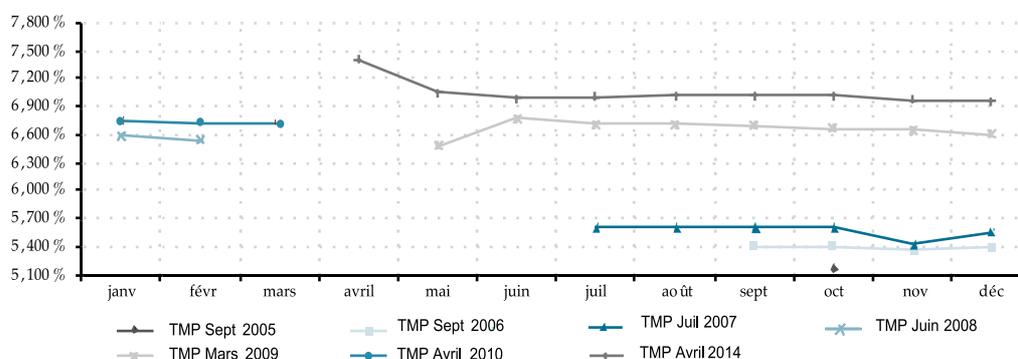
Répartition par ligne des émissions des BTA en 2004



### 2-3-1-2 L'évolution des taux moyens pondérés -TMP- des émissions :

En 2004, les TMP des émissions des BTA ont enregistré une tendance baissière notamment pour les lignes à plus longue maturité. Cette baisse s'explique par la correction à la baisse des taux des BTA émis sur 12 ans à un taux facial relativement élevé, très prisés par les souscripteurs et dont le taux actuariel s'est rapproché du taux du marché au fur et à mesure que leur durée de vie diminuait. Elle s'explique aussi par la forte demande de titres exprimée par les soumissionnaires, Le TMP de la ligne 10 ans 7% avril 2014 est passé de 7,401% en avril à 6,963% en fin d'année et ce, sous l'impulsion d'une demande qui a atteint un volume total de 2 448,3 MD.

TMP par ligne des émissions des BTA en 2004



## 2-3-2 Les Bons du Trésor à Court Terme – BTCT- :

### 2-3-2-1 Le montant des émissions :

Contrairement aux BTA, les émissions des BTCT en 2004 ont enregistré une forte baisse par rapport à l'année 2003. Le montant retenu par l'Etat n'a pas dépassé 680,4 MD contre 1 084,2 MD en 2003, en recul de 37,2% (voir tableau n° 9). L'encours des BTCT n'était plus que de 660,4MD au 31 décembre 2004 contre 1 232,2 MD à la fin de l'année 2003, soit une régression de 46,4%.

Ces émissions, qui ont été réparties entre dix lignes différentes dont une ligne ouverte en 2003, ont concerné exclusivement les BTCT 52 semaines comme l'a prévu le programme indicatif de financement de l'Etat en 2004.

### Evolution des émissions et de l'encours des BTCT depuis 2000

Année	2000		2001		2002		2003		2004	
	Montant en MD	variation annuelle en %	Montant en MD	variation annuelle en %	Montant en MD	variation annuelle en %	Montant en MD	variation annuelle en %	Montant en MD	variation annuelle en %
<b>Emissions</b>	1599,7	110,6%	1879,5	17,5%	1718,7	-8,6%	1084,2	-36,9%	680,4	-37,2%
<b>Encours au 31/12</b>	1131,2	48,9%	1779,3	57,3%	1581,8	-11,1%	1232,2	-22,1%	660,4	-46,4%

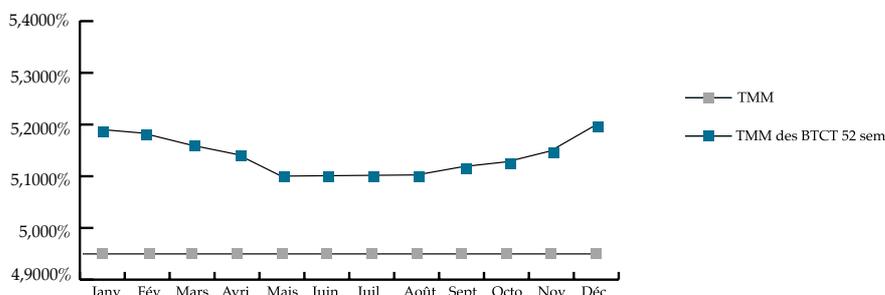
### 2-3-2-2 L'évolution du TMP :

Les TMP des émissions des BTCT durant l'année 2004 ont été relativement stables. Le TMP des BTCT 52 semaines était de 5,220% en janvier et de 5,246% en fin d'année. Cela s'explique essentiellement par la stabilité parfaite du taux directeur de la Banque Centrale de Tunisie qui s'est maintenu durant toute l'année à 5%.



## LE MARCHE FINANCIER TUNISIEN

Evolution du TMM et du TMP des BTCT 52 semaines en 2004



### 3- L'EVOLUTION DE LA COTE DE LA BOURSE

L'année 2004 a enregistré le retrait d'une société de la cote de la bourse ramenant ainsi le nombre total des sociétés cotées à 44, contre 45 en 2003.

Il s'agit de la société « Ateliers Mécaniques du Sahel » - AMS - qui a été retirée à l'issue d'une Offre Publique de Retrait -OPR- initiée fin 2003 par la Société Tunisienne de Banques agissant de concert avec ses filiales.

#### Evolution du nombre des sociétés de la cote

31 décembre 2003	31 décembre 2004	Variation
45	44	-1

Par contre, au cours de l'année 2004, huit emprunts obligataires ont été introduits au compartiment obligataire de la cote de la bourse contre onze en 2003. Deux des emprunts introduits ont été émis en 2003, et les autres ont été émis en 2004. Ces opérations ont été réalisées par quatre sociétés de leasing (six emprunts obligataires), une banque et une société hôtelière (voir tableau n° 10).

## II – LE MARCHE SECONDAIRE

Après 3 années consécutives de baisse, l'activité boursière, au niveau des marchés de la cote, a enregistré en 2004 une reprise tant au niveau des capitaux échangés que du volume traité qui se sont respectivement appréciés de 33,1% et de 63,5% par rapport aux réalisations de 2003.

Cependant, cette reprise n'a pas permis d'atteindre les réalisations de 2001 ni même celles de 2002.

L'écart entre les réalisations de 2001, année qui a enregistré un niveau de capitaux échangés de 496 MD sur le premier marché et le second marché de la Cote, et celles de 2004 au cours de laquelle 283 MD ont été échangés, est loin d'être comblé.

La cotation sur panneaux a régressé de 70,4% passant de 70,135 MD en 2003 à 20,768 MD en 2004 ; baisse essentiellement due à la régression des transactions sur les actions traitées sur le marché Hors Cote.

Le compartiment qui a subi la plus forte baisse est celui de l'enregistrement où les capitaux échangés sont passés de 638 MD à 348 MD.

Les capitaux échangés, tous compartiments confondus, se chiffrent à 690 MD contre 948 MD en 2003 et 1 203 MD en 2001 (voir tableau n° 11 ).

La capitalisation boursière, bien qu'en légère progression par rapport à 2003 (+3,66%), n'a pas retrouvé son niveau de 2001 de 3 276 MD. Evaluée à 3 085 MD, elle représente 8,82% du PIB contre 9,22% en 2003.

L'indice de référence (TUNINDEX) a clôturé l'année en hausse de 6,5% par rapport au 31 Décembre 2003 contre une performance de 11,7%, pour l'année 2003, non sans avoir atteint un pic de performance annuelle de 8,5% le 12 Novembre 2004.

Après avoir démarré sur un trend résolument positif, passant de 1 250,18 points début Janvier 2004, à 1 340 points le 10 Mai 2004, il a oscillé entre quelques extrêmes, 1 305 points-1 343 points, pendant la période de Mai à fin Octobre.

Il a enregistré ensuite une très forte reprise pour culminer à 1 356 points le 12 Novembre 2004.

Une nouvelle phase de baisse a suivi pour le ramener après quelques hésitations au niveau de 1 334 points le 30 Décembre 2004.

Les bonnes performances de l'économie, annoncées dès le second semestre 2003, ont conforté la confiance des investisseurs tant nationaux qu'étrangers ce qui a permis une relance de la demande et l'amélioration des cours de valeurs considérées comme sous évaluées.

D'autres valeurs, bien que très performantes, ont vu leur cours régresser du fait qu'elles n'étaient plus accessibles aux étrangers.

La survenance d'évènements exceptionnels, ayant l'effet d'annonce, ont provoqué des renversements de tendance à la baisse et à la hausse.

Il en est résulté une évolution erratique du Marché basée sur des anticipations qui ne se sont pas toujours confirmées (voir tableau n°12).

Ainsi, 10 valeurs ont réalisé des performances exceptionnelles affichant un rendement global variant entre 180% pour Magasin Général et 46% pour la CIL.

Magasin Général a profité de l'annonce de l'imminence de la cession du bloc de contrôle à des privés.

SOTUVER, bien qu'annonçant des performances inférieures aux prévisions, a profité de l'annonce d'un rapprochement avec des groupes étrangers spécialisés dans le verre, pour afficher un rendement de 70% de son titre.

La STIP a également vu son titre grimper en raison de l'annonce de sa privatisation et ce malgré l'importance des déficits affichés.

Le secteur du Leasing a affiché de bonnes performances en raison de la reprise économique et de sa sous évaluation durant les années précédentes.

D'autres valeurs comme ELECTROSTAR, SIPHAT, EL MAZRAA ont affiché des rendements d'environ 80% en raison de leurs bonnes performances.

La demande exprimée par les étrangers sur certaines Valeurs a provoqué la hausse de leurs cours.

Il s'agit de SOMOCER, la BIAT, la BH et la SIAME.

Le titre TUNISAIR est revenu en force, les investisseurs étant rassurés par la baisse du déficit de la société et l'amélioration de la qualité de l'information.

D'autres Valeurs ont affiché des rendements négatifs justifiés pour certaines par l'apparition d'évènements exceptionnels (TUNISIE LAIT, BANQUE DU SUD).

Pour d'autres Valeurs, comme AMEN LEASE, la baisse est due à la confusion qui a fait suite au franchissement du seuil de 50% au capital de Tunisie Leasing par le groupe Amen.

Certaines autres Valeurs ont été jugées surévaluées, d'autres ont affiché des résultats déficitaires ou inférieurs aux prévisions (EL KIMIA et SOTETEL).

D'autres enfin comme la SFBT ont été délaissées suite à la décision de ramener la participation étrangère au niveau de 50% alors qu'elle avait atteint, par effet mécanique, 52% suite à la réduction de son capital.

### 1- CAPITAUX ECHANGES, VOLUME TRAITE ET NOMBRE DE CONTRATS

Evolution des capitaux échangés, du volume traité et du nombre de contrats sur la cote de la bourse ( actions et droits)

	2002	2003	2004	Variation 2003/2004
Capitaux échangés (en MD)	334	213	283	+32,86%
Volume traité (en milliers de titres)	16 948	12 666	20 949	+65,40%
Nombre de contrats(en milliers)	97	77	98	+27,27%

Source : BVMT

Après trois années consécutives de baisse, les capitaux échangés, le volume traité et le nombre de contrats se sont appréciés respectivement de 32,86%, 65,40% et 27,27%.

### 2- LES VALEURS LES PLUS ACTIVES

Les opérations d'augmentations de capital et les mouvements initiés par des étrangers ont contribué cette année à la dynamique du marché.

#### 2-1 - En terme de capitaux échangés

Valeur	Capitaux échangés	Capitalisation boursière au 31 décembre 2004
TUNISAIR	28 563	165 282
SOTETEL	24 182	59 875
BIAT	22 854	193 000
SOMOCER	22 636	70 656
BT	21 700	326 100
Total	119 935	814 913
Part du marché	42,24%	26,42%

Source : BVMT

Seule la SFBT, en l'absence d'interventions d'investisseurs étrangers, a quitté le classement de l'année écoulée et y a été remplacée par la TUNISAIR qui a suscité l'engouement des petits porteurs, suite notamment à la réduction de son déficit de -37MD en 2002 à -8MD en 2003. Le maintien de la BIAT, la SOMOCER et la BT dans les cinq valeurs les plus actives en termes de capitaux échangés s'explique par l'engouement des investisseurs étrangers à l'origine d'acquisitions nettes de +18,7 MD sur ces valeurs.

### 2-2 - En termes de volumes traités

Valeurs les plus actives en termes de volumes de titres traités En MD

Valeur	Volume traité en milliers	Capitalisation boursière au 31 décembre 2004
TUNIS AIR	2 773	165 282
BIAT	1 208	193 000
SOMOCER	1 373	70 656
BH	1 185	138 300
STEQ	798	11 900
Total	7 337	579 138
Part du marché	35,02%	18,77%

Source : BVMT

L'investissement et le désinvestissement des étrangers ont influencé de manière significative le classement des valeurs les plus actives en termes de volume traité et expliquent dans une large mesure la présence de la SOMOCER et la BH. Les flux nets en nombre de titres pour le compte d'étrangers sur la SOMOCER et la BH ont représenté respectivement près de 50% du volume global traité pour la SOMOCER et près de 43% du volume global traité pour la BH.

Un plan de restructuration réussi et un déficit qui revient à -8MD en 2003 après les pertes estimées à -37MD en 2002, ont permis à la TUNISAIR d'intéresser les investisseurs locaux et d'occuper la première place du classement des valeurs les plus actives en terme de volume traité.

En ce qui concerne la BIAT, l'engouement des étrangers conjugué avec l'augmentation de son capital cette année lui ont valu la deuxième place de ce palmarès.

Quant à la STEQ, la progression de 50% de son résultat semestriel lui a permis de se positionner dans ce groupe de valeurs.

### 2-3 - En termes de contrats conclus

Valeurs les plus actives en termes de nombre de contrats conclu En MD

Valeur	Nombre de contrats	Capitalisation boursière au 31 décembre 2004
TAIR	15 520	165 282
SIPHAT	7 917	25 200
SOTETEL	7 350	59 875
STEQ	5 906	11 900
SFBT	4 663	388 800
Total	41 356	651 057
Part du marché	46,10%	21,10%

Source : BVMT

### 3- CAPITALISATION BOURSIERE ET PER

Répartition de la capitalisation boursière par secteur En MD

Secteur	Capitalisation boursière					
	Au 31/12/02	%	Au 31/12/03	%	Au 31/12/04	%
Bancaire et financier	1 723	60	1 714	57	1 804	58
Banque	1 543	54	1 545	52	1 606	52
Leasing	89	3	74	2	92	3
Sociétés d'investissement	91	3	95	3	106	3
Assurances	57	2	55	2	60	2
Services	358	13	323	11	404	13
Secteur industriel	704	25	884	30	817	27
Chimie	190	7	194	7	176	6
Agro-Alimentaire	446	16	539	18	436	14
Autres sociétés industrielles	68	2	151	5	205	7
Total marché	2 842	100	2 976	100	3 085	100

Le niveau de la capitalisation boursière est passé de 2 976 MD à fin 2003 à 3 085 MD à fin 2004, soit une hausse de 3,7% en raison principalement de la hausse des cours de TUNISAIR, de la BT et de l'UBCI respectivement de 59,4%, 28,8% et 20,7% (ces valeurs représentent 22,4% de la capitalisation boursière). Néanmoins, cette hausse est moins rapide que celle de l'année écoulée qui était de 4,71%, sans doute freinée par la contre performance de la SFBT et de la BS dont les cours ont chuté respectivement de 10,7% et 18% contre des progressions pour 2003 respectivement de 23,9% et 20,1%.

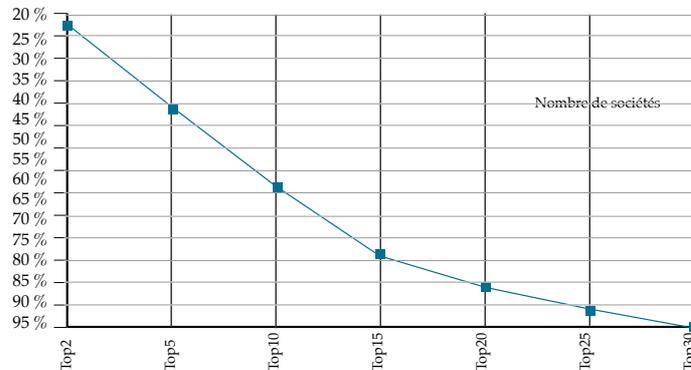
La hausse de la capitalisation boursière combinée avec la baisse des résultats relatifs à l'exercice 2003 de vingt six sociétés cotées a engendré une détérioration du niveau du PER, pour la deuxième année consécutive, qui est passé de 9,41 fois le 31 décembre 2002 à 12,60 fois le 31 décembre 2003 puis à 14,83 fois le 31 décembre 2004 (voir tableau n° 13).

La répartition sectorielle de la capitalisation boursière au 31 décembre 2004 fait ressortir :

- la prédominance du secteur bancaire avec une proportion de 52% (même niveau qu'en 2003) ;
- l'accroissement de la part du secteur des services, qui est passée de 11% de la capitalisation en 2003 à 13% cette année, grâce notamment à l'appréciation de la capitalisation de TUNISAIR ; et
- la régression de la part du secteur industriel qui est passée de 30% de la capitalisation du marché en 2003 à 27% cette année, tirée vers le bas par la dépréciation de la capitalisation de la SFBT.

Au niveau de la concentration de la capitalisation boursière, l'année 2004 confirme la même tendance des années antérieures avec dix (10) sociétés cotées, dont huit appartenant au secteur bancaire, qui représentent 64% de cette capitalisation.

Concentration de la capitalisation boursière à fin 2004



#### 4- LES INDICES

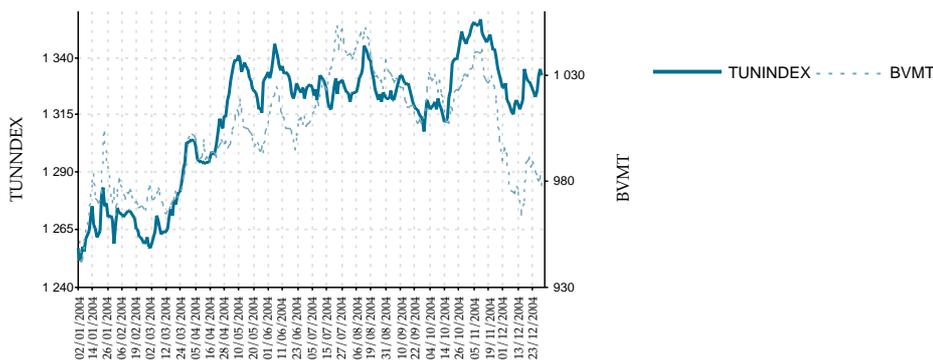
Evolution des indices TUNINDEX et BVMT

	Au 31/12/02	Au 31/12/03	Au 31/12/04	Variation 2003/2004
TUNINDEX	1 119,15	1 250,18	1 331,82	+6,53%
BVMT	782,93	939,78	974,82	+3,73%

En l'absence d'évènements majeurs sur les places internationale et nationale comme ceux de 2003 (guerre en IRAK, déboires de TUNISAIR), l'indice de capitalisation TUNINDEX a enregistré une hausse de 6,53%, moins importante que celle de 2003 (+11,71%), passant de 1 250,18 points au 31 décembre 2003 à 1 331,82 points au 31 décembre 2004.

L'indice BVMT s'est aussi apprécié de 3,73% en passant de 939,78 points au 31 décembre 2003 à 974,78 points au 31 décembre 2004 (voir tableau n° 14).

Evolution des indices durant 2004



#### 5- LES TRANSACTIONS SUR LES TITRES DE CREANCES

Dans le prolongement de 2003, 2004 a enregistré une amélioration du volume des transactions sur ce compartiment puisque le montant des capitaux échangés s'est situé à 36MD contre 27MD l'année écoulée, soit une progression de 28,13%. Ce montant représente 10,53% du montant global des capitaux échangés sur le marché contre 8,82% l'année dernière et 5,06% des encours des emprunts obligataires contre 3,7% une année auparavant.

Si on exclut les 20MD, qui représentent près de 66% des capitaux échangés sur le compartiment obligataire, concernant deux transactions sur la ligne de BTA juillet 2014, nous retrouvons le même niveau de transaction sur les titres de créances enregistré en 2002 ; soit 12MD.

### III- LES ACQUISITIONS ET LES CESSIONS DE VALEURS MOBILIERES PAR LES ETRANGERS

Le montant global des acquisitions d'actions de sociétés effectuées par des étrangers durant l'année 2004 s'est élevé à 168,4 MD contre 298,1 MD en 2003, et se répartit comme suit :

- 62,7 MD sur les marchés de la cote et du hors cote ;
- 105,7 MD suite à des opérations d'enregistrement.

Les cessions d'actions par les étrangers se sont élevées à 117 MD contre 291,2 MD en 2003, et sont ventilées comme suit :

- 32,9 MD sur les marchés de la cote et du hors cote ;
- 84,1 MD suite à des opérations d'enregistrement.

L'ensemble de ces transactions, bien qu'inférieur tant au niveau des achats que des ventes aux réalisations de 2003, dégage un solde net au profit de la Tunisie de 51,4 MD contre 6,9 MD en 2003.

Ce solde se répartit comme suit :

- 29,8 MD au profit du marché cote et hors cote confondus ;
- 21,6 MD de solde net positif sur les opérations d'enregistrement.

En 2003, le solde des opérations de marché était positif de 17,7 MD et celui des enregistrements négatifs de 10,8 MD (voir tableau n° 15).

Ces chiffres préudent du regain d'intérêt des étrangers pour l'investissement en portefeuille en Tunisie.

#### 1- LES TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ :

Avec un montant de 62,7 MD en 2004 contre 36,8 MD en 2003, les achats des étrangers sur le marché ont augmenté par rapport à l'année écoulée. Il en est de même des cessions dont le montant a atteint 32,9 MD contre 19,1 MD en 2003.

La part des étrangers dans la capitalisation boursière a connu une légère hausse en 2004, en évoluant de 25,11% à la fin de l'année 2003 à 25,60% au 31 décembre 2004.

Les principales transactions (environ 92% des achats et 90% des ventes, effectués sur la cote) ont porté sur les valeurs suivantes :

- TUNISAIR : pour un montant de 2,1 MD à l'achat et 2,1 MD à la vente ;
- SOTETEL : pour un montant de 1,6 MD à l'achat et 0,77 MD à la vente ;
- BH : pour un montant de 5,1 MD à l'achat et 0,19 MD à la vente ;
- BIAT : pour un montant de 9,9 MD à l'achat et 4,4 MD à la vente ;
- BT : pour un montant de 10,6 MD à l'achat et 6,4 MD à la vente ;
- GENERAL LEASING : pour un montant de 1,1 MD à la vente ;
- SIAME : pour un montant de 8,2 MD à l'achat et 4,3 MD à la vente ;
- SOMOCER : pour un montant de 20,3 MD à l'achat et 10,12 MD à la vente.

Au terme de l'année 2004 et compte tenu des transactions sus-indiquées, le niveau de la participation étrangère dans le capital des sociétés admises à la cote se présente comme suit :

- supérieure à 50% dans 5 sociétés (UBCI, UIB, SFBT, Air Liquide , ATB)
- entre 30% et 50% dans 4 sociétés (SIAME, ASTREE,STIP,SOMOCER) .
- entre 20% et 30% dans 4 sociétés (BIAT, BT,SOTETEL,ICF)
- entre 5% et 20% dans 8 sociétés
- inférieure à 5% dans 23 sociétés

### 2- LES OPERATIONS D'ENREGISTREMENT EN BOURSE :

#### 2-1 Les transactions effectuées entre tunisiens et étrangers :

Les acquisitions effectuées par les personnes étrangères auprès des tunisiens et enregistrées à la BVMT sont passées de 14,8 MD en 2003 à 31,8 MD en 2004.

Ce montant tient compte des transactions sur la société HENKEL ALKI (6,7 MD), la société Les PLATRES TUNISIENS (20,1 MD), la société SANOFI-SYNTHELABO ADWYA (1,8 MD).

Quant aux cessions par des personnes morales ou physiques étrangères au profit de personnes morales ou physiques tunisiennes, elles ont régressé de 25,6 MD en 2003 à 10,2 MD en 2004. Ces cessions ont porté notamment sur les actions de la société BONNA TUNISIE (1,4 MD), la société FRANCO-TUNISIENNE DE DEVELOPPEMENT TOURISTIQUE (2 MD) et les actions de la société SOTUDEF (3,1 MD).

#### 2-2 Les transactions effectuées entre étrangers :

Les transactions effectuées entre personnes morales ou physiques étrangères et enregistrées à la BVMT se sont élevées à 73,9 MD à fin 2004 contre 246,4 MD en 2003 .

Les principales transactions ont concerné les sociétés suivantes :

- la société des Ciments d'Enfidha entre un acheteur hollandais et un vendeur de nationalité espagnole pour un montant de 39 MD
- la société TUNISACIERS entre un acheteur anglais et un vendeur luxembourgeois pour un montant de 11,5 MD
- la société TUNISIE CATERING entre un acheteur espagnol et un vendeur de nationalité hollandaise pour un montant de 4 MD
- la COMPAGANIE FRANCO-TUNISIENNE DES PETROLES entre un acheteur et un vendeur de nationalité française pour un montant de 3,7 MD

### 3- LES DECLARATIONS EFFECTUEES A LA BVMT EN 2004 :

Durant l'année 2004 , 17 transactions réalisées entres non-résidents sur des titres de sociétés non-résidentes et portant sur un montant global de 4,6 MD ont été déclarées à la BVMT.

6) Il est à noter que SOMOCER et la SIAME ont enregistré les plus fortes progressions du taux de participation étrangère entre 2003 et 2004. Elles ont vu leur taux de participation étrangère passer respectivement de 22,99% à 44,35% et de 26,21% à 38,06%.

7) Ce chiffre tient compte notamment des transactions effectuées sur les actions de la société Les Ciments de Jbel El Oust pour un montant de 181,3 MD et l'UBCI pour un montant de 23,2 MD.

### 4- LA COMMISSION SUPERIEURE D'INVESTISSEMENT –CSI-:

Les acquisitions approuvées par la CSI se sont chiffrées à 45,6 MD à la fin de l'année 2004 contre 26MD au terme de l'année précédente.

Les principales approbations ont concerné essentiellement :

- la société Casino SAMARA, pour un montant de 12,5 MD,
- la société les PLATRES TUNISIENS, pour un montant de 20,1 MD ;
- la société HENKEL ALKI , pour un montant de 6,7 MD.
- Et la société Julien Confection Tunisie, pour un montant de 2,4 MD.

### IV- L'INTERMEDIATION BOURSIERE EN 2004

#### 1 - L'ACTIVITE DES INTERMEDIAIRES EN BOURSE EN 2004 ( NEGOCIATION ET ENREGISTREMENT DES VALEURS MOBILIERES EN BOURSE)

Il est rappelé que la loi 94-117 portant réorganisation du Marché Financier donne le monopole des transactions sur les valeurs mobilières aux Intermédiaires en Bourse.

Bien qu'étant leur objet principal, l'activité de négociation reste marginale du fait de la taille réduite du volume des échanges sur le Marché.

Ainsi et pour la quatrième année consécutive, le volume des capitaux échangés a régressé de 27% par rapport à l'année précédente ramenant leur montant de 1 886 MD à 1 370 MD. Il y a lieu cependant de signaler que la partie concernant le marché (cote et hors cote) a totalisé un montant d'échanges de 674 MD contre 611 MD en 2003. Par contre, le volume des enregistrements a fortement régressé (-51%) en passant de 1 275 MD à 695 MD en 2004.

Evolution du montant des capitaux traités par les intermédiaires en bourse	En MD							
	2001	%	2002	%	2003	%	2004	%
Cote de la Bourse	1015	45%	685	34%	477	25%	634	46%
Hors Cote	119	5%	131	7%	134	7%	40	3%
Enregistrement (hors déclaration)	1136	50%	1191	59%	1275	68%	695	51%
<b>Total</b>	<b>2271</b>	<b>100%</b>	<b>2007</b>	<b>100%</b>	<b>1 886</b>	<b>100%</b>	<b>1 370</b>	<b>100%</b>

Il convient de préciser aussi que, comme les dernières années, la répartition du montant des capitaux traités entre les intermédiaires en bourse demeure déséquilibrée, puisque environ la moitié des capitaux traités a été réalisée par 5 sociétés d'intermédiation boursière seulement.

#### 2- SITUATION FINANCIERE DES INTERMEDIAIRES EN BOURSE

##### 2-1 Evolution des chiffres clés des sociétés d'intermédiation en bourse

L'année 2004 s'est caractérisée par une légère amélioration de l'ordre de 6% des capitaux propres (avant affectation) des sociétés de bourse, qui sont passés de 48 MD à 50,91 MD. Cette amélioration est due aux résultats positifs, réalisés par onze d'entre elles, qui ont totalisé 3,51 MD.

Les passifs de ces sociétés ont diminué de 28% suite notamment à la diminution des concours bancaires. Il convient de préciser, qu'un intermédiaire en bourse, filiale d'une banque, a réussi à la fin de l'année 2004, à apurer un découvert bancaire de l'ordre de 8 MD.

Les résultats déficitaires cumulés ont été réduits à 0,96 MD contre 2,02 MD en 2003. (voir tableau n° 16).

### 2-2 La rentabilité

La rentabilité des fonds propres des Sociétés de bourse s'est améliorée en 2004 en passant de -0,4% en 2003 à 5% en 2004. Cette amélioration est due à l'assainissement du résultat d'exploitation et du résultat financier.

En ce qui concerne le résultat d'exploitation (hors revenus du portefeuille), ce dernier, tout en demeurant déficitaire, est passé de - 4,03 MD à -2,3 MD. Ceci a été rendu possible grâce à l'accroissement des courtages et des commissions de gestion d'une part, et à la baisse des provisions en raison de la réévaluation des portefeuilles propres d'autre part.

Il convient de préciser que les courtages et les commissions de gestion constituent l'essentiel des revenus générés par l'intermédiation boursière puisqu'ils représentent environ 68% des produits d'exploitation.

Evolution des composantes de base du compte de résultats du secteur  
des sociétés d'intermédiation en bourse

	En MD				
	2003	%	2004	%	Variation 2004-2003
Produits d'exploitation	11,16	100,0%	12,53	100,0%	12,4%
Courtages	4,12	36,9%	4,15	33,1%	0,8%
Commissions de gestion	3,70	33,1%	4,42	35,2%	19,4%
Autres produits d'exploitation hors revenus du portefeuille	3,34	29,9%	3,97	31,6%	18,8%
Charges d'exploitation	15,18	100,0%	14,83	100,0%	-2,3%
Charges de personnel	7,82	51,5%	7,70	51,9%	-1,5%
Dotations aux amortissements et aux provisions	2,62	17,2%	1,97	13,3%	-24,5%
Autres charges d'exploitation	4,75	31,3%	5,16	34,8%	8,6%
Résultat d'exploitation	-4,03		-2,30		-43,0%
Résultat financier	3,09		4,16		34,9%
Résultat des autres activités ordinaires	0,45		0,59		31,8%
Impôts	0,20		0,10		-49,0%
Eléments extraordinaires et effets de modifications comptables	0,51		0,19		-62,4%
Résultat après modifications comptables	-0,18		2,55		1419,4%

### 2-3 la solvabilité

En se basant sur les états mensuels des risques relatifs au mois de décembre 2004, il se dégage que trois intermédiaires en bourse ont enregistré, par rapport aux niveaux exigés pour la couverture des risques, une insuffisance de fonds propres nets d'un montant global de 2 MD. Il convient de rappeler dans ce sens que l'insuffisance enregistrée à la fin de 2003, s'élevait à 14,3 MD.

## V - L'ACTIVITE DES INTERVENANTS SUR LES VALEURS DU TRESOR

Bien qu'au niveau du Marché Primaire le Trésor ne semble pas rencontrer de difficultés particulières à lever des capitaux pour le financement du Budget, le Marché Secondaire demeure inexistant, le rôle des SVT, au nombre de 15 dont 12 banques, se limitant à soumissionner aux adjudications du Trésor (voir tableau n° 17).

L'absence d'un marché secondaire dynamique et transparent est préjudiciable au sens qu'il est impossible de construire une courbe de taux pouvant servir de référence aux émissions privées.

De même que la valorisation actuelle des portefeuilles des OPCVM au coût historique constitue un danger latent en cas de retournement de tendance et de remontée du loyer de l'argent.

Le troisième inconvénient concerne les banques qui, le plus souvent, se servent des Bons du Trésor pour adosser des produits destinés à la clientèle en dernier ressort, portant elles mêmes le risque final de taux, ce qui peut s'avérer très dangereux en cas de remontée des taux à moyen et long terme.

Des tentatives ont été faites, la première par le CMF, la seconde par les gestionnaires de SICAV en collaboration avec l'Agence de Notation en vue de concevoir une courbe de taux à partir des émissions primaires, faute de marché secondaire, et qui servirait de référence pour définir les taux de sortie des émissions privées, d'une part, et pour valoriser le portefeuille des OPCVM d'autre part.

Les travaux des deux commissions devront être rapprochés et ce projet entrera en vigueur après l'accord de la place.

Au plan des réalisations, l'objectif du Trésor de rallonger la maturité de la dette de l'Etat a été atteint, cette maturité étant passée de trois ans cinq mois à quatre ans et onze mois dépassant ainsi les quatre ans prévus.

Sur le plan réglementaire, l'année 2004 a été marquée par l'achèvement du cadre juridique relatif :

- à l'ouverture du marché des BTA aux non-résidents annoncée déjà par le décret n° 2003-2391 du 17 novembre 2003 portant modification du décret n° 77-608 du 27 juillet 1977 et ce, à travers l'adoption de la circulaire de la Banque Centrale de Tunisie n° 03-2004 qui a fixé le taux de détention des BTA par les non-résidents à 5% de l'encours de chaque ligne ;
- et aux opérations d'achat avec l'engagement de revente des valeurs mobilières et des effets de commerce appelées aussi « pensions livrées » telles que régies par la loi n° 2003-49 du 25 juin 2003 avec la parution de la circulaire de la Banque Centrale de Tunisie n° 04-2004 relative à l'adoption de l'accord cadre-type relatif aux pensions livrées prévu par l'article 2 de ladite loi.

Il y a lieu cependant, de signaler que la première décision n'a été suivie d'aucun effet, 5% de chaque ligne, représentant un montant dérisoire aux yeux des étrangers (environ 5 MD sur une émission de 100 MD). Il serait opportun de suggérer de réserver aux étrangers une enveloppe globale de 5 ou 10% sur le total des émissions de l'année ce qui rendrait le montant plus consistant (autour de 50 ou 60 MD) et donc digne d'intérêt.

En effet, l'ouverture du marché des bons du Trésor aux non-résidents contribuerait à l'élargissement de la base des investisseurs dans les émissions domestiques du Trésor et à l'impulsion de la demande des titres publics, ce qui est de nature à stimuler la liquidité du marché secondaire et à développer une expérience des investisseurs institutionnels étrangers.

De son côté, la mise en place de la pension livrée ne manquera pas de favoriser les transactions sur les valeurs du trésor dans la mesure où le détenteur de ces titres pourrait se procurer de la liquidité, en cas de besoin, sans avoir à liquider sa position.



**TITRE II**  
**L'ACTIVITE DU CMF**



En vertu de la loi 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du Marché Financier, le CMF est chargé de la protection de l'épargne publique, en valeurs mobilières, produits financiers négociables en Bourse, et tout placement donnant lieu à Appel Public à l'Épargne.

A ce titre, il assure la tutelle des OPCVM et contrôle la BVMT, les Intermédiaires en Bourse et la STICODEVAM.

L'article 32, l'investit d'un pouvoir de contrôle des informations fournies ou publiées par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne, le but étant de pousser les émetteurs à un maximum de transparence. Cette transparence de l'information est contrôlée par le CMF à l'occasion :

1. de la diffusion de l'information ;
2. de la délivrance de visas ;
3. du suivi des opérations de rachat des sociétés de leurs propres actions ;
4. du suivi des franchissements de seuils de participations.

Le CMF veille également à l'amélioration de la qualité de l'information chaque fois qu'elle doit être communiquée ou diffusée.

Dans ce domaine des défaillances continuent à être relevées mais globalement des progrès notoire ont été réalisés.

Le CMF encadre les opérateurs afin d'assurer la protection des épargnants contre les agissements des émetteurs et des Intermédiaires.

En veillant à l'application des bonnes règles de gestion des OPCVM, il est le protecteur de l'Épargne Collective.

## CHAPITRE I : LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE

### I - LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DU CONTROLE DE L'INFORMATION PERMANENTE

Vu l'importance de la communication permanente d'informations concernant la vie des sociétés faisant appel public à l'épargne, le CMF s'est attelé à développer chez l'entreprise le réflexe de cette communication. Par ailleurs, les services ont été très attentifs à la qualité de cette information en procédant à sa collecte exhaustive auprès de toutes les sources de communication, qu'elles émanent directement des Responsables à l'occasion des communications financières à l'intention des Intermédiaires en Bourse, ou qu'elles soient publiées sur les différents supports de Presse.

Dans ce cadre, l'année 2004 a connu un accroissement du degré d'initiative de la part des sociétés faisant appel public à l'épargne, surtout de celles admises à la cote de la bourse.

Ainsi, sur un ensemble de 60 communiqués de presse publiés (contre 57 en 2003), 56 ont été diffusés spontanément par les sociétés (contre 52 en 2003) et 4 seulement (contre 5 en 2003), suite à une demande du CMF.

Les communiqués de presse publiés à l'initiative des sociétés ont porté sur les points suivants :

- La clôture des souscriptions à des emprunts obligataires ou à des augmentations de capital ;
- La levée de la mise sous surveillance par l'agence de notation.

## LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE

La publication de ce genre d'informations dénote une avancée au niveau de la maturité des responsables des sociétés quant à leur obligation d'informer ;

- La signature d'un contrat de partenariat avec une société étrangère ;
- Les questions à soumettre à de prochaines assemblées générales dont, en particulier, la distribution des dividendes et les opérations d'augmentation ou de réduction de capital ;
- La désignation d'un centralisateur pour des emprunts obligataires ;
- L'annonce de résultat infructueux d'un appel d'offres international pour la cession d'un bloc de contrôle ;
- L'obtention de l'agrément des autorités monétaires pour l'exercice des activités d'un établissement de crédit ayant la qualité de banque universelle au lieu et place d'une banque d'investissement ;
- La présentation d'informations comptables et financières relatives aux trois et aux neuf premiers mois de l'année ;
- Le remboursement anticipé d'un emprunt obligataire ;
- L'annonce et l'analyse de résultats intermédiaires et définitifs ;
- La suspension des opérations de souscription et de rachat au capital d'une SICAV et la désignation d'un liquidateur suite au retrait de l'agrément par le CMF ;
- La présentation de prévisions d'exploitation au titre de l'année en cours et de leur révision s'il y a lieu ;
- Les motifs, objectifs et modalités d'une opération de fusion fixés par les conseils d'administration de deux sociétés admises à la cote ;
- La signature d'un nouveau contrat de vente à l'exportation.

Quant aux communiqués publiés par les sociétés suite à la demande du CMF, ils concernent les questions suivantes :

- L'achèvement par une société d'une opération de rachat de ses propres actions rentrant dans le cadre du programme de restructuration de son groupe, suivi de l'annulation des dites actions et de la réduction de son capital ;  
La réduction du capital non justifiée par des pertes constitue une première dans le domaine de la bonne gestion des ressources de l'entreprise et à ce titre rassure l'actionnariat quant au professionnalisme des responsables de la société ;
- La décision du conseil d'administration se rapportant à une réduction du capital ;
- L'acquisition du contrôle majoritaire dans le capital d'une société admise à la cote de la bourse ;
- Le dépassement par les pertes du seuil de la moitié des fonds propres et la décision de convoquer une assemblée générale extraordinaire en vue de statuer sur une réduction du capital.

Le CMF a poursuivi au cours de l'année 2004, son initiative entreprise au cours de l'année 2003, de publication de communiqués sur son bulletin officiel en vue d'informer le public de certaines affaires portées devant la justice et d'autres se rapportant à des décisions prises, soit dans le cadre de l'exercice de ses fonctions, soit par son Collège.

Les avis du CMF ont concerné, essentiellement, les points suivants :

- Report d'échéances d'emprunts obligataires ;
- Soumission de l'acquéreur du contrôle majoritaire dans le capital d'une société admise à la cote, à une offre publique d'achat visant le reste du capital de la société ;
- Evolution du dossier relatif au sort de la décision du CMF imposant le dépôt d'une offre publique d'achat obligatoire à un actionnaire ayant acquis le contrôle majoritaire en droits de vote dans le capital d'une société faisant appel public à l'épargne ;

- Suspension de la procédure d'offre publique d'achat dans l'attente de la réponse des autorités monétaires à la demande d'agrément déposée par l'acquéreur du contrôle majoritaire dans le capital d'un établissement financier admis à la cote ;
- Annulation de la procédure de lancement d'une OPA suite au refus des autorités monétaires d'accorder à l'acquéreur du contrôle majoritaire dans le capital d'un établissement financier admis à la cote, l'agrément demandé ;
- Octroi d'une dérogation à l'obligation de dépôt d'une offre publique d'achat ou de soumission à une procédure de maintien de cours, à l'adjudicataire d'un bloc de contrôle dans le capital d'une société admise à la cote de la bourse ;
- Décision du collège du CMF de retirer l'agrément à une SICAV ;
- Décision du collège du CMF de transmettre au procureur de la république un dossier relatif à une présomption de manipulation de cours sur les titres d'une société admise à la cote ;
- Décisions du collège du CMF d'octroyer son accord à des opérations de fusion- absorption entre sociétés faisant appel public à l'épargne ;
- Sanctions prononcées par le Collège du CMF à l'encontre d'une société d'intermédiation en bourse et de ses dirigeants.

Dans le cadre du suivi de l'information financière publiée par la presse écrite et électronique, le CMF a pu détecter des erreurs au niveau de certains articles et a été amené, chaque fois où cela s'imposait, à demander des rectifications aux rédacteurs des articles concernés.

Par ailleurs, la contribution de l'agence de notation dans le renforcement de la transparence s'est poursuivie au cours de l'année 2004 et ce, à travers la publication de 20 communiqués de presse relatifs à des annonces d'attribution initiale de notes, à des modifications, mises sous surveillance ou retraits de notes déjà attribuées et à des commentaires sur des résultats enregistrés ou sur des opérations financières réalisées.

## II - LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DES VISAS DELIVRES PAR LE CMF

Le nombre de visas accordés par le CMF en 2004 s'est élevé à quatorze contre seize en 2003. Trois visas ont concerné des augmentations de capital, huit des emprunts obligataires et trois des opérations réservées aux salariés (voir tableau en annexes).

Les questions soulevées lors de l'instruction des dossiers soumis au visa sont de nature juridique et comptable.

### 1 - LES QUESTIONS D'ORDRE JURIDIQUE

#### 1.1. Mandats d'administrateurs :

L'examen de deux projets de prospectus d'émission d'emprunts obligataires a permis de relever que des membres du conseil d'administration des sociétés concernées se trouvaient en infraction des dispositions des articles 192 et 209 du code des sociétés commerciales.

Sur demande du CMF, les personnes concernées se sont engagées à se conformer à la réglementation en vigueur.

### 1.2. Durée des mandats d'administrateurs :

L'examen d'un projet de prospectus d'émission d'un emprunt obligataire a permis de relever que la durée des mandats des membres du conseil d'administration de la société n'est pas conforme aux dispositions de l'article 190 du code des sociétés commerciales et aux statuts.

Sur demande du CMF, la société concernée a régularisé sa situation.

### 1.3. Transmission des actions :

De l'examen d'un dossier d'émission d'un emprunt obligataire, le CMF a relevé que l'article des statuts de la société émettrice relatif à la transmission des actions n'est pas conforme à la réglementation en vigueur en ce qui concerne la certification de la signature et la capacité des parties.

A cet effet, la société a été appelée à régulariser ses statuts.

### 1.4. Respect de la réglementation régissant les SICAV

Lors de l'instruction de deux projets de prospectus d'émissions d'emprunts obligataires établis par deux sociétés de leasing, il a été constaté dans les rapports de notation de Fich North Africa (Ex Maghreb Rating) qu'en cas de crise de liquidité, lesdites sociétés peuvent compter sur les SICAV gérées par leurs groupes pour couvrir leurs besoins. Or, les règles régissant les SICAV leur imposent une indépendance totale par rapport aux dépositaires et à leur groupe. Par conséquent, le soutien dont il était question dans les rapports de l'agence de notation leur était formellement interdit.

Mention en a été faite au niveau des prospectus d'émission qui a été suivie pour l'une de ces deux sociétés, de la révision par la société de Notation de son rapport de synthèse. Le contenu du nouveau rapport a été publié sur le bulletin officiel du CMF.

De même, l'instruction des projets de prospectus d'émission de deux banques exerçant la fonction de dépositaires de SICAV, a permis de relever qu'elles ne satisfont pas aux dispositions de l'article 53 du règlement du CMF relatif aux OPCVM dans la mesure où leurs dirigeants sont eux mêmes les dirigeants des SICAV dont elles assurent la fonction de dépositaire.

Mention en a été faite au niveau des prospectus des sociétés émettrices.

## 2. LES PROBLEMES D'ORDRE COMPTABLE

### 2.1. Respect des normes comptables

Lors de l'instruction des dossiers d'émission, le CMF a relevé que les états financiers annuels et intermédiaires de deux sociétés émettrices ne présentent pas les données comparatives relatives à la période considérée de l'exercice précédent. Elles dérogent, à cet effet, aux dispositions des normes 1 et 19 du système comptable des entreprises.

A cet effet, les sociétés émettrices ont été appelées à pallier aux défaillances constatées et communiquer, dorénavant, au CMF des états financiers établis conformément aux normes précitées.

### 2.2. Calcul des amortissements :

Lors de l'instruction d'un dossier d'émission d'un emprunt obligataire par une société hôtelière, le CMF a relevé que l'amortissement des immobilisations corporelles a été suspendu au cours de la période de

rénovation et n'a été calculé que sur 5 mois, soit la période effective d'activité au lieu de 12 mois (exercice social).

Mention en a été faite au niveau du prospectus.

### 2.3. Transfert de réserves en provisions :

Les assemblées générales ordinaires de deux sociétés émettrices d'actions ont décidé de transférer une partie de leurs réserves aux comptes de provisions.

Sachant que toute provision est considérée comme une charge qui vient grever le résultat, le CMF a demandé à ce que le résultat et les capitaux propres, divulgués à la fin de l'exercice 2003, ainsi que les indicateurs et ratios financiers soient présentés en proforma au niveau des prospectus d'émission.

### 2.4. Dotations pour fonds social accordées à fonds perdus :

Le CMF a formulé des réserves à une société de leasing cotée en bourse quant à l'attribution au fonds social d'une dotation à fonds perdus par prélèvement sur les bénéfices. La société s'est engagée à ce que les bonifications au titre du fonds social soient désormais imputées aux dépenses d'exploitation et comptabilisées parmi les comptes de charges.

## III - LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DU CONTROLE DES OPERATIONS DE RACHAT

En 2004, un intérêt plus grand a été réservé par les sociétés admises à la cote, à la pratique de rachat de leurs propres actions en vue d'en réguler le cours sur le marché. Neuf sociétés ont été expressément autorisées par leur assemblée générale à opérer en bourse sur leurs propres actions dont quatre pour la première fois.

Dans le cadre du suivi des opérations de rachat et des obligations d'informations y afférentes, le CMF intervient :

- préalablement aux opérations de rachat en contrôlant les informations mentionnées au niveau des programmes de rachat ;
- pendant la réalisation des programmes en contrôlant les opérations effectuées dans ce cadre.

Il est à noter que les textes réglementant ces opérations sont très restrictifs ce qui a rendu leur application inefficace. Ils seront revus par le CMF.

### 1. CONTROLE DES PROGRAMMES DE RACHAT AVANT LEUR MISE EN APPLICATION

#### 1.1 En matière de communication de l'information

Le contrôle de l'obligation de dépôt au CMF, préalablement à la réalisation du programme de rachat, de la note d'information prévue par l'article 76 du règlement APE, fait ressortir l'accomplissement spontané de cette exigence par les deux sociétés ayant décidé de renouveler leur programme de rachat.

### 1.2 En matière de cohérence de l'information

Les actions de sensibilisation et d'encadrement entreprises par le CMF au cours des années précédentes, auprès des dirigeants des sociétés concernées par les programmes de rachat, ont porté leur fruit.

En effet, le contrôle effectué par le CMF sur la conformité des données que renferment les notes d'information relatives aux programmes de rachat aux dispositions de l'article 76 du règlement susmentionné, s'est révélé satisfaisant étant donné l'exhaustivité de l'information insérée au niveau des notes examinées d'une part, et l'absence d'incohérence, d'autre part.

Toutefois, le CMF a été contraint de demander à une société voulant entamer la réalisation d'un nouveau programme de rachat, de surseoir à sa mise en exécution dans la mesure où sa réalisation engendrerait inévitablement le franchissement par l'actionnaire majoritaire du seuil de 50% en terme de droits de vote dans le capital de la société et ce, en l'absence d'autorisation des autorités compétentes pour ce dépassement.

## 2. CONTROLE DE LA REALISATION DES OPERATIONS DE RACHAT

Le contrôle du CMF au titre des opérations de rachat porte sur la régularité des transactions effectuées et se base sur les états mensuels communiqués par les sociétés concernées sur les transactions réalisées dans ce cadre.

L'analyse de ces états a donné lieu aux constats suivants :

### 2.1. En matière de communication de l'information

Six sociétés, parmi les neuf ayant mis effectivement leur programme de rachat en application au cours de l'année 2004, ont communiqué spontanément, à la fin de chaque mois, le nombre des actions acquises ou cédées. Les trois autres sociétés se sont acquittées de cette exigence après rappel du CMF.

### 2.2. En matière de mise en application des programmes de rachat

Toutes les opérations réalisées dans le cadre de la mise en œuvre des programmes de rachat ont été jugées régulières.

## IV - LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DU CONTROLE DES FRANCHISSEMENTS DES SEUILS DE PARTICIPATION

### 1. NOMBRE DES DECLARATIONS EFFECTUEES

Durant l'année 2004, des franchissements de seuils au nombre de 49 ont été déclarés au CMF, dont 27 à la hausse et 22 à la baisse, contre 56 au cours de l'année 2003.

Sur ces 49 déclarations, 10 n'ont pas été effectuées spontanément par les actionnaires concernés mais ont été provoquées par le CMF :

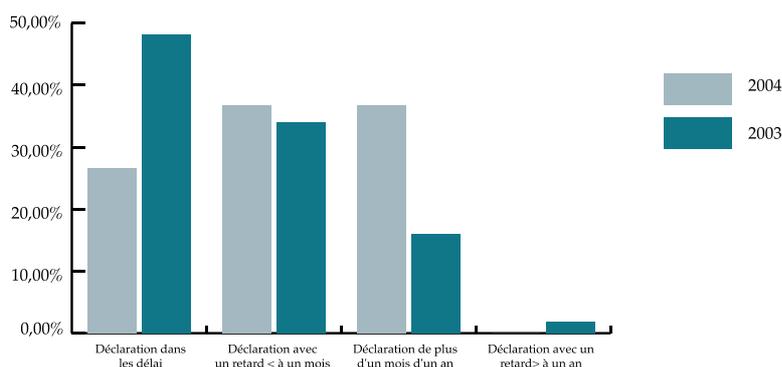
- 9 cas, suite à la réalisation d'opérations d'achat ou de vente en bourse.
- 1 cas, suite à la vérification des attestations d'enregistrement en bourse.

## 2. RESPECT DU DELAI LEGAL

L'examen des délais observés par les intéressés pour les déclarations de franchissement des seuils de participation au cours de l'année 2004 dénote d'un relâchement quant au respect du délai légal de quinze jours comme le montrent les données suivantes :

- 26,53% des déclarations ont été effectuées dans le délai, contre 48,21% au cours de l'année 2003 ;
- 36,73% des déclarations ont été accomplies avec un retard inférieur à un mois, contre 33,93% au cours de l'année 2003 ;
- 36,73% des déclarations ont été effectuées avec un retard de plus d'un mois et de moins d'un an alors que ce taux était de 16,07% au cours de l'année 2003 ;
- aucune déclaration n'a été effectuée avec un retard supérieur à un an contre 1,79% un an auparavant (voir tableau n° 18).

Degré de respect du délai de dépôt des déclarations de franchissements de seuils,  
Années 2003-2004



En plus des 49 cas de franchissement de seuils de participation sus-indiqués, le CMF a pu détecter 7 autres cas portant sur 1 franchissement à la hausse, et 6 à la baisse, n'ayant pas fait l'objet de déclaration. Deux de ces franchissements ont été détectés suite au suivi des transactions de bloc, un autre cas suite au contrôle des opérations d'enregistrement et les quatre franchissements qui restent, suite au rapprochement des déclarations du nombre total de droits de vote existants à la date de la tenue des assemblées générales tenues au cours des années 2003 et 2004.

## CHAPITRE II : L'AMELIORATION DE LA QUALITE DE L'INFORMATION

### I - L'AMELIORATION DE LA QUALITE DE L'INFORMATION EN MATIERE DE COMMUNICATION ET DE DIFFUSION

Cette mission concerne le suivi par le CMF des états financiers ainsi que le suivi des assemblées générales, aussi bien a priori qu'a posteriori.

#### 1- LE SUIVI DE L'INFORMATION A L'OCCASION DE LA TENUE DES ASSEMBLEES GENERALES

##### 1-1 Le contrôle de l'information a priori

##### 1.1.1- Le contrôle de l'information a priori et les sociétés admises à la cote

Dans ce cadre, le CMF a saisi cinq sociétés admises à la cote de la bourse qui n'ont pas tenu leur assemblée générale ordinaire durant les six mois qui suivent la date de clôture de l'exercice comptable comme l'exige l'article 275 du code des sociétés commerciales.

Le retard accusé pour la tenue des assemblées générales dans les délais légaux a été justifié par les sociétés concernées par les arguments suivants :

- la préparation des états financiers consolidés du groupe, pour le cas d'une société mère ;
- l'arrêté de ses engagements techniques avec l'autorité de tutelle pour une compagnie d'assurances ;
- la spécificité de son secteur d'activité pour une société de transport ;
- la phase de privatisation dans laquelle est engagée une société agroalimentaire ;
- la conséquence d'évènements exceptionnels survenus au cours de l'année 2003 à savoir la délocalisation de son usine vers un nouveau site et la mise en place d'un nouveau système d'information.

Pour amener une société à divulguer ses états financiers et à réunir son assemblée générale en vue de contrôler ses actes de gestion, d'approuver les comptes de l'exercice 2003 et de prendre les décisions relatives aux résultats, le CMF a été contraint de saisir en référé le Président du Tribunal de Première Instance de Tunis conformément aux dispositions de l'article 44 alinéa 2 de la loi n°94-117.

En exécution du verdict rendu par le juge chargé de l'affaire, la société concernée n'a pu convoquer ses actionnaires en assemblée générale ordinaire qu'au début de l'année 2005.

#### **- En matière de communication de documents :**

Toutes les sociétés admises à la cote ont communiqué au CMF avant la tenue de leur assemblée générale les documents exigés, 32 l'ont fait spontanément et 12 suite au rappel du CMF.

#### **- En matière de respect du délai réglementaire :**

L'année 2004, a enregistré une amélioration notable du respect par les sociétés admises à la cote du délai réglementaire de dépôt des documents avant la tenue des assemblées générales ordinaires, ce qui dénote la prise de conscience du management de l'intérêt pour l'entreprise du respect des règles de transparence édictées par le Marché.

### **- En matière de publication des états financiers avant la tenue de l'assemblée :**

37 sociétés, ont procédé à la publication de leurs états financiers sur un quotidien de la place avant la tenue de leur assemblée générale.

Les mêmes réserves que celles évoquées les années précédentes ont été avancées par les sociétés défailtantes au sujet de cette exigence, à savoir :

- la publication auparavant de leurs états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2003 ;
- l'existence d'une contradiction entre les dispositions de l'article 3 de la loi n° 94-117 et celles de l'article 42 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne. En effet, le premier article oblige les sociétés à procéder à la publication de leurs états financiers après leur approbation par l'assemblée générale ordinaire alors que le second les oblige à le faire avant la date de sa tenue.

Il y a lieu de noter, également, que trois établissements de crédit et un établissement financier, figurant parmi les sept sociétés défailtantes, ont justifié le non respect de cette exigence par le retard accusé par les autorités de contrôle dans l'examen de leurs états financiers dont l'approbation, pour certaines, a été accordée le jour même de l'assemblée générale ordinaire.

Il est à signaler à ce niveau que cette polémique sera résolue par la promulgation de la loi sur la sécurité financière.

Sur le plan de la qualité de l'information diffusée, une amélioration relative a été constatée dans la mesure où les publications de quatre sociétés seulement ont été jugées incomplètes, contre cinq une année auparavant :

- Une société a omis de publier les notes aux états financiers contre 3 en 2003;
- Deux sociétés se sont limitées à publier un extrait de l'avis du commissaire aux comptes en supprimant les réserves qu'il a émises, même nombre que celui enregistré en 2003 ;
- Une société a omis d'indiquer au niveau de l'avis du commissaire aux comptes la référence à une note complémentaire sur la classification et la couverture des risques.

Face à ces anomalies, le CMF a invité les sociétés défailtantes à publier de nouveau leurs états financiers complets.

S'agissant de l'obligation de publier les états financiers au Bulletin Officiel du CMF avant la tenue des assemblées générales, le CMF est parvenu à publier les états de toutes les sociétés admises à la cote ayant réuni leur assemblée générale.

Dans le souci d'une bonne information du public, et en application des dispositions de l'article 32 de la loi n°94-117, le CMF, a veillé, chaque fois qu'il y a vu intérêt pour les épargnants, à ce que les états financiers publiés sur son Bulletin Officiel, soient accompagnés par les observations qu'il a faites aux sociétés concernées au sujet des anomalies et des insuffisances relevées dans le cadre de la vérification de ces états.

#### 1.1.2.- Le contrôle de l'information a priori et les sociétés non admises à la cote

Le CMF a procédé de la même manière pour les sociétés APE non cotées et a saisi 37 sociétés non admises à la cote n'ayant pas tenu leurs assemblées générales ordinaires durant les six mois qui suivent la date de clôture de l'exercice comptable comme l'exige l'article 275 du code des sociétés commerciales.

En réaction aux rappels du CMF :

- Trois sociétés ont procédé à la régularisation de leur situation en communiquant les documents requis. Deux d'entre elles, ont justifié ce non respect par le statut particulier dont elles jouissent, l'une étant un établissement public non administratif et l'autre une agence d'une banque étrangère, dont les états financiers sont soumis à l'approbation d'un conseil d'administration et non d'une assemblée générale ;
- une société d'assurances a justifié le retard de convocation de son assemblée générale ordinaire par l'ajournement par son conseil d'administration des travaux relatifs à l'arrêt des comptes relatifs à l'exercice 2003 suite aux réserves émises par son commissaire aux comptes ;
- une société de service touristique a avancé l'argument qu'elle avait déposé auprès du CMF une demande de déclassement de la catégorie des sociétés faisant appel public à l'épargne ;
- une autre compagnie d'assurances a argumenté ce retard par le fait qu'elle était en phase d'assainissement financier, que l'agrément pour l'exercice de son objet social lui avait été retiré par les autorités compétentes et que l'établissement de ses états financiers faisait l'objet de travaux par le commissaire aux comptes ;
- une société touristique a présenté un document justifiant son recours à la justice contre son directeur général démissionnaire qui a refusé de transmettre les documents comptables à son successeur, entravant ainsi les travaux d'audit de ses comptes ;
- et enfin une société d'assurances a avancé le fait que, suite à sa privatisation, elle était en phase de redressement financier.

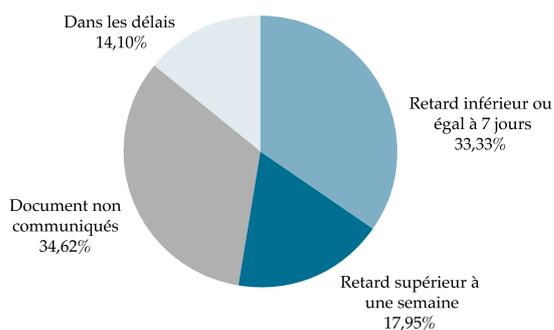
### - En matière de communication des documents :

Seules 51 sociétés sur un total de 78 sociétés faisant APE et non cotées ont réuni leur assemblée générale ordinaire au cours de l'année 2004 et se sont acquittées de l'obligation de communication de leurs états financiers.

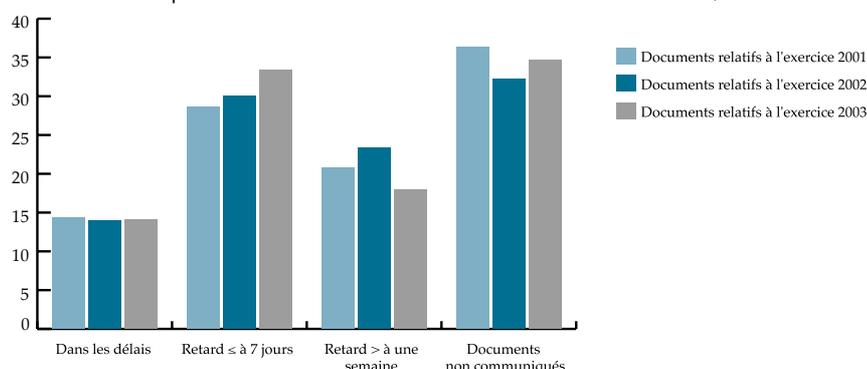
### - En matière de respect du délai réglementaire :

- 11 sociétés sur 78 se sont acquittées de cette obligation dans le délai réglementaire de quinze jours de bourse avant la tenue de leur assemblée générale, contre 13 au cours de l'année 2003 ;
- 26 sociétés ont respecté cette exigence avec un retard inférieur ou égal à une semaine, contre 27 sociétés en 2003 ;
- 14 sociétés ont accusé un retard supérieur à une semaine mais inférieur à un mois, contre 21, une année auparavant ;
- les 27 sociétés restantes n'ont pas communiqué au CMF les documents requis avant la tenue de leur assemblée, contre 29 au cours de l'année 2003, étant signalé que parmi ces dernières, 12 sociétés ont communiqué leurs documents après la tenue de leur assemblée, et ce suite à la demande du CMF.

Degré de respect du délai réglementaire de dépôt des documents avant la tenue des AGO par les sociétés non admises à la cote en 2004



Evolution du degré de respect du délai réglementaire de dépôt des documents avant la tenue des AGO par les sociétés non admises à la cote en 2002, 2003 et 2004



### - En matière de publication des états financiers avant la tenue des assemblées :

Si les sociétés de la cote respectent pour la plupart l'obligation qui leur est faite par l'article 42 du règlement relatif à l'APE de publier leurs états financiers sur un quotidien de la place avant la tenue de leur Assemblée, il n'en est pas de même des sociétés non cotées dont seulement 25 sur un total de 78 se sont pliées à cette exigence.

Il convient, cependant, de signaler qu'en ce qui concerne l'obligation de publier les états financiers au Bulletin Officiel du CMF, une évolution importante de l'ordre 77,64% a été enregistrée en 2004, 39 sociétés ayant publié en 2004 contre 26 en 2003.

### 1-2 Le contrôle de l'information a posteriori :

#### 1-2-1 Le contrôle de l'information a posteriori et les sociétés admises à la cote :

### - En matière de communication des documents :

Les résultats du contrôle par le CMF des obligations d'information a posteriori incombant aux sociétés admises à la cote se sont avérés satisfaisants en matière de communication des documents après la tenue de leur assemblée générale ordinaire.

Une seule société ne s'est pas conformée à cette obligation arguant du fait qu'elle se trouvait en phase de liquidation.

### - En matière de respect du délai légal :

L'année 2004 a enregistré une légère régression par rapport à l'année 2003 dans la mesure où :

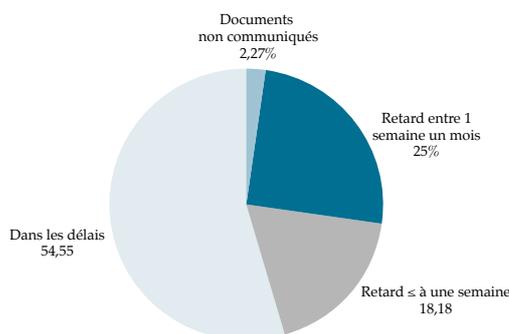
- 24 sociétés de la cote se sont acquittées de cette formalité dans le délai légal contre 29 en 2003, et 24 en 2002.
- 8 sociétés se sont acquittées de cette formalité en accusant un retard inférieur à une semaine, contre 10 en 2003, et 15 en 2002 .
- 11 sociétés ont accusé un retard supérieur à une semaine et inférieur à 1 mois contre 3 en 2003, et 5 en 2002 .
- aucune société n'a accusé un retard supérieur à un mois contre 2 une année auparavant ;
- une société n'a pas communiqué les documents requis (voir tableau n° 19).



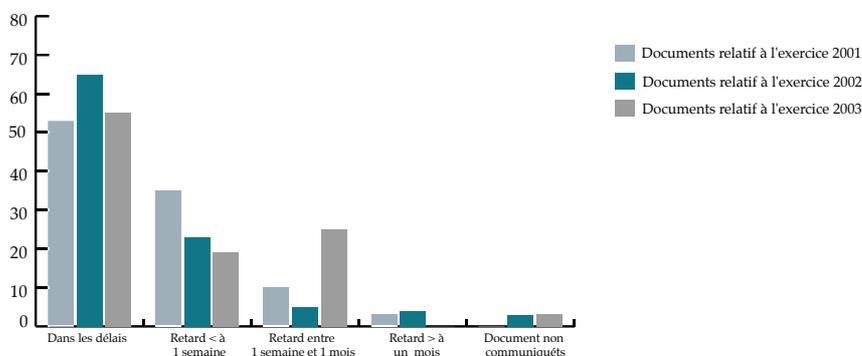
## L'AMELIORATION DE LA QUALITE DE L'INFORMATION

Les sociétés défailtantes ont justifié ce retard par les délais nécessaires pour la signature et l'enregistrement des procès verbaux des assemblées générales. Le CMF, leur a recommandé de communiquer les résolutions adoptées, dans les délais, dans un premier temps, à charge d'envoyer le procès verbal y afférent après l'achèvement des formalités juridiques.

Degré de respect du délai légal de dépôt des documents après la tenue des AGO par les sociétés admises à la cote en 2004



Evolution du degré de respect du délai légal de dépôt des documents après la tenue des AGO par les sociétés admises à la cote en 2002, 2003 et 2004

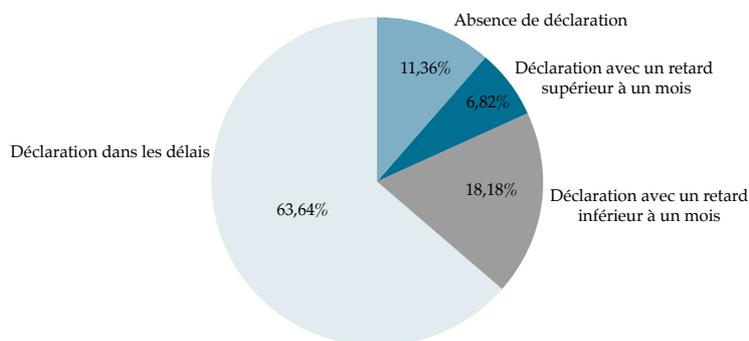


En ce qui concerne le respect du délai d'envoi des déclarations du nombre total de droits de vote, 28 sociétés admises à la cote (soit 63,63%) ont envoyé au CMF leurs déclarations dans le délai légal de quinze jours après la tenue de leur AGO, contre 30 sociétés (soit 66,67%) en 2003.

8 sociétés (soit 18,18%) ont effectué cette déclaration avec un retard inférieur à un mois, contre 7 sociétés (soit 15,56%) en 2003, et 3 autres sociétés (soit 6,82%) avec un retard supérieur à un mois, contre 4 sociétés (soit 8,89%) l'année précédente.

Au 31 décembre 2004, les 5 sociétés restantes ne se sont pas acquittées, de cette formalité, soit le même nombre enregistré une année auparavant.

Degré de respect du délai légal de dépôt des déclarations du nombre total de droits de vote par les sociétés admises à la cote en 2004



### - En matière de publication des états financiers définitifs :

31 sociétés se sont conformées à l'obligation de publier les résolutions adoptées par leur assemblée ainsi que l'état d'évolution des capitaux propres et leur bilan compte tenu de l'affectation du résultat, contre 30 en 2003.

Parmi les dites sociétés :

- trois ont présenté des publications ne comportant pas l'état d'évolution des capitaux propres ;
- une autre a omis de publier les résolutions adoptées ;
- 2 sociétés ont présenté des publications ne comportant pas leur bilan après affectation des résultats ;
- et une société a publié des états financiers comportant des discordances par rapport à ceux approuvés par l'assemblée générale.

Compte tenu des observations du CMF, deux sociétés ont procédé à une nouvelle publication des informations telles qu'exigées par la réglementation.

1-2-2 Le contrôle de l'information a posteriori et les sociétés non admises à la cote :

Bien qu'une progression ait été enregistrée par rapport à l'année 2003, aussi bien en matière de communication des documents par les sociétés non admises à la cote après la tenue de leur assemblée générale, qu'en matière de respect des délais, l'accomplissement de cette obligation reste en deçà du niveau souhaité.

Le CMF s'est trouvé dans l'obligation d'intervenir pour relancer la majorité des sociétés qui ne se sont pas acquittées de cette obligation de leur propre gré.

### - En matière de communication des documents :

Une amélioration de l'ordre de 27,17% a été atteinte dans la mesure où 54 sociétés du hors-cote, parmi celles ayant réuni leurs actionnaires en assemblée générale au cours de l'année 2004, se sont acquittées de cette obligation, soit un taux de respect de 69,23%, contre 49 en 2003 et un taux de 54,44%.



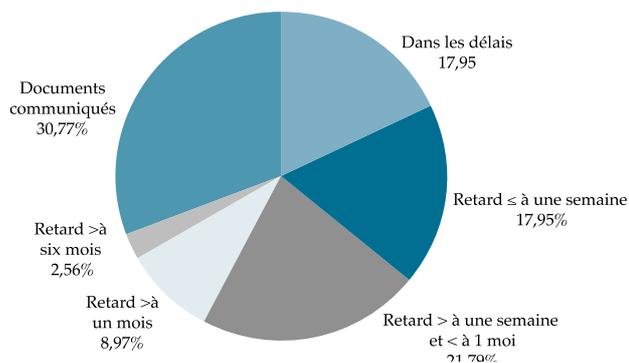
## L'AMELIORATION DE LA QUALITE DE L'INFORMATION

Parmi les 24 sociétés qui ne se sont pas conformées à cette disposition, 14 avaient, néanmoins, communiqué leurs documents avant la tenue de leurs assemblées.

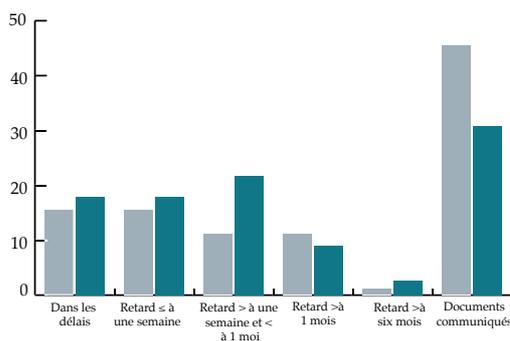
### - En matière de respect du délai légal :

- 14 sociétés, sur les 54 ayant communiqué leurs documents, se sont acquittées de cette obligation dans le délai légal contre 14 sur 49 sociétés en 2003 ;
- 14 sociétés ont accusé un retard inférieur à une semaine, chiffre identique à celui de 2003 ;
- 17 sociétés ont mis un retard supérieur à une semaine et inférieur à 1 mois contre 10 en 2003 ;
- 7 sociétés ont accusé un retard supérieur à un mois contre 10 en 2003 ;
- 2 sociétés ont accusé un retard supérieur à six mois, contre une société une année auparavant.

Degré de respect du délai légal de dépôt des documents après la tenue des AGO par les sociétés non admises à la cote en 2004



Evolution du degré de respect du délai légal de dépôt des documents après la tenue des AGO par les sociétés non admises à la cote en 2003 et 2004

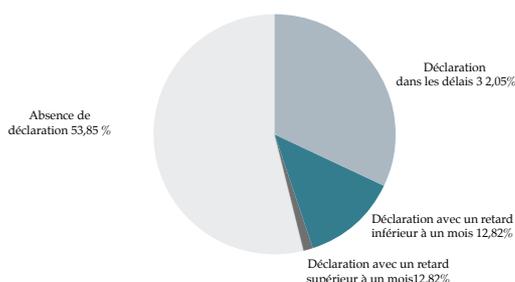


En ce qui concerne le respect du délai de dépôt des déclarations du nombre total de droits de vote existants à la date de la tenue des assemblées en 2004, 25 sociétés non admises à la cote (soit 32,05 %) ont envoyé au CMF leurs déclarations dans le délai légal de quinze jours après la tenue de leurs AGO, contre 18 (soit 20%) en 2003.

10 sociétés (soit 12,82%) ont effectué cette déclaration avec un retard inférieur à un mois contre 9 (soit 10%) une année auparavant.

Une société a accompli cette formalité avec un retard supérieur à un mois, et 42 sociétés (soit 53,85%) ne se sont pas acquittées de cette formalité contre 62 (soit 68,89%) en 2003.

Degré de respect du délai légal de dépôt des déclarations du nombre total de droits de vote par les sociétés non admises à la cote en 2004



### - En matière de publication des états financiers définitifs :

Malgré l'accroissement important, de l'ordre de 94,77 %, du nombre des sociétés ayant respecté l'obligation de publier les résolutions adoptées par leur assemblée générale ordinaire, leur bilan après affectation du résultat ainsi que le tableau des mouvements des capitaux propres, le nombre des sociétés ayant respecté cette exigence reste en-deça du nombre souhaité.

Ainsi, 17 sociétés ont procédé aux publications exigées par les dispositions légales et réglementaires contre 7 en 2003

Parmi les publications effectuées, seules deux ne respectaient pas les exigences de l'article 42 du règlement APE dans la mesure où elles se sont contentées de publier leurs états financiers tels qu'approuvés par l'assemblée générale.

Face à cette situation, le CMF s'est trouvé dans l'obligation de leur demander de publier de nouveau les informations exigées par la réglementation en vigueur. Une seule société s'en est acquittée.

## 2- LE SUIVI DE L'INFORMATION RELATIVE AUX ETATS FINANCIERS PROVISOIRES

### 2-1 Le suivi des états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2003

Les contrôles effectués dans le cadre du suivi de la communication et de la publication des états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2003, font ressortir les observations suivantes :

#### - En matière de communication des documents :

L'année 2004 a enregistré une amélioration, en matière de respect par les sociétés admises à la cote, de l'obligation de communication de leurs états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2003.

En effet, 43 sociétés de la cote ont communiqué au CMF leurs états financiers provisoires tels qu'arrêtés au 31 décembre 2003. Une seule Société ne l'a pas fait arguant du fait qu'elle avait rencontré des difficultés pour déterminer ses engagements techniques avec les autorités de tutelle.

Il y a lieu, cependant, de signaler que, pour amener trois sociétés à communiquer l'information requise, le

CMF a été contraint de saisir en référé le Président du Tribunal de Première Instance de Tunis, afin d'ordonner à ces sociétés de se conformer aux dispositions légales et ce, en vertu de l'article 44 alinéa 2 de la loi n°94-117.

La première société, profitant de l'ajournement de l'affaire pour étude et réponse, a pu communiquer ses états financiers provisoires avant que le verdict ne soit rendu. La deuxième ne s'est acquittée de cette obligation qu'après la proclamation du jugement. Quant à la troisième société, elle n'a pas pu se conformer aux dispositions légales pré-citées malgré le jugement rendu par le Président du Tribunal de Première Instance de Tunis lui ordonnant de respecter les obligations d'information lui incombant.

### - En matière de respect du délai légal :

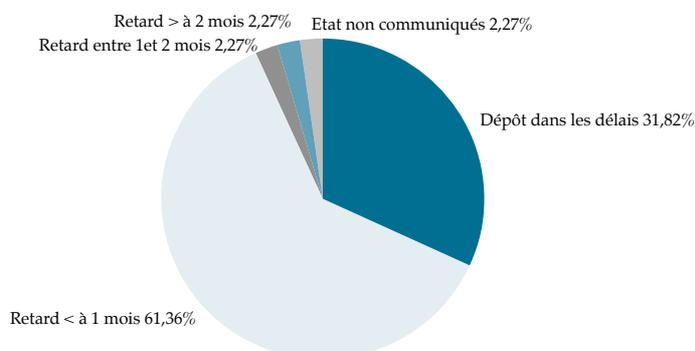
Bien que le délai légal de dépôt des informations financières n'ait pas été toujours respecté, il est constaté une réduction de la période de dépassement de ce délai.

- 14 sociétés ont respecté ce délai, contre 16 sociétés en 2003 et 18 en 2002 ;
  - 27 autres, contre 20 en 2003 et 23 en 2002 ont respecté cette exigence avec un retard inférieur à un mois ;
  - une société, contre 5 en 2003 et 4 en 2002, a accusé un retard inférieur à deux mois ;
  - une société, contre 2 en 2003 a accusé un retard supérieur à deux mois ;
  - une société n'a pas communiqué ses états financiers provisoires.
- (voir tableau n° 20).

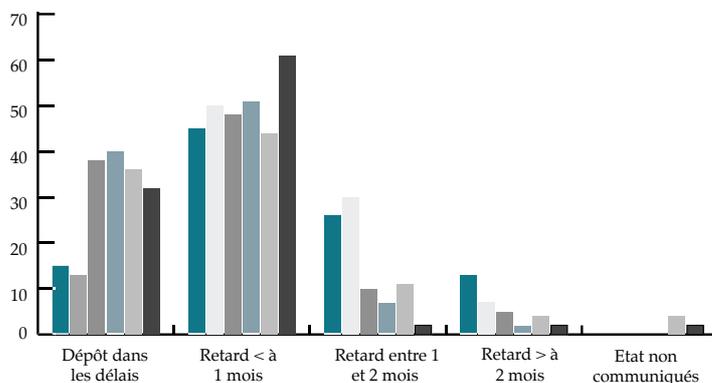
Deux sociétés admises à la cote ont expliqué l'établissement tardif de leurs états financiers provisoires : la première s'est justifiée par la survenance d'un sinistre, en juillet 2003, sur ses installations situées sur son ancien site causant l'arrêt brusque et définitif de toute exploitation, suivi par les travaux de transfert de tous ses services sur son nouveau site, et la deuxième société par l'état d'avancement de son programme de restructuration. Les deux sociétés ont demandé à bénéficier d'une dérogation par rapport au délai prévu par l'article 21 de la loi n°94-117, eu égard à ces événements. Leurs demandes ont été refusées par le CMF.

Dès l'expiration du délai légal, le CMF a pris l'initiative de publier sur son bulletin officiel la liste des sociétés défaillantes, étant convaincu du fait que le comportement du marché face à cette information aurait plus d'effets sur les sociétés concernées que les sanctions prévues par la législation en cas de non respect des dispositions légales.

Degré de respect du délai légal de dépôt des états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2003 par les sociétés admises à la cote



Evolution du degré de respect du délai légal de dépôt des états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 1998, 1999, 2000, 2001, 2002 et 2003



### - En matière de publication :

Toutes les sociétés ayant communiqué leurs états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2003 ont procédé à leur publication dans un quotidien de la place, conformément aux dispositions de l'article 21 de la loi n°94-117.

Dans le cadre du contrôle de la qualité de l'information publiée, le CMF a été amené à saisir 14 sociétés pour publication incomplète dans la mesure où 13 d'entre elles ont publié seulement un extrait de l'avis du commissaire aux comptes en omettant pour 9 d'entre elles de divulguer les réserves émises par ce dernier. Une compagnie d'assurance a failli à la publication d'annexes obligatoires.

Trois sociétés, parmi les 9 pré-citées, ont procédé à une nouvelle publication de leurs états financiers provisoires accompagnés de l'avis complet de leur commissaire aux comptes.

## 2-2 Le suivi des états financiers provisoires arrêtés au 30 juin 2004

### - En matière de communication de documents :

Dans le cadre de son action de sensibilisation, le CMF a pris l'initiative de saisir les sociétés admises à la cote, avant l'expiration des délais, pour leur rappeler les répercussions favorables de la diffusion de l'information en temps utile et les poursuites judiciaires qu'elles peuvent encourir en cas de non respect des dispositions légales.

Cette initiative a été suivie d'effet puisque 43 sociétés de la cote ont communiqué au CMF leurs états financiers provisoires arrêtés au 30 juin 2004, dont plus de la moitié avant l'expiration du délai légal.

Le CMF s'est procuré les états financiers de la société restante après recours auprès du Tribunal de Première instance de Tunis.

### - En matière de respect du délai légal :

Le respect du délai légal de dépôt au CMF des états financiers provisoires du 30 juin 2004 a enregistré une amélioration remarquable par rapport aux années précédentes.

En effet, 24 sociétés contre 16 au 30 juin 2003 et 20 au 30 juin 2002, se sont acquittées de cette obligation dans le délai légal d'un mois après l'achèvement du premier semestre de l'exercice 2004.

17 autres sociétés, contre 25 un an auparavant et 20 en 2002, ont respecté cette exigence avec un retard inférieur à un mois.

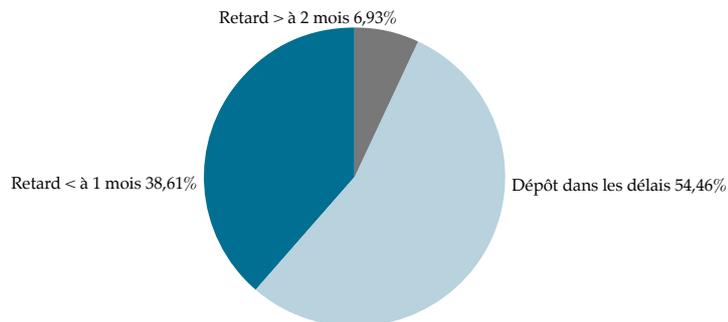


## L'AMELIORATION DE LA QUALITE DE L'INFORMATION

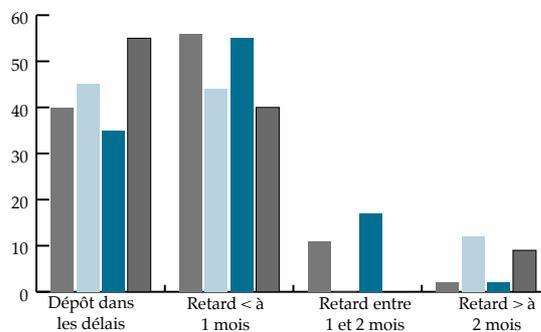
Aucune société n'a accusé un retard entre un et deux mois, contre trois en 2003.

Trois sociétés, ont dépassé de deux mois le délai légal.  
(Voir tableau n° 21).

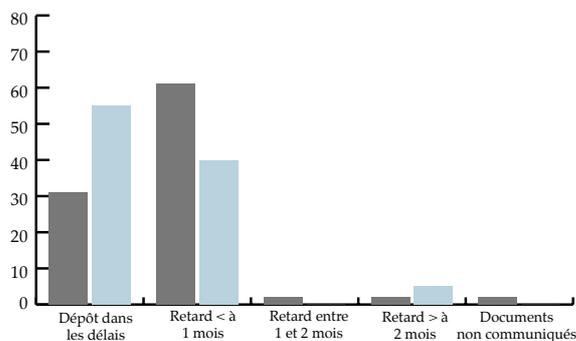
Degré de respect du délai légal de dépôt des états financiers provisoires arrêtés au 30 juin 2004 par les sociétés admises à la cote



Evolution du degré de respect du délai légal de dépôt des états financiers provisoires arrêtés aux 30 juin des années 2001, 2002, 2003 et 2004



Degré de respect du délai légal de dépôt des états financiers provisoires au 31 décembre 2003 et au 30 juin 2004



### - En matière de publication :

Toutes les sociétés admises à la cote ont procédé à la publication de leurs états financiers provisoires arrêtés au 30 juin 2004 dans un quotidien de la place, conformément aux dispositions de l'article 21 de la loi n°94-117.

Concernant l'exhaustivité et la qualité de l'information publiée, les états financiers provisoires publiés par 43 sociétés étaient accompagnés d'un extrait de notes et de l'avis complet du commissaire aux comptes. Face à la réticence d'une société ayant publié ses états financiers sans les notes annexes, le CMF a saisi en référé le Président du Tribunal de Première Instance de Tunis afin de lui ordonner de publier de nouveau l'intégralité de ses états financiers provisoires.

## II - LA QUALITE DE L'INFORMATION : LES DEFAILLANCES RELEVÉES

### 1- AU NIVEAU DU RAPPORT ANNUEL

Bien que toutes les sociétés admises à la cote, ayant réuni leur assemblée générale ordinaire au cours de l'année 2004, aient communiqué au CMF leurs rapports d'activité comme l'exige la réglementation en vigueur, une régression du degré d'initiative de leur part a été relevée.

En effet, 37 sociétés, contre 41 une année auparavant, se sont acquittées de cette obligation de leur propre initiative, alors que pour 7 d'entre-elles (contre 3 en 2003), un rappel du CMF a été nécessaire.

L'effort particulier exercé en 2003 par le CMF auprès des sociétés faisant APE pour l'amélioration de la qualité de leur rapport de gestion et sa conformité avec les dispositions de l'article 44 du règlement relatif à l'appel public à l'épargne a porté ses fruits ; l'examen des différents rapports d'activité fait ressortir une progression en la matière.

Dans le cadre de son contrôle, le CMF a saisi toutes les sociétés concernées des insuffisances relevées au niveau de ces rapports et les a invitées, soit à apporter les corrections nécessaires et à ajouter les informations manquantes, soit à les prendre en considération lors de l'établissement des prochains rapports d'activité.

L'analyse des rapports de gestion, relatifs à l'exercice 2003 des sociétés admises à la cote, révèle néanmoins la persistance d'insuffisances qui se rapportent essentiellement à l'absence des informations suivantes :

- l'évolution prévisionnelle de la situation de la société et des perspectives d'avenir, au niveau de 20 rapports contre 28 rapports se rapportant à l'exercice 2002 ;
- les renseignements relatifs à la répartition du capital et des droits de vote, au niveau de 12 rapports contre 30 se rapportant à l'exercice 2002 ;
- le tableau d'évolution des capitaux propres ainsi que les dividendes versés au titre des trois derniers exercices, au niveau de 18 rapports contre 34 une année auparavant ;
- l'évolution de la société et de ses performances au cours des 5 dernières années, au niveau de 12 rapports, contre 31 rapports l'année écoulée ;
- l'information sur les conditions d'accès aux assemblées au niveau de 21 rapports, contre 35 se rapportant à l'exercice 2002 ;
- l'évolution des cours de bourse et des transactions au niveau de 14 rapports contre 25 une année auparavant (voir tableau n° 22).

En ce qui concerne les sociétés non admises à la cote, seules 49 ont adressé au CMF leur rapport annuel sur un total de 78 sociétés ayant tenu leur assemblée générale en 2004 ; 38 sociétés se sont acquittées de cette obligation de leur propre initiative alors que les 11 autres l'ont fait après rappel du CMF.

Les résultats de l'examen du respect des dispositions de l'article 44 du règlement du CMF par les sociétés non admises à la cote sont repris dans le tableau n° 23.

### 2- AU NIVEAU DES PROJETS DE RESOLUTIONS

L'examen des projets de résolutions reçus au cours de l'année 2004, a permis au CMF de déceler certaines anomalies qui se résument en ce qui suit :

- 5 banques cotées en bourse ont prévu, dans le cadre de la répartition du bénéfice de l'exercice 2003, le transfert, aux provisions pour risques, d'une dotation affectée initialement aux réserves. Le CMF a attiré l'attention des sociétés concernées que la couverture des insuffisances de provisions par des éléments de capitaux propres n'est pas conforme aux règles de prise en compte des charges telles que définies par le cadre conceptuel comptable.
- Une société a prévu, au niveau du projet de résolutions, de soumettre à l'assemblée générale ordinaire la proposition d'affectation, au profit de son personnel, d'une dotation à fonds perdus à prélever sur les bénéfices de l'exercice, et au niveau du projet de résolutions à soumettre à l'assemblée générale extraordinaire, la proposition d'insérer dans ses statuts l'affectation de cette dotation.

Le CMF a attiré son attention sur le fait que le service d'une dotation à fonds perdus prélevée sur les résultats, constitue un moyen détourné de constater des charges en dehors du cadre approprié prévu par la législation comptable en vigueur. Ces charges doivent être, par voie de conséquence, imputées sur les charges de l'exercice et déduites du résultat.

Le CMF lui a, également, signalé que la démarche préconisée impliquant la modification des statuts afin d'y prévoir une disposition autorisant la couverture de cette dotation par une affectation du résultat est de nature à entraver la transparence requise, le résultat qui en découle ne reflétant pas la performance réelle et la rentabilité effective de la société au cours de l'année concernée.

La société a été invitée à conformer ses projets de résolutions de façon stricte aux 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.

Le recours par les Sociétés à la pratique de couverture des charges par des affectations du résultat ou par prélèvement sur les capitaux propres dans le but de combler des insuffisances de provisions requises, de servir des indemnités ou des compléments de rémunérations, sans constatation préalable de ces mêmes charges, est de nature à entraver la transparence requise du fait que le résultat affiché ne reflète plus la performance réelle et la rentabilité effective de l'entreprise au cours de l'année concernée.

Etant donné que les analystes et les investisseurs se réfèrent à des critères intégrant performance et valeur de capitaux propres pour leurs prises de décisions, le CMF a publié un communiqué en vue d'attirer l'attention des sociétés faisant appel public à l'épargne qui recourent à ces pratiques, sur l'obligation de respecter strictement les règles de définition, de prise en compte ou constatation, de mesure et de présentation de chacun des éléments des états financiers telles que prescrites par le système comptable. Le CMF a tenu, également, à rappeler que toute éventuelle divergence entre les solutions comptables retenues par l'entreprise et le système comptable doit, en tout état de cause, être divulguée et son impact sur les

éléments concernés des états financiers explicité, et que, le cas échéant, les commissaires aux comptes devraient apprécier, dans leur opinion, le respect par ces entreprises des principes comptables généralement admis.

- Une société a prévu la distribution de superdividendes uniquement aux titulaires des actions ordinaires, excluant ainsi les détenteurs des certificats d'investissement de ce droit. Le CMF a rappelé à la société les dispositions de l'article 375 du code des sociétés commerciales précisant que les certificats d'investissement représentent les droits pécuniaires attachés aux actions, qui incluent notamment les superdividendes, et l'a invitée à prendre les dispositions nécessaires à l'effet de réviser la résolution s'y rapportant.
- Une société a prévu au niveau de l'affectation du résultat de l'exercice 2003, le prélèvement d'une réserve légale des bénéfices nets avant déduction du report déficitaire antérieur, ce qui est en contradiction avec les dispositions de l'article 287 du code des sociétés commerciales. La société a été amenée à revoir l'affectation de résultat en question.
- Une société a établi la proposition d'affectation des résultats prévoyant l'imputation d'une plus-value réalisée sur la vente de ses propres actions rachetées par elle même dans le cadre d'un contrat de régulation; plus-value qui était logée précédemment dans une rubrique distincte des comptes de réserves intitulé « complément d'apport ». Le CMF a recommandé à la société, pour une meilleure clarté de la décision de l'AGO, de faire apparaître distinctement au niveau de la répartition des bénéfices, le montant de cette plus-value et de prévoir une résolution distincte à soumettre à l'approbation de l'AGO autorisant sa répartition, en indiquant expressément le poste de réserve sur lequel les prélèvements sont effectués.
- Dans le cadre d'une augmentation de capital, une société a prévu de soumettre à l'approbation de l'AGE un projet de prospectus. Le CMF lui a signalé que l'AGE ne peut pas décider une augmentation de capital sur la base d'un projet de prospectus qui est un document destiné à l'information du public lors de la réalisation d'une opération financière par appel public à l'épargne. Ainsi, il revient à l'AGE de fixer les conditions de l'augmentation de capital projetée, conditions qui seront traduites, le cas échéant, dans un prospectus d'émission.
- Une société a prévu de limiter le montant de l'augmentation de son capital projetée à celui réellement souscrit sans mentionner, pour le cas d'espèce, la deuxième condition prévue par l'article 298 du code des sociétés commerciales, à savoir la souscription d'un montant minimum des trois quarts de l'augmentation décidée. Le CMF a rappelé à la société l'obligation de réalisation de ces deux conditions pour que le montant de l'augmentation de capital puisse être limité au montant des souscriptions.
- Dans le cadre de l'augmentation de son capital, une société a proposé à l'assemblée générale extraordinaire un projet de résolution en contradiction avec le projet de prospectus qu'elle envisage de soumettre au CMF, quant à la procédure à adopter au cas où les souscriptions réalisées n'atteindraient pas la totalité de l'augmentation de capital projetée. Le premier document prévoit de limiter le montant de l'augmentation à celui des titres réellement souscrits alors que le deuxième prévoit la faculté d'offrir au public les actions non souscrites à titre irréductible et réductible. Le CMF a signalé à la société que dans le cas où l'opération projetée serait exclusivement réservée aux détenteurs des actions anciennes et/ou cessionnaires de droits de souscription en bourse tant à titre réductible qu'irréductible, une mention dans ce sens devait être insérée au niveau du procès verbal de l'AGE.

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

- Six sociétés ont omis de prévoir à l'ordre du jour de l'assemblée générale ordinaire un point séparé concernant les franchissements de seuil réalisés au cours de l'exercice 2003 et ce, contrairement aux dispositions de l'article 13 de la loi n°94-117. Le CMF a invité les sociétés concernées à prendre les dispositions nécessaires à l'effet de respecter l'obligation sus-indiquée.
- Une société a prévu de soumettre à son assemblée générale ordinaire, une résolution l'autorisant à racheter une partie de ses propres actions en vue d'en réguler le cours de bourse, avec fixation du pourcentage du capital visé par le rachat et la fourchette d'intervention. Le CMF a attiré son attention sur le fait que la fixation de la fourchette d'intervention par l'AGO pouvait entraver la mise en œuvre du programme de rachat au cas où le cours de l'action de la société concernée viendrait à franchir un des seuils de la fourchette. Il lui a signalé, par ailleurs, l'opportunité prévue par l'article 19 de la loi 94-117, de déléguer au conseil d'administration le pouvoir de fixer toutes les conditions d'achat et de vente de ses actions sur le marché y compris la fourchette d'intervention, ce qui faciliterait l'ajustement de cette dernière en cas de nécessité.
- Une société a établi la proposition d'affectation du résultat de l'exercice 2003 comportant des erreurs matérielles. Elle a été invitée à rectifier les erreurs relevées.
- Deux sociétés ont omis d'inscrire l'affectation de leur résultat à un point de l'ordre du jour de leur assemblée générale et de prévoir une résolution concernant la question, comme l'exige l'article 275 du code des sociétés commerciales. Les sociétés concernées ont été amenées à ajouter la résolution manquante ainsi qu'un point y afférent à l'ordre du jour.
- Une société a prévu une résolution à soumettre à l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire autorisant l'annulation des actions rachetées en faisant référence aux dispositions de l'article 19 de la loi n°94-117. Or, conformément à la législation en vigueur, l'annulation des actions doit être régie par l'article 88 de la loi n°94-117. Le CMF a invité la société à réviser le projet de résolution à soumettre à l'AGE.
- Il a été constaté que le conseil d'administration d'une société mère avait projeté de confier à un même expert comptable aussi bien les travaux d'élaboration que de commissariat aux comptes des états financiers consolidés du groupe, ce qui est contraire aux dispositions légales en matière d'indépendance du commissaire aux comptes notamment la loi n°88-108 du 18 août 1988 portant refonte de la législation relative à la profession d'expert comptable.

La société a rectifié ses projets de résolutions en levant l'incompatibilité.

- Il a été relevé un projet de résolution donnant quitus aux commissaires aux comptes. Or, conformément à la législation en vigueur, l'assemblée générale ordinaire n'a pas de prérogatives pour se prononcer sur ce point. Le CMF a invité la société concernée à rectifier la résolution se rapportant à cette question.
- Une société a proposé à l'assemblée générale ordinaire un projet de résolution comportant des discordances entre le montant du bénéfice net à répartir et celui figurant au niveau des états financiers. Elle a été amenée à apporter les rectifications nécessaires.
- Une société a proposé à l'assemblée générale extraordinaire l'application de l'article 388 du code des sociétés commerciales, en raison du dépassement par les pertes du seuil de la moitié de ses fonds propres, sans apporter des précisions sur la procédure qui sera adoptée, à savoir la réduction ou l'augmentation de son capital d'un montant égal au moins à celui des pertes, comme cela est exigé par l'article sus-visé.

- Une société non admise à la cote a prévu, au niveau de l'ordre du jour de l'assemblée générale ordinaire, un point autorisant le conseil d'administration à procéder au rachat d'une partie de ses actions mises en vente par différents actionnaires. Le CMF a attiré son attention sur le fait que le programme d'achat projeté ne peut être autorisé que pour les sociétés admises à la cote de la bourse et ce, conformément aux dispositions de l'article 19 nouveau de la loi n°94-117.

Il lui a, également, signalé que dans le cas où ce rachat avait pour finalité la réduction du capital non motivé par des pertes, l'autorisation du conseil d'administration pour la réalisation de cette opération est, en vertu de l'article 88 de la loi sus-visée, du ressort de l'assemblée générale extraordinaire et non d'une assemblée générale ordinaire.

### 3 - AU NIVEAU DES ETATS FINANCIERS PUBLIES

Bien qu'une amélioration ait été relevée au niveau de la qualité de l'information comptable publiée par les sociétés faisant appel public à l'épargne et sa conformité avec les normes comptables en vigueur, certaines insuffisances persistent.

Face aux anomalies décelées, le CMF, en vertu des pouvoirs qui lui sont dévolus, a pris l'initiative d'attirer l'attention du public sur ces insuffisances et ce, sous la forme d'un avis accompagnant la publication des états financiers des sociétés concernées.

#### 3-1 Analyse des états financiers définitifs arrêtés au 31 décembre 2003 des sociétés de la cote :

L'analyse des états financiers publiés par les sociétés de la cote révèle une amélioration au niveau de la conformité de ces états aux normes, principes et méthodes de divulgation prévus par le système comptable des entreprises.

L'examen des états financiers arrêtés au 31 décembre 2003 fait ressortir les remarques suivantes :

- Cinq sociétés ont établi des états financiers comportant des discordances entre les éléments figurant au corps des états financiers et les notes explicatives correspondantes ;
- Quatre sociétés ont omis de présenter les méthodes de prise en compte et d'évaluation de leurs revenus ;
- Cinq sociétés ont omis de présenter au niveau des notes aux états financiers la justification des retraitements opérés sur les états financiers relatifs à l'exercice précédent et autant de sociétés n'ont pas inséré l'état de leurs engagements ;
- Dix sociétés n'ont pas présenté les notes aux états financiers relatives à l'état des flux de trésorerie ;
- Le tiers des sociétés continue à ne pas présenter l'état de mouvements de leurs capitaux propres et celui relatif à la détermination du résultat fiscal ;
- Deux sociétés ont omis d'insérer une référencement croisée entre le corps des états financiers et les notes explicatives correspondantes ;
- Une société a omis d'insérer dans les notes aux états financiers le détail des provisions requises pour la couverture des risques encourus, information à laquelle le commissaire aux comptes a fait référence dans son rapport général ;

- Une société a présenté des notes aux états financiers qui ne sont pas actualisées comportant des informations se rapportant à l'exercice 2002.

### 3-2 Analyse des états financiers définitifs arrêtés au 31 décembre 2003 des sociétés non admises à la cote

L'examen des états financiers définitifs arrêtés au 31 décembre 2003 des sociétés non admises à la cote a dégagé les insuffisances suivantes :

- Une société a présenté ses états financiers comportant des erreurs matérielles au niveau de certaines rubriques du bilan et de l'état de flux de trésorerie ;
- Une société a communiqué des états financiers comportant des discordances entre certains éléments du corps des états financiers et les notes explicatives correspondantes ;
- Deux sociétés ont omis d'insérer une référencement croisée entre le corps des états financiers et les notes explicatives correspondantes ;
- Les notes aux états financiers de cinq sociétés n'étaient pas conformes à la norme comptable sectorielle relative à la présentation des états financiers ;
- Les notes aux états financiers d'une société n'étaient pas conformes à la norme comptable sectorielle relative à la présentation des états financiers, dans la mesure où il a été relevé l'absence des notes relatives à la présentation de l'entreprise, de ses opérations et de ses activités, des principes et méthodes comptables appliqués ;
- Quatre sociétés n'ont pas présenté les notes aux états financiers relatives à l'état des flux de trésorerie ;
- Le tiers des sociétés ne présente pas l'état de mouvements de capitaux propres et plus de la moitié ne présente pas l'état des engagements hors bilan ;
- Une société a présenté des états financiers faisant apparaître des fonds propres en deçà de la moitié du capital social et ce, en raison des pertes constatées au cours de l'exercice. Le CMF a attiré son attention sur l'obligation de provoquer, par le conseil d'administration, la réunion d'une assemblée générale extraordinaire dans les quatre mois de l'approbation des comptes à l'effet de statuer sur la question de savoir s'il y a lieu ou non de prononcer la dissolution de la société et ce, conformément aux dispositions de l'article 388 du code des sociétés commerciales.

### 3-3 Analyse des états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2003

L'examen des états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2003 publiés par les sociétés admises à la cote, a permis de constater que vingt trois étaient incomplets dans la mesure où :

- 1 ne renfermait pas le tableau des mouvements des capitaux propres ;
- 18 n'avaient pas prévu les notes à l'état de flux de trésorerie ;
- 2 avaient omis d'établir des notes à l'état de résultat ;
- une société n'avait pas établi une note relative aux informations sectorielles ;
- et une autre société a omis de prévoir une note concernant les parties liées.

Des anomalies ont été relevées lors de l'examen de 15 états financiers provisoires :

- les notes aux états financiers de quatre sociétés ne renfermaient pas des justifications aux retraitements opérés sur les états financiers relatifs à l'exercice précédent;
- le tableau des mouvements des capitaux propres de trois sociétés n'était pas conforme à l'affectation du résultat de l'exercice précédent et celui d'une société comportait des erreurs matérielles;
- la comptabilisation des frais préliminaires parmi les immobilisations et non au niveau des autres actifs non courants, pour une société ;
- des discordances entre certains éléments du corps des états financiers et les notes correspondantes ont été détectées pour deux sociétés ;
- les notes aux états financiers établies par une société sont différentes de celles annexées à l'avis du commissaire aux comptes ;
- l'état des flux de trésorerie d'une société était incomplet, étant donné qu'il ne retraçait que les soldes de flux de trésorerie pour chaque activité ;
- les notes aux états financiers d'une société ne présentaient pas une confirmation du respect des normes comptables tunisiennes, des bases de mesure et des principes comptables appliqués ;
- les notes aux états financiers d'une société n'étaient pas conformes à la norme comptable relative aux éventualités et événements postérieurs à la date de clôture, étant donné qu'elles ne comportaient pas ses engagements hors bilan;
- les notes aux états financiers d'une société ne comportaient pas une analyse relative à l'évolution des rubriques du bilan, de l'état de résultat et de l'état de flux de trésorerie.

Le CMF a invité les sociétés concernées à remédier à cette situation en portant les corrections nécessaires, pour certaines, et en établissant les notes qui manquent, pour d'autres.

### 3-4 Analyse des états financiers intermédiaires arrêtés au 30 juin 2004

L'examen des états financiers intermédiaires arrêtés au 30 juin 2004 publiés par les sociétés admises à la cote, fait ressortir une amélioration quant leur conformité aux normes comptables en vigueur.

Cependant, il y a lieu de noter qu'une société a omis d'établir les notes aux états financiers arguant du fait qu'elle se trouve dans une phase de dissolution, deux sociétés n'ont pas présenté la note obligatoire relative au tableau des mouvements de leurs capitaux propres, quatre sociétés ont omis d'établir les notes aux états financiers relatives à l'état de résultat, alors que dix autres ont omis d'établir des notes sur l'état de flux de trésorerie.

Les états financiers semestriels de sept sociétés ont été établis compte non tenu de la charge d'impôt sur les sociétés afférente à la période et ce, contrairement à la norme comptable n°19 relative aux états financiers intermédiaires.

Le CMF a invité les sociétés concernées à remédier à cette situation en établissant les notes qui manquent, pour certaines, et à fournir une estimation de l'impôt de la période en concertation avec le commissaire aux comptes, pour d'autres.

En réponse, trois sociétés ont procédé aux régularisations nécessaires en établissant, à nouveau, leurs états financiers provisoires compte tenu de la charge d'impôt pour deux d'entre elles, et en ajoutant les notes relatives à l'état de flux de trésorerie pour la troisième.

### 3-5 Analyse des rapports émis par les commissaires aux comptes

Suite à la demande adressée en 2003 par le CMF à l'Ordre des Experts Comptables de Tunisie afin d'intervenir auprès des commissaires aux comptes pour qu'ils conforment leurs rapports à la norme internationale d'audit, une diminution remarquable des divergences relevées au niveau des rapports émis par les commissaires aux comptes se rapportant aux états financiers définitifs et provisoires des sociétés admises à la cote relatifs à l'exercice 2003 et des états financiers intermédiaires arrêtés au 30 juin 2004, a été constatée.

Concernant les rapports d'audit se rapportant aux états financiers définitifs des sociétés admises à la cote, tels qu'arrêtés au 31 décembre 2003, les divergences relevées par rapport à ces normes se rapportent essentiellement à :

- la description des diligences mises en œuvre par l'auditeur au niveau de 9 rapports émis en 2004 contre 14 rapports émis en 2003 ;
- l'identification du destinataire, pour 2 cas, même nombre que celui enregistré une année auparavant ;
- l'appréciation des principes comptables suivis par la société, au niveau de 7 rapports contre 21 en 2003 ;
- le rappel des responsabilités respectives de la direction de l'entité et de l'auditeur au niveau de 7 rapports, contre 15 rapports en 2003.

Il y a lieu également de signaler que tous les rapports émis ont précisé la référence aux normes comptables applicables ainsi que la formulation de l'opinion exprimant l'avis de l'auditeur sur les états financiers.

En ce qui concerne les rapports d'audit pour les missions d'examen limité émis sur les états financiers intermédiaires arrêtés au 30 juin 2004, leurs divergences par rapport aux normes internationales d'audit ont été réduites dans la mesure où :

- 5 rapports n'ont pas formulé le rappel des responsabilités respectives de la direction de la société et de l'auditeur contre 11 rapports émis au 30 juin 2003 ;
- 4 rapports ont omis de préciser la référence à la Norme Internationale d'Audit relative aux missions d'examen limité, même nombre que celui relevé au 30 juin 2003 ;
- 2 rapports contre 7 une année auparavant, n'ont pas présenté la description des diligences mises en œuvre par l'auditeur ;
- 4 rapports ont omis de préciser l'étendue de l'examen limité, contre 8 rapports en 2003.

Le CMF a été amené à attirer, encore une fois, l'attention de l'Ordre des Experts Comptables de Tunisie sur ces insuffisances et lui a demandé d'intervenir auprès des commissaires aux comptes pour qu'ils conforment leurs rapports à la norme internationale d'audit.

## CHAPITRE III LA PROTECTION DES EPARGNANTS

### I- LA PROTECTION DES EPARGNANTS A L'OCCASION DES OPERATIONS FINANCIERES :

#### 1- A L'OCCASION DES OPERATIONS DE REMBOURSEMENT PAR ANTICIPATION DE LA TOTALITE DE L'ENCOURS D'EMPRUNTS OBLIGATAIRES :

Courant 2004, le CMF a été saisi par quatre émetteurs désirant rembourser par anticipation la totalité de l'encours des emprunts obligataires qu'ils ont émis. Cette option de remboursement anticipé ayant été prévue au niveau des prospectus d'émission des emprunts en question, le CMF n'a pas émis d'objections à ce sujet. Cependant, il a invité chacune des sociétés émettrices à procéder à la publication d'un avis d'information dans deux journaux quotidiens (dont l'un en langue arabe) et dans les bulletins officiels du CMF et de la BVMT, pour porter les conditions du remboursement anticipé (montant, prix, date et lieu de remboursement) à la connaissance des obligataires concernés.

#### 2- A L'OCCASION DES OPERATIONS DE FUSION

En 2004, quatre sociétés faisant Appel Public à l'Épargne, émettrices d'emprunts obligataires ont requis l'autorisation du CMF pour la réalisation d'opérations de fusion et ce, conformément aux dispositions des articles 416 et 336 du code des sociétés commerciales.

A l'occasion de l'examen de ces requêtes, le CMF a veillé à analyser les conséquences des opérations de fusion sur les parties directement concernées (actionnaires des sociétés faisant appel public à l'épargne) et sur les obligataires ayant souscrit aux emprunts émis par les sociétés absorbées et ce, sans appréciation des opérations proposées ni approbation de leur opportunité.

Ces quatre sociétés ont eu l'autorisation du CMF et n'ont pas produit de prospectus, les opérations en question ne constituant pas un appel public à l'épargne.

Par ailleurs deux autres sociétés, en l'occurrence deux sociétés de leasing cotées, ont entamé le processus de leur fusion qui selon leur planning prévisionnel aboutit au 4ème trimestre de l'année 2005. L'opération de fusion en question fera l'objet d'un prospectus de fusion.

#### 3- A L'OCCASION DES ACQUISITIONS DE BLOCS DE CONTROLE

Courant 2004 et suite à une acquisition en bourse, Amen Bank agissant de concert avec des sociétés du groupe Amen a franchi le seuil de 50% des droits de vote dans le capital de Tunisie Leasing. En l'absence de l'engagement des acquéreurs de replacer dans le public les titres acquis en dépassement dudit seuil, le CMF a décidé d'ordonner à Amen Bank, en sa qualité de chef de file dans l'action de concert, de procéder à une offre publique d'achat visant le reste des actions non détenues par les sociétés agissant de concert dans le capital de Tunisie Leasing. Le prix de ladite offre publique d'achat obligatoire a été fixé par le CMF à 23,500 dinars l'action, cours auquel s'est effectué le franchissement du seuil.

Compte tenu de la qualité « d'établissement de crédit » de la société Tunisie Leasing et en application de l'article 10 de la loi n°2001-65 du 10 juillet 2001 relative aux établissements de crédit, Amen Bank,

agissant au nom du groupe Amen, a déposé auprès de la Banque Centrale de Tunisie une demande à l'effet d'obtenir l'agrément prévu par ledit article qui stipule, notamment, ce qui suit : « Sont soumis à l'agrément prévu à l'article 7 de la présente loi, toute acquisition de parts de capital d'un établissement de crédit susceptible d'entraîner le contrôle de celui-ci et, dans tous les cas, toute opération dont il résulte l'acquisition d'un pourcentage des droits de vote égal ou supérieur à 10%. ».

En conséquence, la procédure de l'OPA obligatoire sur le reste du capital de la société Tunisie Leasing a été suspendue jusqu'à l'obtention de la réponse des autorités monétaires sur cette demande.

En réponse, la Banque Centrale de Tunisie a notifié à Amen Bank le refus des autorités monétaires de lui accorder l'agrément sollicité tout en lui ordonnant de céder les actions Tunisie Leasing en dépassement du seuil de 50% des droits de vote.

L'obligation de déposer un projet d'offre publique d'achat visant le reste du capital de Tunisie Leasing est ainsi devenue sans objet et le groupe Amen a procédé à une cession progressive des titres détenus en dépassement du seuil précité.

#### 4- A L'OCCASION DES OPERATIONS RESERVEES AUX SALARIES :

Au cours de l'année 2004, le CMF a accordé son visa à trois prospectus abrégés destinés à des salariés tunisiens sollicités pour une souscription dans le capital de leurs sociétés mères de nationalité étrangère.

Ces visas ont été accordés au vu des visas octroyés par les autorités de régulation des pays d'origine des sociétés mères.

## II/ LA PROTECTION DES EPARGNANTS A L'OCCASION DU TRAITEMENT DES PLAINTES

Le nombre des plaintes déposées auprès du CMF durant l'année 2004 a sensiblement régressé par rapport à l'année précédente sachant que le CMF a reçu 18 plaintes contre 32 en 2003 émanant essentiellement de petits porteurs.

### 1- LES PLAINTES CONTRE LES INTERMEDIAIRES EN BOURSE ET LES BANQUES

Les plaintes déposées à l'encontre des intermédiaires en bourse et dont le nombre s'élève à 10 ont concerné les questions suivantes :

#### **Le transfert des portefeuilles**

Le CMF a été saisi de trois plaintes dont deux contre le même intermédiaire qui a refusé de procéder au transfert du portefeuille des deux plaignants lesquels ont demandé l'intervention du CMF.

Les investigations ont démontré que le refus l'intermédiaire en bourse de transférer le portefeuille de l'un des plaignants était motivé par le fait que ce dernier gérait, en plus de son propre compte, d'autres comptes débiteurs dont l'intermédiaire a exigé la régularisation.

Quant à la 2ème plainte, il s'est avéré que, l'intermédiaire a réclamé le paiement de son dû avant d'effectuer les formalités de transfert.

Les litiges ayant été réglés à l'amiable, l'intermédiaire a procédé aux transferts demandés, en conséquence de quoi, le Collège du CMF a décidé de classer les plaintes.

Dans une autre plainte de même objet, déposée à l'encontre d'une banque qui avait refusé au plaignant le transfert de son portefeuille auprès d'un intermédiaire en bourse, le CMF, sur le fondement de l'article 84 du statut des intermédiaires en bourse, qui soumet les banques exerçant des activités en relation avec le marché financier aux dispositions du statut des intermédiaires en bourse et notamment celles relatives aux transferts de portefeuilles, a déclaré sa compétence en la matière.

En cours d'instruction, la banque a fait droit à la demande du plaignant qui a donc retiré sa plainte.

### **L'information sur les comptes :**

Deux plaintes ont été déposées au CMF par la même personne contre une banque, qui a refusé de lui communiquer les opérations enregistrées sur son compte titres qui, selon elle, auraient été exécutées sans ordre.

Les investigations effectuées relativement à l'une des deux plaintes ont démontré que le plaignant avait donné un mandat de gestion à la personne qui a effectué les opérations ; la banque ayant fourni une copie des ordres litigieux, le CMF a décidé de classer le dossier.

S'agissant de la seconde plainte, les investigations suivent leurs cours.

Par une troisième plainte relative au défaut d'information, le plaignant reproche à l'intermédiaire en bourse de ne pas l'avoir informé du nombre exact de titres acquis lors d'une offre publique de vente tant pour son compte qu'au profit d'autres personnes dont il gère les comptes.

L'enquête a établi dans cette affaire que l'intermédiaire en question n'avait pas commis de faute puisqu'il avait agi selon les ordres du plaignant ; le CMF a donc décidé de classer le dossier.

### **L'inexécution d'ordres**

Un plaignant a demandé l'intervention du CMF auprès d'un intermédiaire en bourse lequel avait refusé d'exécuter un ordre de vente d'actions ;

Les investigations ont fait apparaître l'impossibilité pour l'intermédiaire d'exécuter ledit ordre en raison de l'absence d'indication du prix de vente par le plaignant conformément aux dispositions de l'article 91 du règlement général de la bourse qui prévoit que tout ordre de bourse doit comporter l'indication du sens de l'opération (achat ou vente), la désignation ou les caractéristiques de la valeur sur laquelle porte la négociation, le nombre de titres à négocier et le prix.

Le litige ayant été réglé à l'amiable entre l'intermédiaire en bourse et le plaignant, ce dernier a retiré sa plainte, et le CMF a décidé de classer le dossier.

### **Non-respect des mentions portées sur l'ordre du client**

Le CMF a été saisi d'une plainte contre un établissement de crédit, collecteur d'ordres au profit d'un intermédiaire en bourse, ayant pour objet l'exécution d'un ordre d'achat à un prix supérieur à celui stipulé sur l'ordre émis par le plaignant lequel réclame le remboursement des commissions perçues sur cette opération ainsi qu'un dédommagement des pertes subies.

L'enquête a révélé que le prix indiqué sur l'ordre, reçu par fax par la banque, n'était pas clair. A la suite de son exécution, le plaignant a contesté l'opération sachant que le prix d'achat avait dépassé le prix qu'il avait indiqué.

A cet effet la Banque lui a demandé de lui fournir un ordre de vente des titres litigieux et l'opération a été exécuté au prix d'achat.

Dans cette affaire, la banque a reconnu sa faute et a accepté de restituer au client les différentes commissions perçues sur les opérations. Toutefois, le CMF s'est déclaré incompétent sachant que la plainte avait pour objet une demande d'indemnisation, laquelle relève de la compétence des juridictions de droit commun.

### **La tenue des comptes**

Deux plaintes ont été déposées contre le même intermédiaire relativement à sa responsabilité en matière de tenue de compte des clients.

Dans la première plainte, l'intermédiaire avait informé son client que son compte était débiteur d'une somme importante suite à des achats effectués cinq ans auparavant, ce que le plaignant conteste.

Suite aux investigations il s'est avéré que l'intermédiaire avait d'une part, acheté en bourse sur ordre du client des actions qu'il avait par la suite revendu et remis au client le produit de la vente, se rendant compte cinq ans après que le client n'avait pas la provision nécessaire pour régler le montant de l'achat.

Le dossier est en cours d'instruction par les services du CMF.

Dans la seconde plainte, l'enquête préliminaire a révélé que le montant réclamé au plaignant par l'intermédiaire correspond à un montant perçu par lui cinq ans auparavant et que l'intermédiaire n'avait pas comptabilisé. S'en rendant compte, l'intermédiaire a réclamé au client ledit montant.

Devant la contestation du plaignant relativement à la tenue de son compte, le CMF est intervenu auprès de l'intermédiaire en bourse, lequel a fourni à son client les justificatifs nécessaires afférents aux opérations inscrites sur son compte. Par conséquent le CMF a classé le dossier.

### **Inexécution des formalités d'enregistrement d'une cession d'actions.**

Suite à la demande de cessation d'activité présenté par un intermédiaire en bourse, le CMF a conformément à la réglementation en vigueur, retiré l'agrément octroyé audit intermédiaire, lequel, par application de l'article 63 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994, a demandé aux autres intermédiaires de racheter sa part dans le capital de la bourse des valeurs mobilières au prix fixé par une décision du CMF. Devant le refus de certains d'entre eux, l'intermédiaire en question a saisi le CMF.

Lors des auditions, les intéressés ont évoqué les motifs de leurs refus d'exécuter les formalités d'enregistrement tels que l'absence de délais d'exécution pour certains d'entre eux ou le paiement du prix de vente avant l'exécution de la formalité d'enregistrement contrairement aux règles appliquées antérieurement.

Par ailleurs, l'enquête a démontré qu'à l'époque de la demande de rachat, les titres en question étaient nantis.

Suite à la régularisation par l'ensemble des intermédiaires en bourse défaillants, le collège du CMF a décidé de rejeter la plainte.

## 2 - LES PLAINTES CONTRE LES SOCIÉTÉS ÉMETTRICES

Les plaintes contre les sociétés émettrices et dont le nombre s'élève à 8 ont porté sur les questions suivantes :

### **Refus à un actionnaire de participer à une Assemblée Générale**

Un actionnaire d'une société faisant appel public à l'épargne a demandé au CMF de prendre les mesures qui s'imposent contre ladite société qui lui a interdit la participation à une assemblée générale. Conformément aux dispositions des articles 274 et suivants du Code des Sociétés Commerciales régissant les relations entre la société et ses actionnaires, l'objet de la plainte ressort de la compétence des tribunaux judiciaires ; Par conséquent le CMF a décidé de rejeter la plainte pour incompétence.

### **Les dividendes**

Un plaignant a sollicité l'intervention du CMF afin d'obtenir des précisions sur les dividendes lui revenant relatifs aux actions composant le capital social d'une banque souscrites lors de sa constitution tout en sachant qu'il avait demandé à la banque de réinvestir ces dividendes dans l'achat de nouvelles actions. L'enquête a révélé que le plaignant n'avait pas octroyé à la banque une procuration légale pour l'opération en question.

Toutefois le montant des dividendes des cinq dernières années a été restitué au plaignant, le reste ayant été prescrit conformément à la législation en vigueur.

Le plaignant a retiré sa plainte, et le CMF a décidé de classer le dossier.

### **Nombre d'actions**

Le CMF a été saisi d'une plainte dans laquelle le demandeur conteste le nombre d'actions qui lui reviennent dans le capital social d'une société.

L'instruction du dossier a établi que l'objet de la plainte n'entraîne pas dans le champ de compétence du CMF sachant que la société en question ne fait pas appel public à l'épargne.

En conséquence, le CMF a décidé de rejeter la plainte.

### **Projet de résolution**

Un épargnant a déposé au CMF une plainte contre une société cotée dans laquelle il expose qu'il a présenté à la société en question un projet de résolution à soumettre à l'assemblée générale, la société a refusé de faire droit à sa demande. Le dossier est en cours d'instruction auprès des services du CMF.

### **La publication d'informations par une société cotée**

Le CMF a reçu trois plaintes relativement à la publication d'informations par des sociétés cotées.

Dans l'une des plaintes, le demandeur prétend que la société a diffusé de fausses informations sur ses perspectives d'avenir ; l'enquête a démontré d'une part que rien ne justifie clairement l'existence de fausses informations et que d'autre part la société concernée a fourni l'information au public conformément aux obligations mises à sa charge par la législation en vigueur.

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

Dans la seconde plainte, un actionnaire d'une société cotée sollicite du CMF l'ouverture d'une enquête au sujet d'informations financières publiées par ladite société, prétendant que cette dernière avait manipulé ses comptes et les comptes de ses filiales.

Constatant que les allégations du plaignant n'étaient pas fondées, le CMF a décidé de rejeter la plainte.

La troisième plainte avait pour objet la communication par une société cotée de fausses informations sur l'objectif d'une opération d'augmentation de capital, objet d'un prospectus visé par le CMF.

Cette plainte est en cours d'instruction auprès des services concernés.

### **Plaintes contre des sociétés d'investissement**

Le CMF a examiné une plainte émanant d'un ayant droit ayant pour objet le refus d'une société d'investissement à capital variable de faire droit à la demande de rachat d'actions revenant à son auteur. Les investigations ont démontré que les allégations du plaignant n'étaient pas fondées sachant que ce dernier n'a pas fourni les justificatifs légaux nécessaires au transfert de propriété tels que prévus par l'article 99 du code des droits d'enregistrements et de timbre qui énonce que «les transferts ou conversions de titres nominatifs de sociétés dépendant d'une succession ne pourront être effectués que sur la présentation d'un certificat délivré, sans frais, par le Receveur des Finances, constatant l'acquittement des droits d'enregistrement sur les successions ou sa non exigibilité.»

Par conséquent, en l'absence de faute de la part de la société concernée, le Collège du CMF a décidé de rejeter la plainte.

## III/ LES ENQUETES DU CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER

Le CMF a achevé en 2004 les enquêtes ouvertes en 2003 et dont les objets étaient les suivants :

- rachat d'une société de ses propres actions
- marché des titres d'une société cotée
- gestion et comptes d'un intermédiaire en bourse

### 1 - ENQUETE AUPRES D'UNE SOCIETE EMETTRICE

Lors de l'examen des comptes provisoires d'une société cotée en bourse, les services du CMF ont constaté l'achat par ladite société de ses propres actions. L'enquête a démontré, que cette opération n'a fait l'objet d'une autorisation préalable ni de l'assemblée générale ordinaire, conformément à l'article 19 (nouveau) de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier qui permet aux sociétés cotées en bourse sur autorisation expresse de leur assemblée générale ordinaire d'acheter et de revendre sur le marché les actions qu'elles émettent, ni de l'assemblée générale extraordinaire, conformément à l'article 88 de la loi précitée qui interdit aux sociétés la souscription et l'achat des actions qu'elles émettent sauf en cas de réduction du capital non motivée par des pertes.

En conséquence, le CMF a décidé de transmettre le dossier au Procureur de la République.

### 2 - ENQUETE SUR LE MARCHÉ DES TITRES D'UNE SOCIETE COTEE

Suite à la hausse anormale du cours des titres d'une société cotée ainsi que des quantités échangées, et ce, alors que les informations publiées par la société font état d'une légère baisse de ses résultats, le CMF a décidé d'ouvrir une enquête sur le marché des titres de ladite société.

Cette enquête a révélé que des intervenants sur la valeur ont entravé le fonctionnement régulier du marché en recourant à des manipulations consistant d'une part à initier des ordres d'achat ou de vente au nom de

portefeuilles gérés afin d'amener progressivement la valeur à un prix souhaité et d'autre part à émettre des ordres d'achat de quantités importantes de titres dans le but non pas de les acquérir mais de contrôler le cours de la valeur sachant que ces ordres ont été annulés par l'initiateur dès l'exécution d'une opération au prix voulu.

Les investigations ont démontré que la hausse du cours des titres était préméditée dans le but d'exécuter une opération importante à un prix préalablement déterminé ce qui constitue une manipulation des cours des titres de la société, infraction prévue par l'article 81 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier qui énonce que « Sera punie des peines prévues au premier paragraphe du présent article (1000 à 10.000 dinars), toute personne qui, directement ou par personne interposée, aura sciemment exercé ou tenté d'exercer sur le marché d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché ou d'induire autrui en erreur. »

Le CMF a donc décidé de transmettre le dossier au Procureur de la République.

### 3 - ENQUETE AUPRES D'UN INTERMEDIAIRE EN BOURSE

Le CMF a ouvert une enquête approfondie sur l'activité d'un intermédiaire en bourse suite à la multiplication des plaintes reçues à son endroit. Les investigations ont mis en évidence des défaillances tant sur le plan de l'organisation de la société que sur le plan de la gestion des fonds et des titres revenant à ses clients ayant des conséquences néfastes sur l'activité de la société en général et sur les comptes objets d'une convention de gestion en particulier.

Sur le plan de l'organisation, il a été constaté le cumul de fonctions dont la loi exige la séparation, l'absence des registres légaux obligatoires tel que le registre des ordres d'achat et de vente reçus ou initiés, l'absence d'horodatage des ordres avant leur exécution et le non-respect des procédures légales en matière d'ordre téléphonique sachant que la société ne possède pas d'enregistreur téléphonique.

Sur le plan de la gestion des fonds et des titres revenant à ses clients, l'enquête a révélé les manquements suivants :

- Production et délivrance aux clients de documents ne reflétant pas la situation exacte de leur compte dans le but de les induire en erreur
- Existence de situation de conflit d'intérêts consistant en l'annulation d'opérations importantes d'acquisitions ou de vente de titres effectuées au profit des clients et leur affectation aux dirigeants de la société et recours à la technique de « l'application » entre les comptes des clients et ceux de la société ou de ses dirigeants à des prix préférentiels au profit de ces derniers :
- utilisation des fonds revenant aux clients pour le compte et dans l'intérêt de la société et de ses dirigeants et mise en péril desdits fonds,
- exécution en bourse d'opérations de vente pour le compte de la société sans détenir au préalable les titres vendus et utilisation des titres revenant aux clients pour couvrir ladite opération.
- Non respect des procédures d'ouverture de compte
- Absence de séparation entre avoirs clients et compte propre de la société et absence de compte bancaire spécifique aux clients
- Enregistrement d'opérations en comptabilité non appuyées de pièces justifiant la réalité des transactions
- Transfert de propriété des titres sans recourir au marché de négociation
- Surfacturation et modification du taux des commissions sans préalablement informer le client et le CMF
- Mouvement des comptes des clients sans ordre écrit et sans accord préalable



## LA PROTECTION DES EPARGNANTS

- Réticence non motivée à délivrer aux clients les fonds leurs revenant
- Non respect des obligations contractuelles découlant des conventions de gestion de portefeuille conclues entre l'intermédiaire en bourse et son client et ce par l'absence de fructification des liquidités durant des périodes relativement longues au niveau des comptes gérés occasionnant ainsi un manque à gagner d'une part et d'autre part en recourant à des placements non prévus par la convention.

Suite aux investigations effectuées, le CMF après avoir décidé de traduire la société d'intermédiation en bourse ainsi que ses dirigeants devant le conseil de discipline pour les manquements ci-dessus indiqués chacun en ce qui le concerne, a prononcé à leur encontre les sanctions suivantes :

- l'interdiction définitive et totale d'exercer toute activité sur le marché financier pour le 1er responsable de la société
- un blâme pour chacun des deux directeurs généraux adjoints
- l'interdiction provisoire pour la société d'intermédiation d'exercer l'activité de gestion de portefeuilles pour le compte de tiers et ce jusqu'à ce que la société remplisse les conditions légales d'exercice de cette activité.

Par ailleurs, le CMF a décidé de transmettre le dossier au procureur de la république relativement au grief de Production et délivrance aux clients de documents ne reflétant pas la situation exacte de leur compte dans le but de les induire en erreur et ce, afin d'établir l'éventuelle existence d'une infraction pénale.

## CHAPITRE IV : LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE COLLECTIVE

La gestion collective connaît, depuis quelques années, un développement et un accroissement qui se sont poursuivis en 2004 touchant aussi bien les OPCVM obligataires que les OPCVM mixtes qui ont connu une évolution favorable de leurs actifs nets, renouant avec une croissance à deux chiffres de leurs encours sous gestion. La confiance des investisseurs s'est traduite par une collecte nette positive.

Cette situation est due d'une part à l'effort du CMF pour sécuriser les investisseurs et d'autre part au rendement positif de l'ensemble des OPCVM de la place.

En effet, outre son activité courante d'agrément et de suivi des OPCVM de la place, l'action du CMF a été particulièrement focalisée sur l'encadrement et le contrôle de la gestion collective. C'est dans ce cadre qu'un programme de contrôle sur place a été mis en œuvre pour vérifier la conformité du fonctionnement des OPCVM aux dispositions légales et réglementaires qui les régissent.

En 2004, il a été observé un plus grand respect de la part des gestionnaire des délais de dépôt au CMF des états financiers trimestriels ainsi que des ratios d'emploi des actifs et des ratios prudentiels de division des risques de la quasi totalité des OPCVM.

Au cours des inspections effectuées, les insuffisances relevées sont mineures et ne sont pas de nature à toucher à la véracité de la valeur liquidative des SICAV inspectées, à leur organisation ou à leur fonctionnement. Une tendance à l'amélioration du respect des obligations légales et réglementaires a été observée puisque toutes les SICAV inspectées ont pallié les insuffisances relevées.

Au 31 décembre 2004, le secteur de la gestion collective totalisait un encours de 1 998 MD contre 1 671 MD un an auparavant, soit une évolution de 19,57%.

L'actif net des OPCVM obligataires représente à lui seul 95,44% de l'ensemble des fonds gérés par les OPCVM.

Les flux nets des capitaux collectés par l'ensemble des OPCVM durant l'année 2004 s'élèvent à 305,7 MD contre 133,8 MD durant l'année 2003 accusant ainsi une hausse de 128,47%.

Le nombre total des actionnaires des OPCVM est passé de 27 340 au 31 décembre 2003 à 29 755 au 31 décembre 2004, enregistrant ainsi une augmentation de 8,83%.

Concernant la performance des OPCVM de la place, leur taux de rendement annuel moyen a atteint 4,45% à la date du 31 décembre 2004. Il était de 4,36% pour les OPCVM obligataires et de 6,48% pour les mixtes.

La gestion collective n'a pas cessé de confirmer sa position dans l'économie nationale durant la période allant de 2001 à 2004 et ce par l'accroissement significatif des actifs nets des OPCVM en activité.

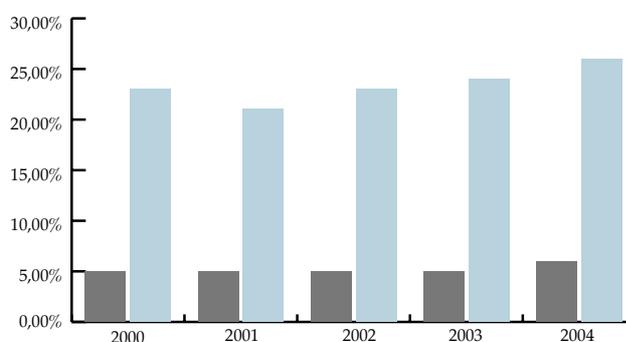
En effet, durant l'année 2004, les actifs nets des OPCVM de la place représentent 5,69% du PIB et 25,15% de l'épargne nationale brute contre 5,19% et 23,54% en 2003.

Ces OPCVM constituent une épargne obligataire relativement stable et contribuent significativement au développement du marché primaire, puisqu'elles absorbent la quasi totalité des émissions privées et une bonne partie des émissions de Bons du Trésor.

## LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE COLLECTIVE

Evolution comparée de l'actif net, du PIB et de l'épargne nationale brute					En MD
Libellé	2000	2001	2002	2003	2004
Actifs nets OPCVM	1 398	1 452	1 511	1 671	1 998
Variation annuelle	26,86%	3,86%	4,06%	10,59%	19,57%
PIB (aux prix courants)	26 651	28 757	29 933	32 212	35 104
Variation annuelle	8,16%	7,90%	4,09%	7,61%	8,98%
Rapport de l'actif net au PIB	5,25%	5,05%	5,05%	5,19%	5,69%
Epargne Nationale Brute (aux prix courants)	6 162	6 787	6 610	7 101	7 944
Variation annuelle	3,65%	10,14%	-2,61%	7,43%	11,87%
Rapport de l'actif net à l'Epargne Nationale Brute	22,69%	21,39%	28,86%	23,54%	25,15%

Evolution de l'actif net par rapport au PIB  
et à l'épargne nationale brute



## I - L'ACTIVITE DES OPCVM EN 2004

### 1 - EVOLUTION DES ACTIFS NETS DES OPCVM EN 2004

En 2004, le CMF a retiré l'agrément de deux SICAV mixtes et un fonds commun de placement nouveau est entré en activité, portant le nombre total des OPCVM en activité à 34 se répartissant entre 17 OPCVM de type obligataire et 17 OPCVM de type mixte.

Les actifs nets de l'ensemble des OPCVM de la place ont connu une croissance importante de 19,57% pour atteindre un volume de 1 998 MD au 31 décembre 2004 contre 1 671 MD au 31 décembre 2003.

Cette hausse résulte essentiellement de l'effet collecte qui contribue à concurrence de 95% à l'augmentation des encours de l'ensemble des OPCVM de la place.

A côté de l'intérêt toujours croissant des investisseurs pour les OPCVM obligataires, on note un regain d'intérêt pour les OPCVM mixtes.

En effet, les actifs nets des OPCVM mixtes ont enregistré une augmentation de 40% ; Ceux des OPCVM obligataires ont cru de 18,74% par rapport à l'année 2003.

## LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE COLLECTIVE



Conseil du Marché financier

Evolution des actifs nets		En MD		
	2002	2003	2004	
Actifs nets de l'ensemble des OPCVM	1 511	1 671	1 998	
Variation annuelle	4,06%	10,59%	19,57%	
Actifs nets des OPCVM mixtes	56	65	91	
Variation annuelle	-30,86%	16,07%	40%	
Actifs nets des OPCVM obligataires	1 455	1 606	1 907	
Variation annuelle	6,13%	10,38%	18,74%	

Pour la deuxième année consécutive, les encours des OPCVM mixtes ont augmenté dénotant un regain d'intérêt des épargnants pour cette catégorie d'OPCVM qui s'expliquerait par l'amélioration de leur rendement.

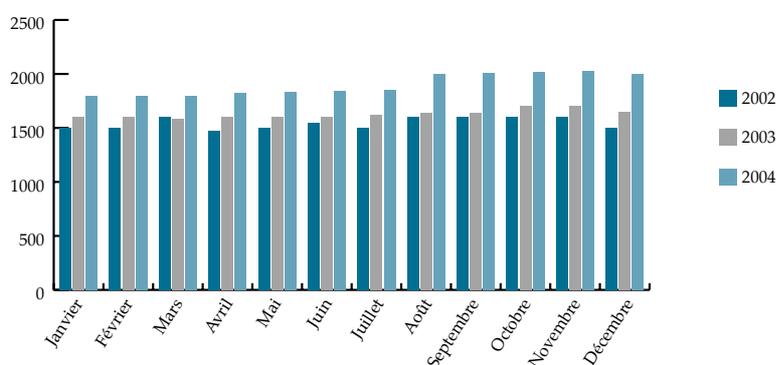
Tout comme en 2003, les OPCVM obligataires continuent à accaparer une part prédominante du marché qui a atteint en 2004, 95,44% de l'ensemble des fonds gérés par les OPCVM.

La hausse des encours des OPCVM obligataires provient à concurrence de 93% d'un effet collecte et pourrait s'expliquer par la stabilité du rendement de cette catégorie d'OPCVM ainsi que par leur liquidité et leur compétitivité par rapport aux produits bancaires d'épargne classiques.

L'évolution des actifs nets de l'ensemble des OPCVM de la place montre une évolution cyclique des actifs nets sous gestion.

Au cours des quatre premiers mois de l'année, les actifs nets des OPCVM enregistrent une légère baisse due au paiement des dividendes qui a lieu durant les cinq premiers mois qui suivent la clôture de l'exercice. Par la suite, et à partir du mois de mai, les actifs nets de l'ensemble des OPCVM augmentent pour décroître par la suite au cours du mois de décembre. Cette baisse est imputable à un mouvement de rachat au cours du dernier mois de l'année. La baisse du mois de décembre est de l'ordre de 124 MD, soit 5,84%.

Evolution mensuelle comparée des actifs nets OPCVM 2002 - 2004



Tout comme l'année précédente, la répartition des actifs nets par catégorie de gestionnaire est restée environ la même.

## LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE COLLECTIVE

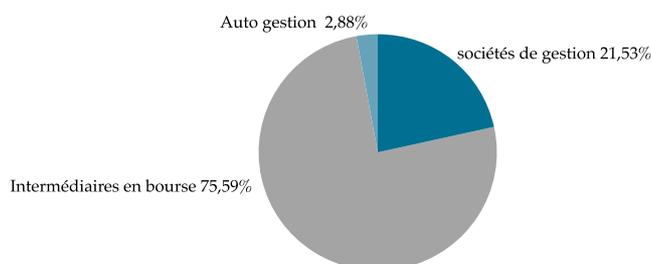
C'est ainsi que la tendance vers la concentration observée au cours de l'année 2003 s'est confirmée au cours de cette année.

En effet, les actifs nets de l'ensemble des OPCVM de la place se répartissent ainsi :

- 21,53% des actifs nets sont gérés par les sociétés de gestion d'OPCVM
- 75,59% des actifs nets sont gérés par les intermédiaires en bourse
- 2,88% des actifs nets sont auto-gérés par les SICAV elles mêmes.

Par ailleurs, deux gestionnaires de la place continuent à concentrer 35,03% de l'ensemble des actifs nets de la place contre 38,27% l'année précédente.

Répartition des actifs nets par catégorie de gestionnaires



## 2 - CAPITAUX COLLECTÉS PAR LES OPCVM

Les flux nets de capitaux collectés<sup>8</sup> par les OPCVM durant l'année 2004 se sont élevés à 305,7 MD contre 133,8 MD une année auparavant, soit une hausse de 128,47% (voir tableau n° 24).

	2003			2004			En MD
	Souscriptions	Rachats	Flux nets de capitaux collectés	Souscriptions	Rachats	Flux nets de capitaux collectés	
OPCVM mixtes	50,9	43,5	7,4	111,7	86,3	25,4	
OPCVM obligataires	1 719	1 592,6	126,4	2 115,6	1 835,3	280,3	
Ensemble des OPCVM	1 769,9	1 636,1	133,8	2 227,3	1 921,6	305,7	

L'année 2004 est marquée par la confirmation de la reprise des OPCVM mixtes qui ont réussi pour la deuxième année consécutive à drainer des capitaux de l'ordre de 25,4 MD contre 7,4 MD en 2003.

Quant aux OPCVM obligataires, ils ont drainé 280,3 MD contre 126,4 MD l'année précédente, enregistrant ainsi une augmentation de 121,76%.

Les investisseurs ont encore privilégié les placements défensifs puisque Les OPCVM obligataires ont drainé 91,69% de l'ensemble des flux nets des capitaux collectés par les OPCVM de la place.

Cependant, cette catégorie d'OPCVM a connu un mouvement de désinvestissement au cours du dernier trimestre de l'année qui s'est élevé à 74,9 MD.

<sup>8</sup>) Les flux nets de capitaux collectés = montant total des souscriptions moins montant total des rachats.

Les OPCVM promus par les banques ont collecté 264,1 MD au cours de l'année 2004 contre 65,9 MD au cours de l'année 2003, soit une moyenne de 10,6 MD par OPCVM contre 2,5 MD l'année précédente. Il est à signaler que ces OPCVM ont connu un mouvement de désinvestissement au cours du dernier trimestre de l'année qui s'est élevé à 62,4 MD.

Les neuf OPCVM non adossés à des banques ont drainé 41,6 MD au cours de l'année 2004 contre 67,9 MD au cours de l'année précédente dont 83% ont été drainé par deux OPCVM qui ont réussi à collecter 34,5 MD.

### 3 - EVOLUTION DES EMPLOIS DES OPCVM

La part « Actions » a connu une croissance en montant de 13,43% mais cette progression est plus faible que la progression de l'Actif Net des SICAV puisque les actions ne représentent plus que 3,8% du total des Actifs Gérés contre 4,0% en 2003.

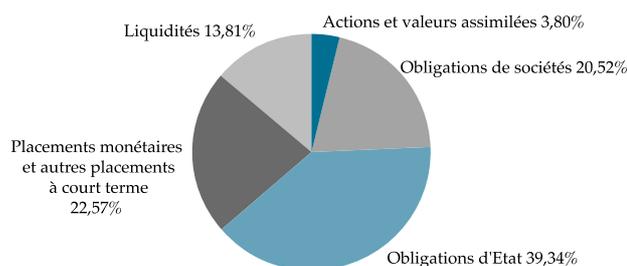
Ceci s'explique par l'attitude prudente des SICAV Mixtes qui ont davantage souscrit en titres de créances mais également par la croissance des actifs gérés par les SICAV obligataires, qui a provoqué une plus grande dilution de la « part actions ».

La part « obligations privées » a également diminué, mais cela semble dû au fait que les émissions ont été moindres et qu'il y a eu des remboursements anticipés (voir tableau n° 25).

Ventilation des emplois	En MD				
	2003	2004	Evolution	% de l'actif net 2003	2004
Portefeuille titres	1 052	1 272	20,91%	62,96%	63,66%
Actions et valeurs assimilées	67	76	13,43%	4,01%	3,80%
Obligations des sociétés	454	410	-9,69%	27,17%	20,52%
Obligations d'Etat	531	786	48,02%	31,78%	39,34%
Placements monétaires et autres placements à court terme	320	451	40,94%	19,15%	22,57%
Liquidités	301	276	-8,31%	18,01%	13,81%

La part des obligations d'Etat a marqué la plus grosse progression (+48%) en raison de la disponibilité du papier et d'un niveau acceptable de sa rémunération.

Emploi des OPCVM au 31 décembre 2004 / actif net



### 3-1 Actions et valeurs assimilées

En valeur absolue, le montant des actions et valeurs assimilées dans les portefeuilles des OPCVM a augmenté de 13,43% en passant de 67 MD au 31 décembre 2003 à 76 MD au 31 décembre 2004.

Cette hausse est imputable exclusivement à des emplois en actions de SICAV qui sont passés de 33 MD au 31 décembre 2003 à 43 MD au 31 décembre 2004.

La part des actions et valeurs assimilées, dans les actifs nets des OPCVM, a baissé passant de 4,01% au 31 décembre 2003 à 3,80% au 31 décembre 2004.

La part des actions cotées ne représente que 1,65% de l'actif net des OPCVM de la place, le reste étant investi en actions de SICAV.

Cette baisse ne résulte pas d'un mouvement de cession de titres mais de l'augmentation plus rapide des actifs des SICAV de la place.

### 3-2 Obligations

Représentant 59,86% de l'actif net des OPCVM, la part des obligations prédomine sur les autres placements.

En effet, le montant des obligations dans les portefeuilles des OPCVM a augmenté de 21,42% en passant de 985 MD au 31 décembre 2003 à 1 196 MD au 31 décembre 2004.

Leur part dans les actifs nets a légèrement augmenté par rapport à l'année précédente passant de 58,95% au 31 décembre 2003 à 59,86% au 31 décembre 2004.

Cette augmentation est le résultat d'une plus grande allocation d'Actifs des SICAV Mixtes aux produits obligataires.

L'évolution de la structure du portefeuille obligations a profité cette année aux titres émis par l'Etat.

La part allouée aux obligations privées dans les actifs nets des OPCVM a diminué par rapport à l'année précédente passant de 27,17% au 31 décembre 2003 à 20,52% au 31 décembre 2004.

En termes de valeur, leur montant a baissé de 9,69% passant de 454 MD à 410 MD.

Cette situation est due à la baisse du volume des émissions réalisées en 2004 et aux tombées d'échéances des emprunts obligataires en cours.

Les émissions obligataires privées ont totalisé 111 MD en 2004 contre 124,5 MD en 2003 enregistrant une baisse de 10,84%

D'autre part, le respect des ratios prudentiels qui leur imposent de ne pas détenir plus de 10 % d'une même catégorie de valeurs mobilières d'un même émetteur sauf s'il s'agit de l'Etat, des collectivités locales ou de valeurs mobilières garanties par l'Etat, les conduit à investir davantage dans les titres émis par l'Etat au détriment des obligations des sociétés.

La participation des OPCVM à la souscription des emprunts privés demeure malgré tout de première importance. Elle a porté sur un montant de 73,4 MD, représentant 66,12 % de l'ensemble des fonds collectés par les sociétés à travers les emprunts obligataires émis sur le marché.

58,32% de l'encours des emprunts des sociétés au 31 décembre 2004 sont détenus par les OPCVM.

L'allocation d'Actifs aux obligations d'Etat a enregistré un accroissement de 255 MD passant de 531 MD en 2003 à 786 MD en 2004. La part des BTA s'élève à 750 MD et celle des BTNB à 36 MD. Leur quote-part représente 39,34% des Actifs gérés contre 31,78% en 2003.

16,86% de l'encours global des BTA au 31/12/2004 sont détenus par les OPCVM contre 13,99% en 2003. 4,5% des Actifs sont représentés par des BTCT soit environ 90 MD qui représentent 13,63% de l'encours global des BTCT.

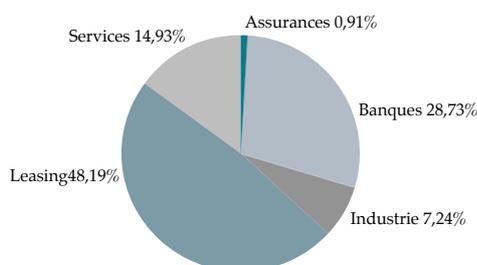
### 3-3 Répartition sectorielle des portefeuilles des OPCVM (hors titres de l'Etat)

L'analyse du portefeuille privé des OPCVM montre une prédominance des secteurs du leasing et bancaire ce qui reflète la structure des émetteurs (voir tableau n° 26).

Répartition sectorielle des portefeuilles (hors titres de l'Etat) En MD

Secteur	Montant			Part relative	
	2003	2004	Evolution	2003	2004
Assurances	1	4	300,00%	0,21%	0,91%
Banques	146	127	-13,01%	30,04%	28,73%
Industrie	40	32	-20,00%	8,23%	7,24%
Leasing	227	213	-6,17%	46,71%	48,19%
Services	72	66	-8,33%	14,81%	14,93%
<b>TOTAL</b>	<b>486</b>	<b>442</b>	<b>-9,05%</b>		

Répartition sectorielle des portefeuilles - titres des OPCVM  
au 31 décembre 2004



La part du secteur du leasing dans les portefeuilles privés des OPCVM reste prépondérante atteignant 48,19% au 31 décembre 2004 pour un montant global de 213 MD et ce malgré la baisse des montants investis dans ce secteur.

Le secteur bancaire vient en deuxième position avec un montant de 127 MD et une part relative de 28,73%. Cependant il a perdu deux points et 19 MD par rapport à l'année précédente.

### 4 - EVOLUTION DU NOMBRE DES ACTIONNAIRES DES OPCVM

Le nombre total des actionnaires et porteurs de parts des OPCVM a augmenté, passant de 27 340 actionnaires au 31 décembre 2003 à 29 750 au 31 décembre 2004, soit une augmentation de 8,81% (voir tableau n° 27).

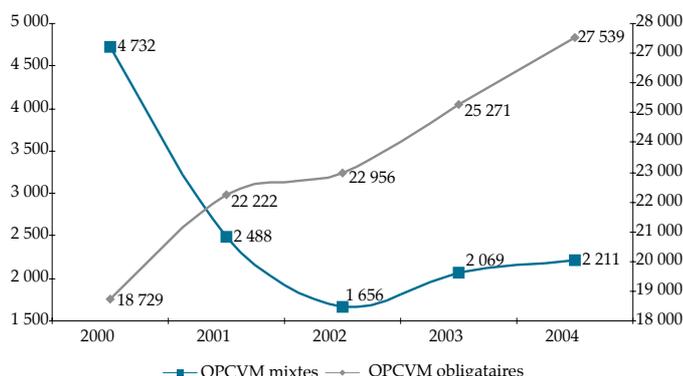
Le nombre d'actionnaires a augmenté pour les deux catégories d'OPCVM comme le montre le tableau ci-après :

## LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE COLLECTIVE

### Evolution du nombre des actionnaires des OPCVM

	2003	2004	Evolution
OPCVM mixtes	2 069	2 211 <sup>9</sup>	6,86%
OPCVM obligataires	25 271	27 539	8,97%
Ensemble des OPCVM	27 340	29 750	8,81%

### Evolution du nombre des actionnaires des OPCVM 2000-2004



#### - Les actionnaires des OPCVM obligataires :

Les SICAV obligataires ont continué d'attirer les actionnaires, leur nombre ayant atteint 27 539 au 31 décembre 2004 contre 25 271 au 31 décembre 2003.

#### - Les actionnaires des OPCVM mixtes :

La tendance amorcée en 2003 s'est confirmée en 2004 puisque le nombre d'actionnaires des OPCVM mixtes est passé de 2 069 actionnaires au 31 décembre 2003 à 2 211 actionnaires au 31 décembre 2004, enregistrant ainsi une hausse de 6,86%.

## 5 - PERFORMANCES DES OPCVM

Le taux de rendement annuel moyen des OPCVM de la place a atteint 4,45% en 2004 contre 4,43% l'année précédente. L'amélioration enregistrée est imputable aux performances des OPCVM mixtes.

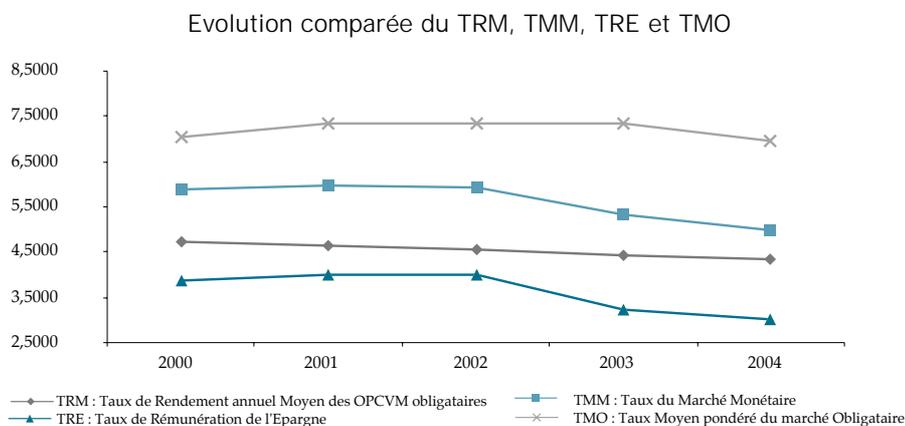
### 5-1- Performances des OPCVM obligataires

Le taux de rendement annuel moyen des OPCVM obligataires a atteint 4,36% en 2004 enregistrant ainsi une légère baisse par rapport à l'année précédente où il se situait à 4,42%.

	Evolution comparée du TRM, TMM, TRE et TMO					en %
	2000	2001	2002	2003	2004	
TRM*	4,7400	4,6400	4,5400	4,4200	4,3600	
TMM	5,8750	5,9792	5,9323	5,3255	5,000	
TRE	3,8750	3,9792	4,0000	3,2083	3,000	
TMO	7,031	7,330	7,3329	7,3426	6,9449	

\* net d'impôt

<sup>9</sup> Ce chiffre ne comporte pas les actionnaires des deux SICAV dont l'agrément a été retiré.



Il apparaît du tableau précédent que le TRM, le TMM, TRE et le TMO ont accusé respectivement une baisse de 6 points de base, 32 points de base, 20 points de base et 40 points de base.

Alors que durant les années précédentes le différentiel entre le TRM et le TRE se rétrécissait en raison de l'augmentation du TRE, la tendance observée en 2003, de baisse du TRE, s'est confirmée en 2004 augmentant le différentiel de rendement entre le placement obligataire et l'épargne classique. Bien qu'accusant une légère baisse cette année, le rendement des OPCVM obligataires demeure meilleur que celui des placements en produits de taux.

## 5-2- Performances des OPCVM mixtes

L'évolution favorable du marché boursier a amélioré les performances des OPCVM mixtes.

Le taux de rendement annuel moyen des OPCVM mixtes a atteint 6,48% en 2004 enregistrant ainsi une hausse par rapport à l'année précédente au cours de laquelle il avait atteint 4,36%.

Ce rendement a surperformé la hausse de l'indice Tunindex qui a progressé de 6,53%. Il est le résultat de la reprise des cours boursiers d'une part et d'un redéploiement des emplois sur les obligations d'autre part.

## II - L'ACTIVITE DES OPCVM OBLIGATAIRES EN 2004

### 1 - EVOLUTION DES EMPLOIS DES OPCVM OBLIGATAIRES

L'analyse des emplois des SICAV obligataires dénote une concentration plus grande sur les Bons du Trésor qui représentent 40,06% de l'Actif net contre 32,56% en 2003.

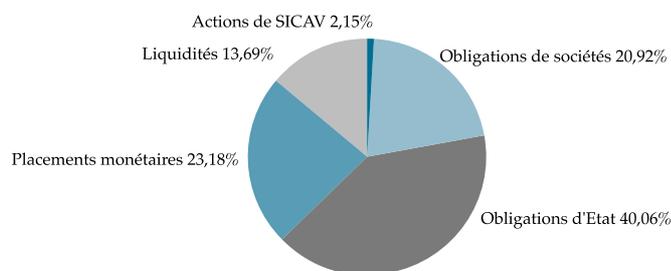
Par contre, la part réservée aux obligations privées a régressé passant de 27,65% de l'Actif Net en 2003 à 20,92% en 2004.

Cette baisse serait le résultat d'un volume d'émissions moindre d'obligations privées en 2004.

Les liquidités ont diminué. Elles ne représentent plus que 8,85% de l'Actif Net Global contre 18,31% en 2003, ce qui se justifie par un souci de meilleure rentabilité (voir tableaux n° 28 et 29).

Ventilation des emplois	Montant			En MD	
	2003	2004	Evolution	% de l'actif net	2003
Obligations	967	1 163	20,27%	60,21%	60,99%
Obligations de société	444	399	-10,14%	27,65%	20,92%
Obligations d'Etat	523	764	46,08%	32,56%	40,06%
Placements monétaires et autres placements à court terme	315	442	40,32%	19,61%	23,18%
Liquidités	294	261	-11,22%	18,31%	13,69%
Actions de SICAV	32	41	28,13%	1,99%	2,15%

### Emplois des OPCVM obligataires au 31 décembre 2004/actifs nets



Les souscriptions des SICAV obligataires aux émissions obligataires privées de l'année 2004 se sont élevées à 70,5 MD, soit 63,51% de l'ensemble des émissions privées de l'année.

La part des OPCVM obligataires dans l'encours des emprunts des sociétés a atteint 55,48%.

Les montants investis en BTA s'élèvent à 728 MD et représentent 38,17% de l'actif net de l'ensemble des OPCVM contre 28,8% au 31 décembre 2003.

L'encours des BTA détenus par les OPCVM obligataires représente 16,37% de l'encours total des BTA au 31 décembre 2004 contre 13,70% au 31 décembre 2003.

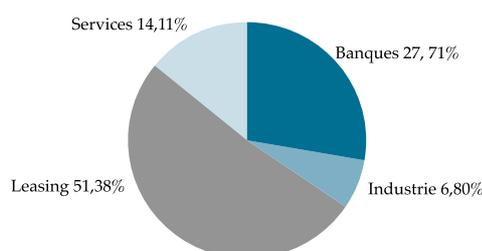
Les montants investis en BTCT s'élèvent à 87 MD et représentent 4,56% de l'actif net de l'ensemble des OPCVM obligataires.

L'encours des BTCT détenus par les OPCVM obligataires représente 13,17% de l'encours total des BTCT au 31 décembre 2004 contre 2,9% au 31 décembre 2003.

## 2 - REPARTITION SECTORIELLE DES PORTEFEUILLE -TITRES DES OPCVM OBLIGATAIRES (Hors titres de l'Etat)

Répartition sectorielle des portefeuilles (hors titres de l'Etat)					En MD
Secteur	Montant			Part relative	
	2003	2004	Evolution	2003	2004
Banques	138	110	-20,29%	29,81%	27,71%
Industrie	36	27	-25%	7,77%	6,80%
Leasing	224	204	-8,93%	48,38%	51,38%
Services	65	56	-13,85%	14,04%	14,11%
Total	463	397	-14,25%		

Répartition sectorielle des portefeuilles titres des OPCVM au 31 décembre 2004



Au 31 décembre 2004, les emplois des OPCVM obligataires en emprunts émis par les secteurs des services, du leasing, des banques et de l'industrie ont représenté respectivement 14,11%, 51,38%, 27,71% et 6,80% (voir tableau n° 30).

Cette répartition correspond aux poids relatifs respectifs de ces secteurs dans l'encours total des emprunts des sociétés qui s'élèvent dans l'ordre à 8,60%, 47,11%, 34,96% et 9,33%.

### III - L'ACTIVITE DES OPCVM MIXTES

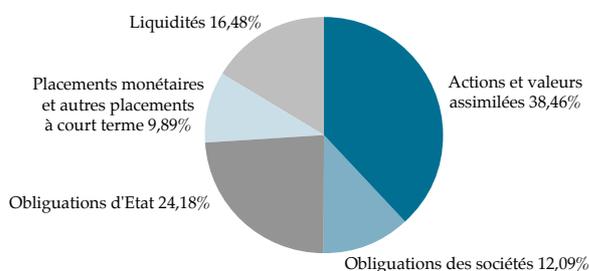
#### 1 - EVOLUTION DES EMPLOIS DES OPCVM MIXTES

La structure globale des emplois de l'ensemble des OPCVM mixtes de la place montre une répartition à parts égales entre actions et obligations de l'ordre de 38,5% et 36%.

Les placements monétaires représentent environ 10% de l'Actif Net et les disponibilités 16,5% contre 10,77% en 2003 (voir tableaux n° 31 et 32).

Ventilation des emplois	En MD				
	Montant			% de l'actif net	
	2003	2004	Evolution	2003	2004
Portefeuille titres	53	68	28,30%	81,54%	74,73%
Actions et valeurs assimilées	35	35	0,00%	53,85%	38,46%
Obligations des sociétés	9	11	22,22%	13,85%	12,09%
Obligations d'Etat	9	22	144,44%	13,85%	24,18%
Placements monétaires et autres placements à court terme	5	9	80,00%	7,69%	9,89%
Liquidités	7	15	114,29%	10,77%	16,48%

Emplois des OPCVM mixtes au 31 décembre 2004/ actifs nets



### 1-1 Actions et valeurs assimilées :

Les montants investis en actions et valeurs assimilées dans le portefeuille des OPCVM mixtes sont restés les mêmes bien que leur part dans les actifs nets ait baissé, passant de 53,85% au 31 décembre 2003 à 38,46% au 31 décembre 2004.

Cette situation résulte de l'effet mécanique de l'accroissement des Actifs gérés.

### 1-2 Obligations :

S'agissant des montants investis en obligations de sociétés, ils sont passés de 9 MD au 31 décembre 2003 à 11 MD au 31 décembre 2004. Leur part dans les actifs nets des OPCVM mixtes a régressé pour se situer à 12,09% au 31 décembre 2004 contre 13,85% l'année précédente, leur accroissement en montant étant inférieur à l'accroissement des Actifs gérés.

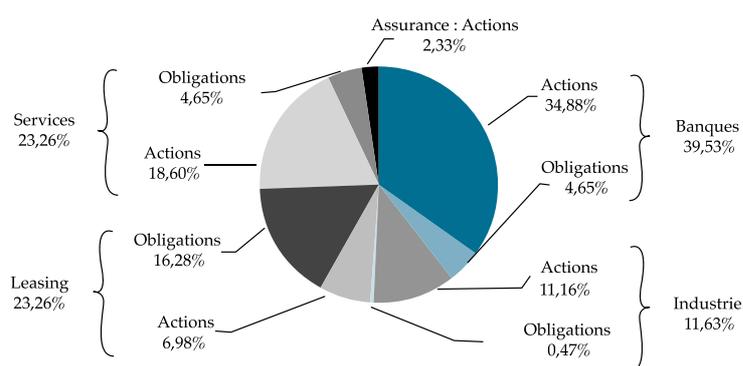
Les investissements en titres de l'Etat ont progressé passant de 9 MD au 31 décembre 2003 à 22 MD au 31 décembre 2004. Leur part dans les actifs nets des OPCVM mixtes s'est située à 24,18% au 31 décembre 2004 contre 13,85% l'année précédente.

## 2- REPARTITION SECTORIELLE DU PORTEFEUILLE ACTIONS ET OBLIGATIONS DES SOCIÉTÉS

Répartition sectorielle des portefeuilles (hors titres de l'Etat) En MD

Secteur	Montant		Evolution	Part relative	
	2003	2004		2003	2004
Assurances	1	1	0,00%	2,44%	2,33%
Banques	18	17	-5,56%	43,90%	39,53%
Industrie	6	5	-16,67%	14,64%	11,63%
Leasing	8	10	25,00%	19,51%	23,26%
Services	8	10	25,00%	19,51%	23,26%
TOTAL	41	43	4,88%		

Répartition sectorielle des portefeuilles-titres des OPVCM mixtes au 31 décembre 2004



Au 31 décembre 2004, le secteur bancaire est demeuré prépondérant avec une part relative de 39,53% et un volume de 17 MD contre 18 MD en 2003 et une part de 43,9% (voir tableau n° 33).

Les secteurs du leasing et des services accaparent des parts égales de 23,26%.

## IV – LE BILAN DE LA SURVEILLANCE EXERCÉE PAR LE CMF

La loi 94-117 charge le CMF de la tutelle des OPCVM. Dans ce cadre, il veille au respect par ces organismes des dispositions légales et réglementaires régissant leur activité. Il exerce ses prérogatives dans ce domaine par des contrôles sur pièces et sur place.

### 1- LES CONTRÔLES SUR PIÈCES

Le contrôle du CMF concerne le respect des délais de communication des états financiers trimestriels, les ratios d'emploi de l'actif, ainsi que les règles de composition de l'actif net ou de la division des risques.

## LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE COLLECTIVE

### 1-1 Respect des délais de communication des états trimestriels :

Respect des délais de communication des états trimestriels en 2004

Période	Dans les délais	Retard de moins de 15 jours	Retard de plus de 15 jours	Nombre total d'OPCVM
1er trimestre	13	21	2	36
2ème trimestre	19	17	0	36
3ème trimestre	14	21	0	35
4ème trimestre	23	11	0	34

Les deux tiers des OPCVM respectent les délais légaux en matière de communication trimestrielle au CMF de leurs états financiers. Le reste s'acquitte de cette obligation avec un retard inférieur à 15 jours.

### 1-2 Respect des ratios d'emploi de l'actif :

Les ratios d'emploi de l'actif en valeurs mobilières sont prévus par les dispositions de l'article 2 du décret n° 2001-2278 du 25 septembre 2001 qui stipulent que les OPCVM doivent employer 80% de leurs actifs nets en valeurs mobilières et 20% en liquidités et quasi-liquidités.

Dans la proportion de 80%, il faut réserver au moins 50% aux :

- Valeurs mobilières admises à la cote de la bourse, actions ou parts d'OPC ;
- Emprunts obligataires ayant fait l'objet d'opérations d'émission par appel public à l'épargne ;
- BTA et emprunts obligataires garantis par l'Etat.

Les 30% restants pouvant être investis en :

- Valeurs mobilières représentant des titres de créances à court terme émis par l'Etat
- Valeurs mobilières représentant des titres à court terme négociables sur les marchés relevant de la BCT.

Respect des ratios d'emploi de l'actif en 2004

(Le nombre d'OPCVM qui n'ont pas respecté les ratios d'emploi de l'actif en 2004)

	OPCVM mixtes	OPCVM obligataires	Ensemble des OPCVM
1er trimestre	9	7	16
2ème trimestre	7	4	11
3ème trimestre	7	7	14
4ème trimestre	4	4	8

#### - Au niveau des OPCVM mixtes :

En moyenne, 7 OPCVM n'ont pas respecté ce ratio par trimestre.

Cette situation pourrait s'expliquer par l'augmentation des actifs nets de certains OPCVM.

#### - Au niveau des OPCVM obligataires :

En moyenne, 6 OPCVM n'ont pas respecté ce ratio par trimestre ce qui serait également dû à l'augmentation de leur Actif.

### 1-3 Respect de la règle de composition de l'actif net :

L'article 29 du code des OPC dispose que les OPCVM ne peuvent détenir plus de 10% d'une même catégorie de valeurs mobilières d'un même émetteur sauf s'il s'agit de l'Etat, des collectivités locales ou de valeurs mobilières garanties par l'Etat.

Respect de la règle de composition de l'actif net en 2004

(Le nombre d'OPCVM qui n'ont pas respecté la règle de composition de l'actif net en 2004)

	OPCVM mixtes	OPCVM obligataires	Ensemble des OPCVM
1er trimestre	2	9	11
2ème trimestre	1	9	10
3ème trimestre	0	10	10
4ème trimestre	0	8	8

#### - Au niveau des OPCVM mixtes :

Au cours des 3ème et 4ème trimestre, toutes les SICAV Mixtes ont respecté ce ratio d'emploi. Quand les dépassements existent, ils concernent des placements obligataires, généralement garantis par des banques.

#### - Au niveau des OPCVM obligataires :

En moyenne, 9 OPCVM n'ont pas respecté ce ratio par trimestre contre 10 OPCVM une année auparavant.

Le non respect de ce ratio continue à constituer l'irrégularité la plus fréquemment commise par cette catégorie d'OPCVM.

Certains gestionnaires d'OPCVM imputent les dépassements aux emplois en emprunts obligataires souscrits avant la promulgation du code des OPC et à la difficulté de régulariser la situation en l'absence d'un marché secondaire obligataire actif.

### 1-4 Respect de la règle de division des risques :

L'article 29 du code des OPC dispose que les OPCVM ne peuvent employer plus de 10% de leurs actifs en titres émis ou garantis par un même émetteur sauf s'il s'agit de l'Etat, des collectivités locales ou de titres garantis par l'Etat.

Respect de la règle de division des risques en 2004

(Le nombre d'OPCVM qui n'ont pas respecté la règle de division des risques en 2004)

	OPCVM mixtes	OPCVM obligataires	Ensemble des OPCVM
1er trimestre	10	9	19
2ème trimestre	8	8	16
3ème trimestre	8	6	14
4ème trimestre	6	8	14

#### - En ce qui concerne les OPCVM mixtes :

Le dépassement de ce ratio constitue l'irrégularité la plus fréquemment commise par les gestionnaires des OPCVM mixtes.

En moyenne, 8 OPCVM contre 11 l'année précédente n'ont pas respecté la règle de division des risques. La faiblesse de la liquidité du marché n'a pas permis à certains OPCVM de régulariser leur situation dans les conditions qui préservent leurs intérêts.

### - En ce qui concerne les OPCVM obligataires :

En moyenne, 8 OPCVM n'ont pas respecté la règle de division des risques.

Les dépassements enregistrés par certains OPCVM sont imputables à la souscription de certificats de dépôt émis par la banque promotrice.

### 2 - LES CONTROLES SUR PLACE

Au cours de l'année 2004, le CMF a effectué des inspections sur place auprès de 9 SICAV dans le but de vérifier la vraisemblance des éléments de détermination des actifs nets et de la valeur liquidative ainsi que le respect des gestionnaires et dépositaires des dispositions légales et réglementaires.

Certaines des inspections effectuées s'inscrivent dans le cadre d'un plan de contrôle visant l'ensemble du secteur. Pour d'autres SICAV, les inspections ont été effectuées à l'occasion de demandes d'agrément afin de vérifier l'existence des outils de gestion et de contrôle à la disposition des gestionnaires et dépositaires tels que prévus par la législation et la réglementation en vigueur.

Lors de ces inspections, le CMF a vérifié :

- la vraisemblance de l'actif net
- la vraisemblance de la valeur liquidative
- la réalité du portefeuille et la conformité des méthodes de valorisation aux normes comptables
- la conformité des emplois aux dispositions réglementaires
- l'existence des livres et registres obligatoires
- la méthode de détermination de la valeur liquidative
- l'abonnement des charges et des produits
- l'exercice par le dépositaire des missions qui lui sont confiées.

Les irrégularités qui ont été relevées concernent :

1. L'absence ou la non mise à jour du manuel des procédures
2. L'absence du manuel comptable
3. L'inexistence ou le retard dans la mise à jour des livres spécifiques aux OPCVM
4. Le retard dans la mise à jour des livres légaux
5. L'existence de comptes non apurés
6. L'absence d'un comité de gestion pour une SICAV auto gérée
7. Le non règlement de la taxe sur les établissements à caractère industriel, commercial ou professionnel (TCL)
8. La constatation comptable d'une charge non conventionnée
9. La délégation de la gestion comptable sans information du CMF et du public
10. Le non respect des ratios réglementaires
11. L'existence de transactions entre compte propre du gestionnaire et les SICAV ainsi qu'entre les comptes gérés et les SICAV
12. L'absence d'états de rapprochement bancaire ou la non formalisation de ces contrôles
13. L'utilisation de méthodes de valorisation des titres en portefeuille qui ne respectent pas les dispositions de la norme comptable n° 17 relative au portefeuille titres et autres opérations
14. L'absence de chemin de révision
15. L'absence de responsable du contrôle
16. L'exercice par le responsable du contrôle de la fonction de Directeur Administratif et Financier au sein de l'intermédiaire en bourse
17. L'absence de support formalisant et/ou matérialisant les prises de décision, le contrôle de la régularité des décisions d'investissement

Les inspections n'ont pas démontré l'existence d'irrégularités de nature à toucher à la véracité de la valeur liquidative des SICAV inspectées ou au bon fonctionnement de ces dernières.

Concernant la fonction de dépositaire, il a été relevé qu'un des dépositaires inspectés ne disposait pas d'un document formalisant les procédures devant être suivies pour l'exécution de sa mission, ni d'un plan de contrôle annuel décrivant les diligences nécessaires à son contrôle.

De plus, un dépositaire de la place n'assure pas la mission de contrôle de la régularité des décisions de ladite SICAV bien que cette fonction ait été mentionnée au niveau d'un document présenté au CMF lors d'une demande d'agrément.

Les seuls contrôles effectués par ce dépositaire sont réalisés manuellement et ne sont pas matérialisés par des états. En outre, il ne dispose pas des moyens nécessaires, de l'organisation adéquate et des procédures lui permettant de s'acquitter convenablement de sa mission de dépositaire.

## V LES PROCEDURES D'AGREMENT ET LES VISAS DES PROSPECTUS D'OUVERTURE AU PUBLIC

### 1 - LES AGREMENTS ACCORDES EN 2004

Un seul agrément a été accordé durant l'année 2004 par le CMF ayant trait au changement de la dénomination de SICAV BDET en SICAV AVENIR.

### 2 - LES RETRAITS D'AGREMENTS EFFECTUES EN 2004

Le CMF a retiré l'agrément de deux SICAV de type mixte, en l'occurrence PREMIUM SICAV et UNION VALEURS SICAV étant donné qu'elles ne remplissaient plus les conditions qui ont présidé à l'octroi de leur agrément. En effet, leur capital est demeuré pendant une période supérieure à 90 jours en dessous du capital minimum légal de un million de dinars.

### 3 - L'ENTREE EN ACTIVITE D'OPCVM

L'année 2004 a vu l'entrée en activité du 1er fonds commun de placement. Il s'agit d'un fonds mixte promu par une société de gestion d'OPCVM et une banque de la place, portant ainsi le nombre d'OPCVM en activité à 34 OPCVM contre 35 OPCVM<sup>10</sup> une année auparavant (voir tableau n° 34).

## VI - LA REGLEMENTATION :

En vertu de l'article 28 de la loi 94-117, le CMF est investi du pouvoir de réglementer dans le domaine de sa compétence. C'est à ce titre qu'il a édicté une décision générale n° 8 du 1er avril 2004 relative aux changements dans la vie d'un OPCVM et aux obligations d'information y afférentes pour clarifier les dispositions de l'article 86 du règlement du CMF relatif aux OPCVM et aux sociétés de gestion qui stipule que « toute modification portant sur les éléments caractéristiques du dossier d'agrément initial de constitution d'un OPCVM doit être portée à la connaissance du CMF ».

Le CMF apprécie si ces modifications sont de nature à remettre en cause l'agrément qui a été délivré ou si elles doivent faire l'objet d'une information auprès des actionnaires ou des porteurs de parts et en détermine le support.

<sup>10</sup>) Retrait de deux agréments de SICAV

En effet, la protection de l'épargnant se traduit également par la clarification du cadre juridique dans lequel opèrent les acteurs du marché.

Au cours de sa vie, l'OPCVM peut faire l'objet de changements pouvant affecter une grande variété de paramètres avec des impacts variables pour les porteurs de parts ou les actionnaires.

Le législateur tunisien n'ayant pas dénombré ces modifications du fait que seule la liquidation a été distinguée et soumise explicitement à une procédure d'agrément, et afin de clarifier la procédure à adopter pour chaque cas de figure, la décision générale s'est attachée à préciser, selon les changements, les obligations d'information qui incombent aux responsables d'OPCVM.

Le CMF a recensé deux catégories de changements :

- les changements soumis à agrément
- les changements non soumis à agrément qui doivent faire l'objet d'une information et d'une faculté de sortie sans frais.

Les changements soumis à agrément concernent les opérations de transformations c'est à dire les changements concernant l'identification de l'OPCVM, l'identité de ses acteurs (gestionnaire, dépositaire ...), certains éléments relatifs à la catégorie de gestion.

Par contre, certaines modifications intervenant au cours de la vie d'un OPCVM n'emportent pas de conséquences sur la nature de l'OPCVM, mais concernent des éléments dont la connaissance est utile à l'information du public et au CMF dans l'exercice de sa mission de contrôle. Ces modifications ne sont pas soumises à agrément mais doivent faire l'objet d'une information des actionnaires et des porteurs de parts.

Ces changements peuvent, selon leur importance, être portées de différentes manières à la connaissance des actionnaires et porteurs de parts.

On distingue :

- L'information particulière des porteurs de parts ou actionnaires par courrier personnel
- L'information par voie de documents périodiques (états financiers trimestriels, annuels ou rapport annuel)
- L'information par voie de publication d'un communiqué dans un quotidien et dans le bulletin officiel du CMF

De plus, afin de préserver leurs droits, une faculté de sortie sans frais est offerte aux actionnaires et porteurs de parts.

La faculté de sortie sans frais répond au souci de préserver les intérêts de l'actionnaire ou du porteur de parts à qui les modifications proposées ne conviennent pas.

## CHAPITRE V : LES SICAR

Au 31 décembre 2004, le nombre de SICAR en activité a atteint 38 sociétés.

A la même date, le capital souscrit de ces 38 SICAR a atteint 278 MD contre 279 MD une année auparavant.

Les ressources globales de l'échantillon étudié ont atteint 547 MD au 31 décembre 2004 contre 527 MD, soit une progression de 3,81%.

Les approbations de prises de participation cumulées ont enregistré une hausse de 10,89% passant de 433 MD au 31 décembre 2003 à 480 MD au 31 décembre 2004. Ces approbations ont concerné 1 360 projets contre 1 232 projets une année auparavant, réalisant ainsi une évolution de l'ordre de 10,39%.

Les décaissements desdites SICAR sont passés de 344 MD au 31 décembre 2003 à 380 MD au 31 décembre 2004, progressant ainsi de 10,42%.

Ces SICAR ont pu concrétiser leurs participations dans 980 projets, soit 72,06% des projets approuvés au 31 décembre 2004 contre 886 projets au 31 décembre 2003 et 71,92% de l'ensemble des projets approuvés à cette date.

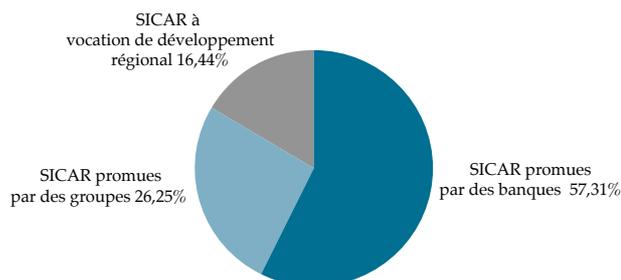
### I - LES SICAR EN ACTIVITE

Le nombre de SICAR en activité a atteint 38 au 31 décembre 2004. L'année 2004 a vu la création de quatre nouvelles SICAR.

La répartition du capital des SICAR selon la catégorie des promoteurs fait apparaître la prédominance des SICAR promues par des banques dont la capitalisation représente 57,31% de l'ensemble de la capitalisation des SICAR.

La part des SICAR appartenant à des groupes s'élève à 26,25%.

Répartition des SICAR par catégorie de promoteur  
au 31 décembre 2004



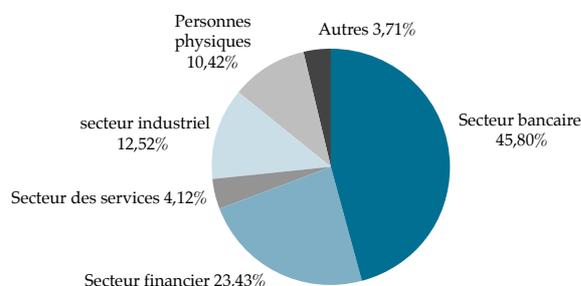
## LES SICAR

Si nous considérons l'actionnariat des SICAR, il ressort de leur structure du capital cumulé que le secteur bancaire y détient une proportion de 45,80%, contre 49,09% une année auparavant et ce en raison essentiellement de la diminution du capital d'une des SICAR de la place.

La part des autres institutions financières représente 23,43%, contre 20,81% en 2003.

Quant à la participation des personnes physiques, elle enregistre une hausse en passant de 3,84% l'année précédente à 10,42% cette année.

Répartition des SICAR par catégorie de promoteur  
au 31 décembre 2004



## II - LES RESSOURCES DES SICAR

L'échantillon étudié portant sur 35 sociétés montre que les ressources globales ont progressé de 3,81% en se situant à 547 MD au 31 décembre 2004 contre 527 MD une année auparavant.

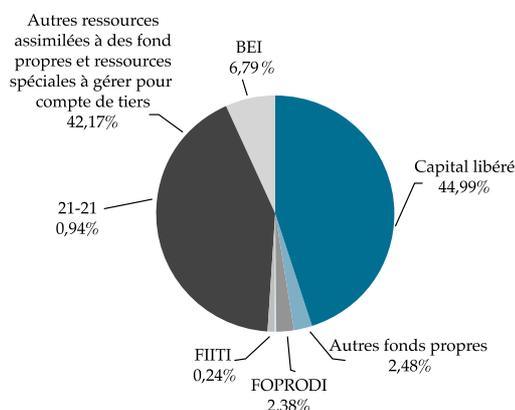
Les fonds propres disponibles (capital libéré et autres fonds propres) représentent, au 31 décembre 2004, une proportion de 47,47% de l'ensemble des ressources contre 48,12% une année auparavant, pour un montant de 260 MD contre 254 MD au 31 décembre 2003, enregistrant une hausse de 2,41%.

Les montants des fonds de capital risque (les ressources assimilées à des fonds propres et les fonds à risque de tiers) placés auprès des SICAR s'élèvent pour leur part à 231 MD au 31 décembre 2004, et représentent 42,17% de l'ensemble des ressources. Comparés à leur niveau au 31 décembre 2003, soit 219 MD, ils ont enregistré une augmentation de 5,25%.

Répartition des ressources des SICAR

Libellés	En dinars		
	2003	2004	Variation
<b>FONDS PROPRES</b>	253 594 283	259 705 968	2,41%
Capital souscrit	278 791 835	265 543 000	-4,75%
Capital libéré	242 449 154	246 135 955	1,52%
Autres fonds propres	11 145 129	13 570 013	21,76%
<b>FONDS A CAPITAL RISQUE</b>	273 433 553	287 396 516	5,11%
FOPRODI	10 707 185	13 023 425	21,63%
FIITI	1 465 941	1 331 634	-9,16%
Fonds 21-21	7 775 175	5 162 183	-33,61%
Ligne de crédit BEI - Banque Européenne d'Investissement	34 277 877	37 167 838	8,43%
Ressources assimilées à des fonds propres et fonds à risque de tiers	219 207 375	230 711 436	5,25%
<b>TOTAL RESSOURCES</b>	527 027 836	547 102 484	3,81%

Répartition des ressources des SICAR au 31 décembre 2004



## III - LES PARTICIPATIONS DES SICAR

### 1 - LES APPROBATIONS

Le montant des approbations cumulées de prises de participation est passé de 433 MD au 31 décembre 2003 à 480 MD au 31 décembre 2004 enregistrant ainsi une hausse de 10,89%.

Ces approbations représentent 87,76% des ressources à la disposition des SICAR au 31 décembre 2004 contre 82,16% l'année précédente.

Elles ont concerné 1 360 projets parmi lesquels 565 sont implantés dans les zones de développement régional pour une enveloppe de 123 MD.

L'année 2004 a enregistré l'approbation de 128 projets dont 67 au titre des zones de développement régional.

De par leur vocation, les SICAR régionales réservent une place prépondérante au financement des projets de développement régional. La part des projets de cette catégorie, au nombre de 344, représente 90,53% du nombre total des projets approuvés par lesdites SICAR et qui s'élèvent à 380.

Les approbations des SICAR à vocation régionale ont atteint 57 MD au 31 décembre 2004 dont 42 MD concernent les projets implantés dans les zones de développement régional.

Au 31 décembre 2004, les SICAR promues par des banques ont approuvé 815 projets pour une enveloppe de 350 MD, soit une progression de 36 MD par rapport à l'année précédente. Ce montant concerne 84 nouveaux projets dont 30 concernent les nouveaux promoteurs pour une enveloppe de 6 MD, et 38 intéressent les zones de développement régional pour une enveloppe de 13 MD.

S'agissant des SICAR relevant des groupes, elles ont réalisé des approbations pour une enveloppe de 66 MD au 31 décembre 2004 contre 61 MD une année auparavant. Ce montant a concerné 165 projets dont 14 implantés dans les zones de développement régional.

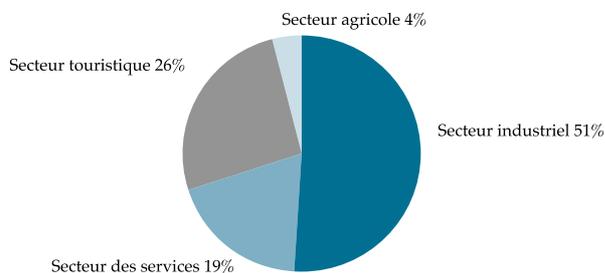
Cette catégorie de SICAR s'est particulièrement intéressée aux projets concernant la restructuration, la mise à niveau et la privatisation. Au 31 décembre 2004, 96 projets ont été approuvés soit 58,18% du nombre total des approbations pour un montant de 48 MD, qui représente 72,73% du montant total des approbations.

La répartition sectorielle des approbations révèle la prédominance du secteur industriel puisque 51% des approbations ont concerné ce secteur pour une enveloppe de 245 MD et 690 projets. Parmi ces projets, 327 sont implantés dans des zones de développement régional pour un montant de 77 MD.

Concernant les projets relatifs aux nouveaux promoteurs et à l'innovation technologique, le nombre de nouveaux projets approuvé a atteint 58 projets pour une enveloppe de 13 MD.

Le tableau n° 35 donne le détail de la répartition sectorielle des projets approuvés par les SICAR

Répartition sectorielle des approbations des SICAR au 31 décembre 2004



## 2 - LES DECAISSEMENTS

Au 31 décembre 2004, les décaissements réalisés par les SICAR se sont élevés à 380 MD contre 344 MD au 31 décembre 2003 enregistrant une hausse de 10,42%. Ces décaissements représentent 79,11% du montant des approbations et 72,17% du montant des ressources contre respectivement 79,45% et 67,44% l'année 2003.

Les SICAR ont concrétisé leurs participations dans 980 projets, soit 72,05% des projets approuvés, contre 886 projets au 31 décembre 2003 et 71,92% des projets approuvés une année auparavant.

Le montant des décaissements réalisés au profit des projets implantés dans les zones de développement régional ont augmenté de 16,26% par rapport à 2003. Ils ont atteint 85 MD contre 73 MD l'année précédente

Le montant cumulé des décaissements réalisés au profit des nouveaux promoteurs est passé de 47 MD au 31 décembre 2003 à 52 MD au 31 décembre 2004, soit une hausse de 11,75%.

Le montant cumulé des décaissements réalisés au profit des projets relatifs à la restructuration, la mise à niveau et la privatisation est passé de 147 MD au 31 décembre 2003 à 157 MD au 31 décembre 2004, soit une hausse de 6,86%.

Les décaissements ont concerné essentiellement le secteur industriel pour un montant cumulé de 190 MD dont 49 MD concernent les zones de développement régional.

Les décaissement réalisés par les SICAR à vocation régionale ont concerné 190 projets dont 169 projets, soit 88,95% de l'ensemble, sont implantés dans les zones de développement régional.

## LES SICAR



Conseil du Marché financier

Leur montant cumulé a atteint 28 MD au 31 décembre 2004 dont 18 MD concernent des projets implantés dans les zones de développement régional.

S'agissant des SICAR promues par des banques, leurs décaissements cumulés se sont élevés à 282 MD pour 629 projets dont 62 projets approuvés au cours de l'année 2004.

Ces SICAR se sont essentiellement intéressées aux projets concernant la restructuration, la mise à niveau et la privatisation. A ce titre les décaissements ont concerné 151 projets, soit 24% des projets pour un montant de 100 MD, soit 35,46% de l'ensemble des décaissements.

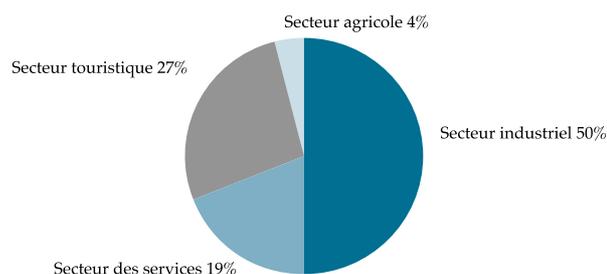
Du point de vue sectoriel, ces SICAR se sont essentiellement intéressées au secteur industriel au titre duquel les décaissements se sont élevés à 144 MD au 31 décembre 2004, soit 51% du montant global des décaissements.

Les SICAR relevant des groupes ont réalisé des décaissements pour un montant de 60 MD. Cette enveloppe a concerné 164 projets dont 98 concernent la restructuration, la mise à niveau et la privatisation. Les montants décaissés à ce titre s'élèvent à 46 MD, soit 76,67% du montant global.

La répartition sectorielle des décaissements révèle la prédominance du secteur industriel qui a bénéficié de 43% des décaissements, soit 26 MD qui ont concerné 70 projets représentant 43% du nombre total des projets.

Par ailleurs, au 31 décembre 2004, 33 projets relatifs aux nouveaux promoteurs et à l'innovation technologique ont bénéficié de décaissements pour une enveloppe de 6 MD.

Répartition sectorielle des décaissements des SICAR  
au 31 décembre 2004



Le tableau n° 36 donne le détail de la répartition sectorielle des décaissements des SICAR.

### 3 - LES PLACEMENTS FINANCIERS ET MONÉTAIRES

Les placements financiers et monétaires ont diminué de 6,43% et se sont élevés à 98 MD au 31 décembre 2004 contre 105 MD au 31 décembre 2003. Ces montants représentent respectivement 18,70% et 20,62% du montant des ressources aux mêmes dates.

## CHAPITRE VI :

# ORIENTATIONS DU CMF EN MATIERE D'INTERPRETATION DE CERTAINES DISPOSITIONS LEGALES ET REGLEMENTAIRES

En tant que régulateur, le CMF a pour mission de réglementer le marché mais également d'interpréter, le cas échéant, les règles auxquelles sont soumis les intervenants sur le marché.

A ce titre, il a pris position sur certaines questions soulevées en matière de visa et d'APE et a émis un avis en réponse à des consultations.

### I - ORIENTATIONS DU CMF DANS LE TRAITEMENT DES QUESTIONS SOULEVEES EN MATIERE DE VISA ET D'APPEL PUBLIC A L'EPARGNE

A l'occasion de l'instruction des dossiers soumis pour visa, certains problèmes ayant trait à l'appel public à l'épargne, dont la réponse n'est pas toujours évidente au niveau de la législation ou réglementation en vigueur, se sont posés au CMF. Le CMF a pris à leur égard les positions suivantes :

#### 1- INFORMATIONS SUR LES PARTIES LIEES :

Lors de l'instruction de dossiers soumis pour visa par des émetteurs faisant partie d'un groupe de sociétés au sens du code des sociétés commerciales ou se déclarant en tant que « groupe » de fait, le CMF recommande à l'émetteur de bien expliciter les informations sur les parties liées.

A cet égard, le CMF demande, notamment, à la société émettrice de :

- retracer les participations réciproques entre la société émettrice et les personnes appartenant au « groupe » ;
- présenter un exposé de tout transfert de ressources ou d'obligations entre la société émettrice et les autres personnes et sociétés appartenant au « groupe » pour le dernier exercice, notamment, en ce qui concerne les garanties et sûretés réelles données ou reçues, les cautions données ou reçues, les apports en capital, les prêts octroyés et les crédits reçus, le transfert de frais de recherche et développement inter-sociétés du groupe...
- étayer les engagements financiers des sociétés du groupe, particulièrement vis à vis du secteur financier (banques et sociétés de leasing), en indiquant les impayés éventuels, ainsi que l'encours des emprunts obligataires dont ont bénéficié les sociétés du groupe ;
- présenter un exposé sur la politique actuelle et future de financement inter-sociétés du groupe ;
- fournir des notes explicatives de toute relation commerciale entre la société émettrice et les autres personnes ou sociétés du « groupe », durant le dernier exercice, avec précision du mode de facturation et des avantages accordés le cas échéant.

#### 2 - DROITS PECUNIAIRES DES DETENEURS DES ADP :

A l'occasion de l'étude de recevabilité d'une Offre Publique de Retrait –OPR- portant sur les titres de capital d'une société cotée ( actions ordinaires et actions à dividende prioritaire sans droit de vote- ADP- ) qui n'a pas connu de suite, le CMF a eu à traiter de la question des droits pécuniaires des détenteurs des ADP .

Le CMF considère, à cet égard, que les dividendes prioritaires sont dus au titre des exercices déficitaires et sont reportables indéfiniment sur les exercices ultérieurs en vertu de l'article 350 du code des sociétés commerciales. Il a appelé, à cet effet, la société émettrice à tenir compte des dividendes dus lors de la fixation du prix de l'OPR.

### 3 - REMBOURSEMENT ANTICIPE D'UNE TRANCHE GARANTIE D'UN EMPRUNT OBLIGATAIRE :

Une banque, garante d'une tranche d'un emprunt obligataire émis par une société qui a connu par la suite des difficultés financières, a demandé au CMF si elle pouvait invoquer la clause de remboursement anticipé prévue au niveau du prospectus d'émission de l'emprunt en question pour procéder à un remboursement anticipé de la totalité de la tranche qu'elle garantit.

Le CMF a informé ladite banque que sa demande ne rentre pas dans le cadre du remboursement partiel par anticipation prévu au niveau de la clause précitée étant donné que celle-ci suppose un remboursement anticipé partiel qui concerne toutes les tranches de l'emprunt, opéré par tirage au sort.

## II - CONSULTATIONS ADRESSEES AU CMF

Au courant de 2004, le CMF a eu à examiner des consultations relatives aux acquisitions des blocs de contrôle, notamment les modalités de fixation du prix du bloc et les conditions de suspension de la cotation de la valeur concernée, la cooptation d'administrateurs à titre provisoire, la procédure d'élection des représentants de petits porteurs au conseil d'administration d'une société faisant APE et le déclassement de sociétés de l'APE.

### 1 - LES ACQUISITIONS DES BLOCS DE CONTROLE

Le CMF a précisé, à cet effet, que le prix d'acquisition d'un bloc de contrôle est négocié librement par les parties concernées. Il peut différer du cours boursier enregistré avant la réalisation de l'opération. Lors du dépôt d'une demande d'acquisition d'un bloc de contrôle au CMF, ce prix doit être indiqué et expliqué.

Concernant la suspension des cours, le CMF a précisé que la Bourse n'est pas dans l'obligation de suspendre systématiquement la cotation d'une valeur inscrite à sa cote lorsqu'elle est concernée par des négociations en cours sur un bloc de contrôle. De même lorsqu'elle est décidée, la suspension ne doit pas porter sur toute la durée du processus de négociation entre les parties.

Le principe de la suspension est apprécié au cas par cas et en fonction du contexte particulier de chaque cas d'espèce. Cette appréciation se réfère au souci de protection de l'intégrité du marché et du droit de tous les investisseurs à un accès égalitaire à l'information. Sur cette base, la durée de toute suspension correspond au délai nécessaire à la diffusion de l'information requise.

Le CMF a également précisé, que tant que le processus de négociation peut être gardé dans la confidentialité totale, les parties prenantes ne sont pas obligées d'en informer le marché. En contrepartie, elles assument la responsabilité du risque de délit d'initiés. En revanche, dès lors que la confidentialité ne peut plus être garantie et que l'information sort du cadre d'un cercle restreint permettant de garder la maîtrise de cette confidentialité, l'information doit être portée à la connaissance du public. Pour ce faire, et au cas où il est jugé nécessaire, une suspension de cotation peut être décidée. Elle portera alors sur le délai nécessaire à la diffusion de l'information.

## 2 - COOPTATION D'ADMINISTRATEURS

Le CMF a été consulté sur la possibilité, pour un conseil d'administration d'une société anonyme, de nommer à titre provisoire un administrateur sans l'accord préalable de l'assemblée générale et lorsque le nombre des administrateurs en exercice n'est pas inférieur au nombre minimal fixé à trois membres par l'article 189 du code des sociétés commerciales.

Le CMF, dans sa réponse, a précisé que la désignation d'un administrateur dans les conditions précitées n'est pas conforme aux dispositions des articles 190 et 195 du code des sociétés commerciales.

## 3 - PROCEDURE D'ELECTION DES REPRESENTANTS DES PETITS PORTEURS AU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'UNE SOCIETE FAISANT APE.

Le CMF a été consulté par une société admise à la cote sur la procédure à suivre pour l'élection de deux administrateurs représentant les petits porteurs à son conseil d'administration.

Le CMF a répondu que l'engagement pris par la société, lors de son introduction en bourse, de réserver deux sièges d'administrateurs aux souscripteurs à l'opération d'ouverture du capital, implique implicitement un effort à fournir de la part de l'actionnaire majoritaire de la société, pour l'aider à mettre en œuvre une procédure d'élections légale, équitable et conciliant entre une véritable représentation des petits porteurs au conseil d'administration et le souci de garantir à ce conseil les conditions d'un fonctionnement serein et responsable.

Il a ajouté que les dispositions légales et statutaires ne comportent pas des dispositions explicites permettant de rejeter un quelconque scénario pour l'élection des administrateurs représentant les petits porteurs.

En réponse à de plus amples éclaircissements, demandés par la société concernant le taux minimum que doit détenir un actionnaire pour être administrateur, le CMF a précisé que compte tenu de l'évolution de l'actionnariat de la société, les deux sièges d'administrateurs doivent demeurer réservés à la partie du capital objet de l'opération d'APE indépendamment du taux de participation.

## 4 - DECLASSEMENT DE LA LISTE DES SOCIETES FAISANT APE

Le CMF a reçu sept demandes de déclassement de la catégorie des sociétés faisant APE. Elles ont émané de sociétés ayant émis des valeurs mobilières, par appel public à l'épargne, dans le cadre d'une opération d'augmentation de capital ou d'un emprunt obligataire.

Parmi ces sept demandes, trois ont concerné des sociétés qui ont été classées dans la catégorie des sociétés faisant appel public à l'épargne suite à des opérations d'augmentation de capital par appel public à l'épargne, trois autres, à l'issue de l'émission d'emprunts obligataires et la dernière société, suite à la réalisation successive de ces deux opérations financières.

Concernant la révision du classement suite à une augmentation de capital par appel public à l'épargne, le CMF a maintenu le même raisonnement qui consiste à accepter le déclassement à la condition que la structure du capital revienne à son état initial d'avant la réalisation de l'opération et ce, en vérifiant le rachat par les actionnaires initiaux ou par les actionnaires du groupe de la totalité des actions souscrites par le public.



Quant à la révision du classement découlant de l'émission d'un emprunt obligataire, le CMF se base sur le principe qui réside dans la justification par la société concernée du remboursement total de l'emprunt en question.

Cependant, le déclassement de la catégorie des sociétés faisant appel public à l'épargne n'est prononcé pour les deux cas sus-mentionnés, que si l'assujettissement aux autres critères d'appel public à l'épargne n'est pas ou plus vérifié.

Dans ce contexte, le CMF a constaté que, les statuts de deux sociétés ayant justifié le remboursement intégral de leur emprunt obligataire et le retour de la structure du capital de l'une d'elle à l'état de départ d'avant l'augmentation, font mention à l'appel public à l'épargne. Par conséquent, leur déclassement n'a pu être prononcé qu'après la tenue des assemblées générales extraordinaires ayant décidé la modification de leurs statuts par la suppression de la mention d'appel public à l'épargne.

## CHAPITRE VII LES RESSOURCES DU CMF ET LEUR EMPLOI

Le CMF est une autorité administrative indépendante créée sous la forme d'un établissement doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière.

Au cours de l'exercice 2004, le CMF a poursuivi sa politique d'encadrement et de formation du personnel tout en mettant en œuvre, de manière effective, des outils de travail appropriés.

Par ailleurs, une ébauche d'un programme ambitieux de mise à niveau des structures, aussi bien du CMF que des autres intervenants, a été élaborée pour permettre au marché financier tunisien de suivre les différentes mutations observées au niveau des places internationales. Ce programme sera finalisé et mis en œuvre à partir de 2005.

Sur le plan de la logistique, une attention particulière a été accordée à l'aspect sécurité informatique.

### **Données liées à l'exploitation**

Malgré la légère amélioration des capitaux négociés au niveau des compartiments du marché, les redevances sur la BVMT ont diminué de près de 20% à cause de la chute du volume des enregistrements. En effet les négociations sur les marchés de la Bourse sont passés de 305MD en 2003 à 337MD en 2004 alors que les enregistrements et déclarations se sont élevés à 352 MD en 2004 contre 642 MD en 2003.

La diminution des redevances sur la BVMT a été atténuée par la hausse des commissions, perçues sur les émissions, et des redevances sur les actifs gérés par les OPCVM. Ceci a permis à l'Institution de stabiliser le niveau de ses revenus et de continuer à dégager un résultat excédentaire. Ces excédents sont toutefois passés à 522mD en 2004 contre 725mD en 2003 à cause essentiellement de la hausse des charges de l'ordre de 6%.

### **Données financières**

Ces données sont issues des états financiers audités du CMF relatifs aux quatre derniers exercices.

Ces états financiers sont préparés et présentés conformément au cadre conceptuel et aux normes régissant la comptabilité financière en Tunisie. Ils sont exprimés en dinars tunisien.

Les données financières montrent que la quasi totalité des actifs du CMF est couverte par ses fonds propres et continue à être essentiellement placée et ce, en attendant leur emploi pour l'édification du siège de l'Institution.

## LES RESSOURCES DU CMF ET LEUR EMPLOI



Conseil du Marché financier

Données financières : en dinars

<b>La situation financière</b>				
	<b>31/12/2004</b>	<b>31/12/2003</b>	<b>31/12/2002</b>	<b>31/12/2001</b>
ACTIFS NON COURANTS	1 482 568	1 573 975	1 490 927	945 525
dont-immobilisations corporelles	1 110 107	1 201 685	1 209 340	696 346
- immobilisations financières	367 969	368 017	267 335	226 606
ACTIFS COURANTS	8 732 222	8 077 139	7 428 415	7 373 734
dont-liquidités et équivalents de liquidités	7 974 042	7 272 476	6 792 607	6 681 220
<b>TOTAL :</b>	<b>10 214 790</b>	<b>9 651 114</b>	<b>8 919 342</b>	<b>8 319 259</b>
<b>Capitaux propres et réserves</b>				
	<b>31/12/2004</b>	<b>31/12/2003</b>	<b>31/12/2002</b>	<b>31/12/2001</b>
CAPITAUX PROPRES	9 708 260	9 166 282	8 423 188	7 630 107
Fonds de dotation	5 000 000	5 000 000	5 000 000	5 000 000
Réserves et autres capitaux propres	4 179 547	3 439 958	2 497 537	1 805 060
Résultats reportés	6 324	790	147 047	52 840
Résultats de l'exercice	522 388	725 534	778 604	772 206
PASSIFS	506 530	484 832	496 154	689 152
- dont passifs courants	483 809	458 615	477 943	689 152
<b>TOTAL</b>	<b>10 214 790</b>	<b>9 651 114</b>	<b>8 919 342</b>	<b>8 319 259</b>
<b>Les performances financières</b>				
	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>
Produits d'exploitations	3 167 285	3 100 403	3 000 461	3 238 064
Dont :- Redevances et assimilés	3 140 966	3 031 387	2 931 558	3 190 871
- Autres produits d'exploitation	26 319	69 016	68 903	47 193
Charges d'exploitation	<2 034 095>	<2 862 435>	<2 586 254>	<2 811 631>
Dont :- charges de personnel	2 092 590	2 012 559	1 939 794	1 801 325
- moyens logistiques et de communications	694 345	635 365	653 096	600 132
Résultat d'exploitation	133 190	237 968	414 208	426 433
Gains ou pertes hors exploitation	389 198	487 566	364 397	345 774
<b>Résultat net de l'exercice :</b>	<b>522 388</b>	<b>725 534</b>	<b>778 604</b>	<b>772 206</b>
<b>Les flux du fonds</b>				
	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>
FLUX LIES A L'EXPLOITATION	762 264	593 374	709 983	1 332 878
Encaissement sur redevances et commissions	3 182 884	2 926 321	2 959 519	3 065 297
Encaissement divers	612 724	646 049	645 641	706 359
Décaissement aux fournisseurs et au personnel	<2 410 095>	<2 402 182>	<2 236 322>	<1 917 808>
Autres décaissements	<622 887>	<576 157>	<658 241>	<520 970>
FLUX LIES A L'INVESTISSEMENT	<61 612>	<113 130>	<592 421>	<121 350>
VARIATION DE TRESORERIE	700 651	480 244	117 562	1 211 528
Trésorerie au début de l'exercice	7 271 474	6 791 230	6 673 668	5 462 140
Trésorerie à la clôture de l'exercice	7 972 126	7 271 474	6 791 230	6 673 668





**TITRE III  
PROGRAMME  
D'INTERVENTION  
DU CMF EN 2005**



Le Bilan 2004 du Marché Financier démontre que sa contribution au financement de l'investissement privé a été insignifiante au regard du programme très ambitieux de Monsieur le Président de la République qui tend à porter cette contribution de 3,6% aujourd'hui à 20% dans un horizon de 5ans.

Quant bien même le Conseil du Marché a continué à jouer un rôle efficace dans le domaine de la protection de l'Épargne Publique, du contrôle des Intervenants et de la régulation, ses interventions ont abouti à imposer plus de transparence et de discipline sans pour autant relancer le Marché.

La priorité étant aujourd'hui d'amener le Marché Financier à assurer convenablement son rôle de mobilisateur de l'épargne en vue de la canaliser vers le financement direct de l'Economie, le CMF est appelé à participer activement à la promotion du Marché sans toucher à sa mission principale de régulateur et de contrôleur.

Son intervention portera au cours de la période à venir sur deux volets principaux à savoir le renforcement de la sécurité du marché et la contribution à son développement aussi bien au niveau de l'offre que de la demande.

## I – RENFORCEMENT DE LA SECURITE DU MARCHÉ :

Tous les intervenants sur le marché financier sont appelés à agir de concert pour renforcer la sécurité du marché. A cet effet différentes actions seront menées par le CMF en collaboration avec toutes les parties concernées dans les domaines suivants :

### 1 - Mise à jour du système de surveillance de la cotation :

La migration vers le nouveau système de cotation de la BVMT nécessite l'approfondissement de sa connaissance et l'adoption d'un système de surveillance approprié ;

### 2 - Mise en conformité des structures du marché aux principes de l'OICV, afin d'instaurer des directives pour une régulation saine et efficace. Il s'agit d'un facteur essentiel pour l'intégrité des marchés nécessaire au renforcement de la confiance sans laquelle aucun développement ne sera possible ;

### 3 - Mise à jour des guides opératoires du CMF et de son système d'information et de communication ;

### 4 - Mise à niveau des agents du CMF par la formation continue et la participation aux stages et séminaires ;

### 5 - Institution d'une base de données sectorielles pour offrir aux opérateurs des critères de positionnement des entreprises et un outil de benchmarking, afin de rapprocher au maximum la valorisation de l'entreprise de sa valeur réelle ;

### 6 - Réunions périodiques avec les autres structures de régulation (BCT – Comité des Assurances) en vue de coordonner les actions et d'harmoniser les méthodes d'intervention sur la place financière ;

### 7 - Mise en application des nouvelles dispositions de la loi relative à la dématérialisation des titres pour sauvegarder les droits des actionnaires et des créanciers tout en facilitant les transferts ;

### 8 - Elaboration de guides et de manuels professionnels (émetteurs, investisseurs, intermédiaires, commissaires aux comptes). Ces guides faciliteront la tâche des opérateurs et permettront une normalisation des procédures.

### 9 - Mise en place, avec les structures compétentes dans le domaine de la formation des journalistes, d'un programme pour former des journalistes spécialisés dans la finance et les opérations boursières ;

**10 - Révision de l'ensemble des textes réglementaires du ressort du Conseil du Marché Financier (Règlements du CMF, le Règlement Général de la Bourse etc...);**

**11 - Organisation de tables rondes dans le cadre des débats du CMF pour la vulgarisation des nouveaux instruments de bonne gouvernance (comité d'audit, contrôle interne etc...).**

## **II – LE DEVELOPPEMENT DU MARCHÉ :**

### **1 - DEVELOPPEMENT DE L'OFFRE :**

**1-1** Les conditions actuelles d'admission des sociétés au marché semblent constituer un handicap pour plusieurs d'entre-elles. Aussi est-il proposé d'assouplir ces conditions pour les sociétés qui se proposent de faire appel à l'épargne publique pour l'augmentation de leur capital social et le renforcement de leurs fonds propres. Les nouveaux critères devront se baser sur un historique de transparence et un avenir porteur ;

**1-2** Inciter les entreprises publiques à recourir au marché pour se restructurer ou financer leurs projets : Une commission composée des représentants des différentes autorités concernées (Premier Ministre, Ministère des Finances, Ministères de tutelle, BCT et CMF) pourrait être créée pour procéder à un arbitrage adéquat entre les divers financements offerts aux entreprises concernées.

**1-3** Restructuration financière de sociétés privées industrielles et touristiques.

**1-3-1** Cibler les sociétés bénéficiaires du programme de mise à niveau qui pourraient recourir au marché financier pour financer les actions inscrites dans le cadre dudit programme.

Des actions de diagnostic approfondi pourront être menées et des réunions périodiques avec les responsables de ces sociétés seront tenues en collaboration avec les structures compétentes en vue de parvenir au lancement d'un programme pilote national pour une cinquantaine de ces entreprises.

**1-3-2** Faciliter l'émission d'emprunts obligataires par la vulgarisation de la procédure « document de référence » ;

**1-3-3** Réfléchir avec le Trésor et la Banque Centrale à la dynamisation du marché secondaire obligataire ;

### **2- DEVELOPPEMENT DE LA DEMANDE**

#### **2-1 Développement de l'épargne longue institutionnelle :**

Créer une véritable industrie des Fonds Communs de Placement dotés de mécanisme de garantie et à durée de vie moyen et long termes ;

**2-2** Actions de promotion :

**2-2-1** Encourager les sociétés tunisiennes à lever des capitaux et à se faire coter sur des bourses étrangères et ceci après avoir approché les responsables de la BCT pour résoudre le problème de rétrocession avec les courtiers étrangers ;

**2-2-2** Préparer une série de work shop dans le cadre des « Débats du CMF » sur des thèmes intéressant le marché tel que par exemple les Instruments de bonne gouvernance, les produits structurés etc...)



## FAITS SAILLANTS 2004

### Janvier

- Achèvement de l'opération de rachat par la SFBT de ses propres actions et ce, dans le cadre de la restructuration du groupe et l'élimination des participations croisées ;
- Stage de formation de deux cadres du CMF auprès de la société Lyncohn à Paris ;
- Octroi du visa du CMF aux prospectus d'augmentation de capital par émission en numéraire de la société SOTUVER et celui d'émission de l'emprunt obligataire « Tunisie Leasing 2004-1 ».

### Février

- Participation de la Bourse de Tunis à l'étude sur la possibilité de création d'une bourse méditerranéenne associant les bourses de Malte et du Caire-Alexandrie ;
- Ouverture au public du 1er Fonds Commun de Placement sur la place de Tunis « FCP AXIS Capital protégé » ;
- Saisie en référé du Président du Tribunal de 1ère instance de Tunis afin d'ordonner à trois sociétés inscrites à la cote de la BVMT de communiquer et publier leurs états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2003 ;
- Mise en application des directives présidentielles concernant le dédoublement du capital des SICAR régionales.

### Mars

- Avis du CMF sur le projet de statut de l'Association Professionnelle Tunisienne des SICAR ;
- Adoption d'un plan d'assainissement financier de la STB par la cession d'un portefeuille d'actions selon les besoins en liquidités de la banque.

### Avril

- Publication de la décision générale du CMF n° 8 du 1er avril 2004 relative aux changements dans la vie d'un OPCVM et aux obligations d'information y afférentes ;
- Participation du CMF au séminaire organisé par l'OICV sur le thème « La réglementation des infractions boursières » ;
- Octroi du visa du CMF au prospectus d'emprunt obligataire « El Mouradi Skanès Beach 2003 ».

### Mai

- Participation du CMF aux travaux de suivi de la mission d'élaboration d'un guide de contrôle sur pièces et sur place pour les contrôleurs d'assurances ;
- Autorisation du CMF à la société BATAM pour le report des échéances de l'emprunt obligataire « BATAM 2000 » ;
- Communiqué du CMF aux sociétés faisant appel public à l'épargne n'ayant pas procédé à la constatation de certaines charges devant grever leur résultat de l'exercice et recommandation pour respecter scrupuleusement les procédures comptables en la matière ;
- Remboursement par anticipation pour La Briqueterie Moderne de Grombalia -BMG- de la totalité du montant restant dû de son emprunt obligataire « BMG 1999 ».

## Juin

- Avis du CMF concernant le projet des statuts de l'Association des Intermédiaires en Bourse ;
- Création du Comité des Indices Boursiers ;
- Retrait d'agrément à Premium SICAV (Capital demeuré en dessous du minimum légal pour une durée supérieure à 90 jours) ;
- Décision du CMF de transmettre au Procureur de la République, les résultats de l'enquête relative aux présomptions de manipulation de cours des titres UBCI ;
- Décision du CMF d'ordonner à Amen Bank de procéder à une OPA obligatoire visant le reste des actions composant le capital de Tunisie leasing suite à l'acquisition du contrôle majoritaire par le groupe Amen dans le capital de ladite société ;
- Suspension par le CMF de la procédure d'OPA dans l'attente de la réponse de la BCT à la demande d'agrément sollicitée par Amen Bank conformément à l'article 7 de la loi n° 2001-65 du 10 juillet 2001 ;
- Octroi du visa du CMF au prospectus d'émission de l'emprunt obligataire « BTEI 2004 » ;
- Octroi du visa du CMF aux prospectus d'émission des emprunts obligataires « ATL 2004/1 » et « CIL 2004/1 ».

## Juillet

- Promulgation de la circulaire de la BCT n°3 relative à l'acquisition par les étrangers des Bons de Trésor (BTA) dans la limite de 5 % de chaque ligne ;
- Promulgation de la loi organique n° 2004-63 du 27 juillet 2004 portant sur la protection des données à caractère personnel ;
- Approbation par le CMF de l'opération de fusion-absorption de NSK Selima Club, RCK et STB El Mouradi par la SIH Jerba Menzel et ce, en vertu de l'article 336 du code des sociétés commerciales et autorisation de ladite opération en vertu de l'article 416 du code des sociétés commerciales ;
- Autorisation par le CMF de l'opération de fusion-absorption des sociétés Bois Naturels et Placages et Profilex par la société Panobois et ce, en vertu de l'article 416 du code des sociétés commerciales ;
- Remboursement par anticipation par la Caisse des Prêts et de Soutien des Collectivités Locales –CPSCL- de la totalité du montant restant dû de l'emprunt obligataire « CPSCL 2001 ».

## Août

- Adoption du décret n° 2004-1865 du 11 août 2004, fixant l'organisation et les modalités de fonctionnement de la Commission Tunisienne des Analyses Financières ;
- Refus des autorités monétaires d'agréer l'acquisition par Amen Bank, du contrôle majoritaire dans le capital de Tunisie Leasing, d'où la vente des actions acquises en dépassement du seuil de 50 %. L'OPA est devenue sans objet.

## Septembre

- Traduction la société d'intermédiation en bourse- SICOFI devant le conseil de discipline du CMF ;
- publication des textes réglementaires d'application de la loi 2003- 75 relative au soutien des efforts internationaux de lutte contre le terrorisme et à la répression du blanchiment d'argent ( arrêté du Ministre des Finances du 10 septembre 2004) ;
- Saisine du CMF pour l'adhésion de la Tunisie à l'Accord Multilatéral de l'OICV portant sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations
- Autorisation du CMF, de reporter la dernière échéance de l'emprunt obligataire « BATAM 1998 »d'une année : le service des intérêt s'effectue à bonne date.



## Octobre

- Actualisation du Manuel des Procédures Comptables ;
- Promulgation de la circulaire de la BCT n°4 relative à la Pension Livrée ;
- Représentation du CMF à la Commission des Analyses Financière créée par la BCT ;
- Adoption par le CMF et transmission pour visa de Monsieur le Ministre des Finances, d'une proposition de modification de certaines dispositions du décret n°2001-2728 du 20 novembre 2001 ;
- Saisie en référé du Président du Tribunal de 1ère instance de Tunis afin d'ordonner à trois sociétés inscrites à la cote de la BVMT de communiquer et publier leurs états financiers provisoires arrêtés au 30 juin 2004 ;
- Rappel aux dirigeants des sociétés faisant appel public à l'épargne de l'obligation d'établissement et de dépôt au CMF, de la déclaration d'initié ;
- Adoption d'un plan d'assainissement de la société Tunisie Lait en vue de sa privatisation ;
- Octroi du visa du CMF au prospectus d'augmentation de capital de la BIAT par émission en numéraire ;
- Remboursement par anticipation par la Banque Tuniso-Koweïtienne de Développement-BTKD- de la totalité du montant restant dû de l'emprunt obligataire « BTKD 2000 ».

## Novembre

- Création d'une Commission pilotée par le Ministère des Finances, chargée d'étudier la possibilité de double cotation sur une bourse étrangère, des valeurs inscrites à la BVMT ;
- stage de formation de représentants du CMF auprès d'« ATOS EURONEXT » à Paris et Bruxelles relativement au nouveau système de cotation électronique ;
- remboursement par anticipation par la société Centrale Laitière de Béja -VAGA- de la totalité du montant restant dû de l'emprunt obligataire « VAGA 2003 ».

## Décembre

- Promulgation de la loi 2004-89 du 31 décembre 2004 relative aux procédures de constitution de sociétés en ligne ;
- Reconduction par la loi des finances pour la gestion 2005, de l'avantage accordé aux sociétés qui ouvrent leur capital et s'introduisent en bourse ;
- Fixation d'un modèle de contrat de liquidité concernant les sociétés inscrites à la cote de la BVMT ;
- Retrait d'agrément à l'Union Valeurs SICAV (Capital demeuré en dessous du minimum légal pour une durée supérieure à 90 jours) ;
- Publication du rendement moyen positif pour les OPCVM mixtes de 6,48 % ;
- Rappel par le CMF, de l'obligation de publier toute information susceptible d'avoir une incidence sur le cours d'une action en bourse ;
- Participation du CMF au séminaire organisé au Maroc par l'IFREFI et signature par le CMF de la charte de l'Institut ;
- Octroi du visa du CMF aux prospectus d'augmentation de capital de l'UIB par émission en numéraire et d'émission des emprunts obligataires « GL 2004/1 », « Tunisie Leasing 2004/2 » et « UTL 2004 ».



# LES ANNEXES

## L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE NATIONAL

Tableau 1 : Agrégats macroéconomiques de la Tunisie

	2004	2003	2002	2001	2000
PIB aux prix courants	35 104,00	32 211,80	29 933,10	28 757,20	26 650,80
Taux de croissance[1]	5,80%	5,60%	1,70%	4,90%	4,70%
Taux d'inflation[2]	3,60%	2,70%	2,70%	2,00%	-
Consommation	27 585,10	25 397,20	23 519,70	22 046,60	20 334,10
FBCF	8 023,00	7 531,30	7 607,20	7 541,80	6 922,80
Taux d'investissement[3]	22,90%	23,40%	25,40%	26,20%	26,00%
Exportations	15 659,40	14 093,50	13 542,10	13 710,90	11 871,50
Importations	16 812,30	15 340,80	14 822,50	15 029,10	12 842,40
Epargne Nationale Brute	7 943,80	7 100,70	6 610,20	6 787,10	6 161,90
Revenu National Disponible Brut	35 528,90	32 497,90	30 129,90	28 833,70	26 496,00
Taux d'épargne[4]	22,40%	21,80%	21,90%	23,50%	23,30%
Dettes extérieures	17 522,00	16 610,00	15 550,00	15 010,00	13 691,00
Taux d'endettement[5]	49,30%	51,10%	51,60%	52,10%	51,70%

[1] Evolution du PIB aux prix constants

[2] Base 100 en 2000

[3] FBCF/PIB

[4] Epargne Brute/Revenu National disponible Brut

[5] Dette extérieure/Revenu National disponible Brut

## LE MARCHÉ PRIMAIRE

Tableau 2: Répartition sectorielle des émetteurs de titres de capital par APE

Secteur d'activité	Montant en dinars	%
Banques	83 000 000	89,09%
Leasing	2 500 000	2,68%
Industries	5 653 865	6,07%
Services	2 016 000	2,16%
Total	93 169 865	100,00%

## LE MARCHE PRIMAIRE

Tableau 3 : Emissions de titres de capital par APE des sociétés admises à la cote

N° de Visa	Date de Visa	Sociétés	Date d'ouverture	Nature de l'opération	Nbre de titres émis	Nominal en D	Prix d'émission en D	Montant de l'augmentation en D	Capitaux levés en D
04/482	9/01/2004	SOTUVER	27/01/2004	Emission en numéraire	203 750	10	10	2 037 500	2 037 500
-	-	UBCI	1/07/2004	Incorporation de réserves	3 000 000	5	-	15 000 000	-
-	-	SOTETEL	15/07/2004	Incorporation de réserves	201 600	10	-	2 016 000	-
-	-	SIAME	28/07/2004	Incorporation de réserves	54 000	10	-	540 000	-
-	-	Air Liquide Tunisie	7/09/2004	Incorporation de réserves	52 920	25	-	1 323 000	-
04/492	29/10/2004	BIAT	17/11/2004	Emission en numéraire	2 000 000	10	16	32 000 000	32 000 000
04/493	1/12/2004	UIB	15/12/2004	Emission en numéraire	3 600 000	10	10	36 000 000	36 000 000
-	-	Tunisie Leasing	6/12/2004	Incorporation de réserves	250 000	10	-	2 500 000	-

## LE MARCHÉ PRIMAIRE

Tableau 4 : Emissions de titres de capital des sociétés non admises à la cote

N° de Visa	Date de Visa	Sociétés d'ouverture	Date l'opération	Nature de titres émis	Nbre de	Nominal en D	Prix d'émission en D	Montant de l'augmentation en D	Capitaux levés en D
Augmentation de capital sans APE									
-	-	GAT	3/05/2004	Emission en numéraire	500 000	10	13,5	6 750 000	6 750 000
-	-	Modern Leasing	4/06/2004	Emission en numéraire	300 000	10	10	3 000 000	3 000 000
Augmentation de capital avec APE									
-	-	AMS	9/08/2004	Incorporation de réserves	186 168	5	-	930 840	-
-	-	SOBOCO	1/09/2004	Incorporation de réserves	105 600	5	-	528 000	-
-	-	AL KHOUTAF	20/09/2004	Incorporation de réserves	58 905	5	-	294 525	-

## LE MARCHE PRIMAIRE

Tableau 5 : Emissions de titres de créances  
Emissions de titres de créance des sociétés admises à la cote durant l'année 2004.

N° de Visa	Date de Visa	Intitulé de l'emprunt	Nominal en D	Montant visé en D	Montant souscrit en D	Taux facial	Prix d'émission en D	Mode d'amortis	Date d'ouverture des souscriptions	Durée	Jouissance	Date de clôture effective	Notation ou Garantie
04/483	16/01/2004	Tunisie Leasing 2004/1 (1)	100	15 000 000	0	TMM + 1,25%*	100	AP	30/01/2004	5 ans	30/04/2004	5/03/2004	BBB+
				15 000 000		7,4%							
04/489	2/06/2004	BTEI 2004	100	20 000 000	20 000 000	TMM+ 1,25%*	100	AP	17/06/2004	7 ans dont 2 ans de franchise	25/06/2004	17/06/2004	-
04/490	14/07/2004	ATL 2004/1 (1)	100	15 000 000	800 000	TMM + 1,5%*	100	AP	30/07/2004	5 ans	16/08/2004	2/08/2004	BBB+
				14 200 000		7,25%							
04/491	15/07/2004	CIL 2004/1 (1)	100	15 000 000	4 550 000	TMM + 1,25%*	100	AP	30/07/2004	7 ans dont 2 ans de franchise	30/09/2004	27/09/2004	BBB
				10 450 000		7%							
04/494	8/12/2004	GL 2004/1 (1)	100	15 000 000	0	TMM + 1,25%*	100	AP	27/12/2004	5 ans	12/01/2005	6/01/2005	BBB
				15 000 000 (2)		7,25%							
04/496	31/12/2004	Tunisie Leasing 2004/2 (1)	100	15 000 000	3 500 000 (3)	TMM + 1,4%*	100	AP	31/01/2005	5 ans	31/03/2005	1/03/2005	BBB+
				11 500 000 (3)		7%							

(1) Emprunt émis à deux taux différents au choix du souscripteur.

(2) dont 5 760 000 dinars souscrit en 2005.

(3) montant totalement souscrit en 2005.

\* correspond à la moyenne des 12 derniers taux moyens mensuels du marché monétaire précédant la date de paiement des intérêts, majorée de la marge prévue.

## Emissions de titres de créance des sociétés non admises à la cote durant l'année 2004.

N° de Visa	Date de Visa	Intitulé de l'emprunt	Nominal en D	Montant visé en D	Montant souscrit en D	Taux facial	Prix d'émission en D	Mode d'amortis	Date d'ouverture des souscriptions	Durée	Jouissance	Date de clôture effective	Notation ou Garantie
04/486	22/04/2004	El Mouradi Skanès Beach 2003	100	6 000 000	6 000 000	7,25%	100	AP	12/05/2004	7 ans dont 2 ans de franchise	11/06/2004	19/05/2004	BS-BTE - BNA-Amen Bank
04/495	29/12/2004	UTL 2004	100	10 000 000	10 000 000*	7%	100	AP	24/01/2005	7 ans dont 2 ans de franchise	31/03/2005	2/02/2005	A

\* montant totalement souscrit en 2005.

## LE MARCHE PRIMAIRE

Tableau 6 : Caractéristiques des emprunts privés émis en 2004 (duration et sensibilité)

Intitulé de l'emprunt	Montant souscrit en D	Taux facial en %	Mode d'amortis.	Durée (ans)	Duration	Sensibilité en %
Tunisie Leasing 2004/1	0 15 000 000	TMM+1,25% 7,40%	Constant	5 ans	2,764 2,738	-2,594 -2,549
BTEI	20 000 000	TMM+1,25%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	4,399	-4,14
ATL 2004/1	800 000 14 200 000	TMM+1,5% 7,25%	Constant	5 ans	2,767 2,743	-2,598 -2,558
CIL 2004/1	4 550 000 10 450 000	TMM+1,25% 7%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	4,399 4,337	-4,14 -4,053
GL 2004/1	0 15 000 000	TMM+1,25% 7,25%	Constant	5 ans	2,775 2,743	-2,612 -2,558
Tunisie leasing 2004/2	3 500 000 11 500 000	TMM+1,4% 7%	Constant	5 ans	2,77 2,751	-2,603 -2,571
El Mouradi Skanès Beach 2003	6 000 000	7,25%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	4,317	-4,025
UTL 2004	10 000 000	7%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	4,337	-4,053

## LE MARCHE PRIMAIRE

Tableau 7 : Structure des souscriptions aux emprunts obligataires visés en 2004.

Intitulé de l'emprunt	Montant souscrit	Compagnies d'assurances	Caisses de retraite	SICAV	Sociétés d'investissement	Banques	Autres personnes morales	personnes physiques
Tunisie Leasing 2004-1	15 000 000	1 500 000	0	10 879 600	0	0	40 000	2 580 400
El Mouradi Skanès Beach 2003	6 000 000	900 000	0	5 100 000	0	0	0	0
BTEI 2004	20 000 000	1 500 000	0	11 260 000	0	3 000 000	4 000 000	240 000
ATL 2004-1	15 000 000	2 250 000	0	8 490 000	2 500 000	1 000 000	750 000	10 000
CIL 2004-1	15 000 000	3 500 000	0	7 700 000	0	3 800 000	0	0
GL 2004-1	15 000 000	2 390 000	0	12 610 000	0	0	0	0
UTL 2004	10 000 000	1 200 000	0	5 600 000	0	1 000 000	500 000	1 700 000
Tunisie Leasing 2004-2	15 000 000	3 200 000	0	11 750 000	0	0	0	50 000
<b>TOTAL</b>	<b>111 000 000</b>	<b>16 440 000</b>	<b>0</b>	<b>73 389 600</b>	<b>2 500 000</b>	<b>8 800 000</b>	<b>5 290 000</b>	<b>4 580 400</b>
	100%	14,81%	0,00%	66,12%	2,25%	7,93%	4,77%	4,13%

## LE MARCHÉ PRIMAIRE

Tableau 8 : Les émissions des BTA en 2004

MOIS	LIGNE	MONTANT	ONC 1	ONC 2	PRIX LIMITE % DU PRIX LIMITE	PMP	TMP	TOTAL LIGNE	TOTAL ADJU.
Janvier	6,75% juin 2008	199,5	0	0	100,50%	100,550%	6,588%	199,5	220,1
	6,75% avril 2010	20	0	0,6	100,00%	100,000%	6,742%	20,6	
Février	6,75% juin 2008	17	0	0,2	100,65%	100,721%	6,541%	17,2	240
	6,75% avril 2010	210,5	0	12,3	100,00%	100,103%	6,723%	222,8	
Mars	6,5% mars 2009	15,7	0	0	99,55%	99,877%	6,530%	15,7	262,85
	6,75% avril 2010	245,15	0	2	100,00%	100,181%	6,720%	247,15	
Avril	7,5% avril 2014	76	2,5	4,2	100,45%	100,686%	7,401%	82,7	82,7
	7,5% avril 2014	55	1,8	2,7	103,15%	103,177%	7,042%	59,5	59,5
Mai	7,5% avril 2014	158,9	2	3,3	103,15%	103,570%	6,982%	164,2	164,2
	5,625% juillet 2007	35	0	0	100,00%	100,016%	5,619%	35	174,5
Juillet	7,5% avril 2014	134,1	2,4	3	103,20%	103,414%	6,999%	139,5	
	5,625% juillet 2007	16,5	0	0	100,00%	100,000%	5,620%	16,5	126,6
Août	7,5% avril 2014	106,9	0	3,2	103,20%	103,314%	7,010%	110,1	
	5,3% septembre 2006	57	0	0	99,80%	99,809%	5,403%	57	104,9
Septembre	5,625% juillet 2007	47,9	0	0	100,00%	100,004%	5,615%	47,9	
	6,75% septembre 2005	10	0	0	101,35%	101,350%	5,180%	10	123
Octobre	5,3% septembre 2006	0	0	0				0	
	5,625% juillet 2007	113	0	0	100,00%	100,018%	5,606%	113	
novembre	5,3% septembre 2006	5	0	0	99,85%	99,850%	5,377%	5	147
	5,625% juillet 2007	10	0	0	100,45%	100,450%	5,426%	10	
décembre	7,5% avril 2014	128,5	0	3,5	103,35%	103,444%	6,976%	132	
	5,3% septembre 2006	3	0	0	99,80%	99,833%	5,386%	3	211
Total septembre 2005	5,625% juillet 2007	82	0	0	100,00%	100,152%	5,545%	82	
	7,5% avril 2014	123	0	3	103,40%	103,512%	6,963%	126	
Total septembre 2006		10	0	0			5,180%	10	
Total septembre 2007		65	0	0			5,400%	65	
Total juillet 2007		304,4	0	0			5,587%	304,4	
Total juin 2008		216,5	0	0,2			6,584%	216,7	
Total mars 2009		15,7	0	0			6,530%	15,7	
Total avril 2010		475,65	0	14,9			6,722%	490,55	
Total avril 2014		782,4	8,7	22,9			7,032%	814	
TOTAL GENERAL		1869,65	8,7	38			6,603%	1916,35	

## LE MARCHE PRIMAIRE

Tableau 9 : Les émissions des BTCT en 2004

SEMAINE	LIGNE	MONTANT	ONC 1	ONC 2	TAUX LIMITE	% DU TAUX LIMITE	TMP	TOTAL PAR LIGNE	TOTAL ADJUDICATION	En MD
8/01/2004	52 Sem 07/12/04	10	0	0	5,22%	50%	5,220%	10	10	10
15/01/2004	52 Sem 07/12/04	10	0	0	5,20%	100%	5,200%	10	10	10
22/01/2004	52 Sem 08/02/05	10,5	0	0	5,20%	100%	5,200%	10,5	10,5	10,5
29/01/2004	52 Sem 08/02/05	10	0	0	5,19%	100%	5,190%	10	10	10
5/02/2004	52 Sem 08/02/05	11,7	0	0	5,19%	40%	5,187%	11,7	11,7	11,7
12/02/2004	52 Sem 08/02/05	9,2	0	0	5,19%	20%	5,184%	9,2	9,2	9,2
19/02/2004	52 Sem 08/02/05	9,5	0	0	5,19%	20%	5,184%	9,5	9,5	9,5
26/02/2004	52 Sem 08/02/05	10,5	0	0	5,19%	20%	5,185%	10,5	10,5	10,5
4/03/2004	52 Sem 08/02/05	11	0	0	5,20%	100%	5,199%	11	11	11
18/03/2004	52 Sem 08/02/05	5	0	0	5,16%	50%	5,160%	5	5	5
25/03/2004	52 Sem 05/04/05	12	0	0	5,14%	40%	5,140%	12	12	12
1/04/2004	52 Sem 05/04/05	12	0	0	5,12%	40%	5,120%	12	12	12
15/04/2004	52 Sem 05/04/05	5	0	0	5,12%	50%	5,120%	5	5	5
22/04/2004	52 Sem 05/04/05	4	0	0	5,12%	50%	5,120%	4	4	4
29/04/2004	52 Sem 05/04/05	3,9	0	0	5,12%	30%	5,120%	3,9	3,9	3,9
6/05/2004	52 Sem 05/04/05	6,6	0	0	5,12%	40%	5,120%	6,6	6,6	6,6
13/05/2004	52 Sem 05/04/05	5	0	0	5,10%	100%	5,100%	5	5	5
20/05/2004	52 Sem 07/06/05	6,7	0	0	5,10%	40%	5,099%	6,7	6,7	6,7
27/05/2004	52 Sem 07/06/05	4,2	0	0	5,10%	20%	5,098%	4,2	4,2	4,2
3/06/2004	52 Sem 07/06/05	4,5	0	0	5,10%	30%	5,100%	4,5	4,5	4,5
10/06/2004	52 Sem 07/06/05	5	0	0	5,10%	100%	5,100%	5	5	5
17/06/2004	52 Sem 07/06/05	5,55	0	0	5,10%	30%	5,100%	5,55	5,55	5,55
24/06/2004	52 Sem 07/06/05	4,9	0	0	5,10%	40%	5,100%	4,9	4,9	4,9
1/07/2004	52 Sem 07/06/05	6,1	0	0	5,10%	15%	5,100%	6,1	6,1	6,1
8/07/2004	52 Sem 07/06/05	5,25	0	0	5,10%	15%	5,100%	5,25	5,25	5,25
15/07/2004	52 Sem 07/06/05	5	0	0	5,10%	20%	5,100%	5	5	5
22/07/2004	52 Sem 07/06/05	6,3	0	0	5,10%	20%	5,100%	6,3	6,3	6,3
29/07/2004	52 Sem 02/08/05	6	0	0	5,10%	20%	5,100%	6	6	6
5/08/2004	52 Sem 02/08/05	5	0	0	5,10%	20%	5,100%	5	5	5
12/08/2004	52 Sem 02/08/05	5	0	0	5,10%	20%	5,100%	5	5	5
19/08/2004	52 Sem 02/08/05	3,5	0	0	5,10%	10%	5,100%	3,5	3,5	3,5
26/08/2004	52 Sem 02/08/05	3,5	0	0	5,10%	10%	5,100%	3,5	3,5	3,5
2/09/2004	52 Sem 02/08/05	38,4	0	0	5,10%	40%	5,100%	38,4	38,4	38,4
9/09/2004	52 Sem 02/08/05	36,4	0	0	5,10%	40%	5,100%	36,4	36,4	36,4
16/09/2004	52 Sem 04/10/05	31,2	0	0	5,10%	60%	5,100%	31,2	31,2	31,2
23/09/2004	52 Sem 04/10/05	60	0	0	5,10%	100%	5,100%	60	60	60
30/09/2004	52 Sem 28/10/05	60	0	0	5,12%	100%	5,115%	60	60	60
7/10/2004	52 Sem 28/10/05	7,5	0	0	5,12%	100%	5,117%	7,5	7,5	7,5
14/10/2004	52 Sem 28/10/05	11	0	0	5,12%	100%	5,120%	11	11	11
21/10/2004	52 Sem 28/10/05	4	0	0	5,12%	100%	5,120%	4	4	4
28/10/2004	52 Sem 28/10/05	10,5	0	0	5,12%	100%	5,120%	10,5	10,5	10,5
4/11/2004	52 Sem 08/11/05	4,5	0	0	5,12%	100%	5,120%	4,5	4,5	4,5
11/11/2004	52 Sem 08/11/05	28	0	0	5,14%	100%	5,139%	28	28	28
25/11/2004	52 Sem 08/11/05	42,5	0	0	5,16%	100%	5,154%	42,5	42,5	42,5
2/12/2004	52 Sem 06/12/05	47	0	0	5,18%	100%	5,164%	47	47	47
9/12/2004	52 Sem 06/12/05	30	0	0	5,20%	100%	5,193%	30	30	30
16/12/2004	52 Sem 06/12/05	20	0	0	5,23%	100%	5,230%	20	20	20
9/1/2004	52 Sem 06/12/05	27	0	0	5,25%	100%	5,246%	27	27	27
TOTAL 52 Semaines		680,4	0	0			5,140%	680,400	680,400	
TOTAL GENERAL		680,4	0	0				680,400	680,400	

## LA TRANSPARENCE DES OPERATIONS

Tableau 10 : Etat des emprunts admis au marché obligataire de la cote de la bourse en 2004

Valeur	Date d'admission	Date d'introduction	Date d'émission	Nominal en Dinars	Taux d'intérêt	Durée	Echéance	Montant souscrit en MD	Nbre de titres	Amortis.	Notation ou Garantie
Tunisie leasing 2003-1	19/02/2004	20/02/2004	10/12/2003	100	7,4%	5 ans	30/01/2009	10	100 000	AP	BBB+
ATL 2003-1	15/03/2004	16/03/2004	30/12/2003	100	TMM*+1,5 % et/ou 7,4%	5 ans	15/03/2009	20	200 000	AP	BBB+
Tunisie leasing 2004-1	25/03/2004	30/04/2004	30/01/2004	100	7,4%	5 ans	30/04/2009	15	150 000	AP	BBB+
GL 2003-2	25/03/2004	26/03/2004	19/01/2004	100	TMM*+1,25% et/ou 7,5%	7 ans dont 2 ans de franchise	20/02/2011	10	100 000	AP	BBB
EI Mouradi Skanès Beach 2003	23/06/2004	25/06/2004	12/05/2004	100	7,25%	7 ans dont 2 ans de franchise	10/06/2011	6	60 000	AP	BS-BTE- Bank BNA-Amen
BTEI 2004	23/06/2004	25/06/2004	17/06/2004	100	TMM*+1,25%	7 ans dont 2 ans de franchise	25/06/2011	20	200 000	AP	-
ATL 2004-1	26/08/2004	30/08/2004	30/07/2004	100	TMM*+1,5 % et/ou 7,25%	5 ans	16/08/2009	15	150 000	AP	BBB+
CIL 2004-1	4/10/2004	5/10/2004	30/07/2004	100	TMM*+1,25% et/ou 7%	7 ans dont 2 ans de franchise	30/09/2011	15	150 000	AP	BBB

\* correspond à la moyenne des 12 derniers taux moyens mensuels du marché monétaire précédant la date de paiement des intérêts.

## LE MARCHÉ SECONDAIRE

Tableau 11 : Répartition des capitaux échangés et du volume traité par catégorie de titre

Désignations	Capitaux échangés				Volume traité			
	2003		2004		2003		2004	
	Montant en MD	Part en%	Montant en MD	Part en%	Nombre de titres *	Part en%	Nombre de titres *	Part en%
<b>Cote de la bourse</b>	<b>238</b>	<b>25,11%</b>	<b>317</b>	<b>45,94%</b>	<b>12 921</b>	<b>27,36%</b>	<b>21 127</b>	<b>48,52%</b>
Variation % l'année dernière	-30,61%		33,19%		-24,19%		63,51%	
<b>Actions et droits</b>	<b>213</b>	<b>89,50%</b>	<b>283</b>	<b>89,27%</b>	<b>12 666</b>	<b>98,03%</b>	<b>20 949</b>	<b>99,16%</b>
Variation % l'année dernière	-36,23%		32,86%		-25,27%		65,40%	
<b>Obligations</b>	<b>25</b>	<b>10,50%</b>	<b>34</b>	<b>10,73%</b>	<b>255</b>	<b>1,97%</b>	<b>178</b>	<b>0,84%</b>
Variation % l'année dernière	-		-		-		-	
<b>Hors cote</b>	<b>67</b>	<b>7,07%</b>	<b>20</b>	<b>2,90%</b>	<b>3 251</b>	<b>6,88%</b>	<b>2 209</b>	<b>5,07%</b>
Variation % l'année dernière	3,08%		-70,15%		7,58%		-32,05%	
<b>Enregistrements</b>	<b>638</b>	<b>67,30%</b>	<b>348</b>	<b>50,43%</b>	<b>30 922</b>	<b>65,47%</b>	<b>19 994</b>	<b>45,91%</b>
Variation % l'année dernière	7,23%		-45,45%		34,48%		-35,34%	
<b>Déclarations</b>	<b>5</b>	<b>0,53%</b>	<b>5</b>	<b>0,72%</b>	<b>138</b>	<b>0,29%</b>	<b>216</b>	<b>0,50%</b>
Variation % l'année dernière	66,67%		0,00%		-6,76%		56,52%	
<b>Total</b>	<b>948</b>		<b>690</b>		<b>47 232</b>		<b>43 546</b>	
Variation % l'année dernière	-5,77%		-27,22%		9,31%		-7,80%	

\* En milliers de titres  
Source: la BVMT

## LE MARCHE SECONDAIRE

Tableau 12 : Rendement(1) des valeurs 2004

Valeur	Cours de clôture au 31/12/2003	DA	DS	DIVI	Cours de clôture au 31/12/2004	Rendement nominal
TUNISIE LAIT	14,270				4,900	-65,66%
SOTETEL	41,400	3,910		2,100	27,000	-20,27%
TUNISAIRE	6,680				10,650	59,43%
UBCI	25,380	9,820		1,100	20,000	21,83%
SPDIH- SICAF	22,880			1,200	25,260	15,65%
SOTRAPIL	13,300			0,700	14,270	12,56%
SFBT	47,840			2,200	40,500	-10,74%
SOMOSER	19,300			0,500	22,080	16,99%
TUNISIE LEASING	16,500	2,550		1,500	17,010	27,64%
BTEI	19,180			2,900	22,260	31,18%
ALKIMIA	33,200				26,000	-16,27%
BS	10,000				8,200	18,00%
STEQ	5,700			0,550	8,500	58,77%
MONOPRIX	25,000			1,800	31,600	35,88%
TUNIVESTE - SICAR-	7,510				6,000	-20,11%
ATB	11,900			0,650	15,520	35,88%
BH	8,300			0,500	9,220	17,11%
SOTUMAG	10,600			1,000	14,000	41,51%
ASTREE	22,000			0,600	23,680	10,36%
BT	52,500			2,400	65,220	28,80%
SMG	7,090			0,400	19,500	180,68%
EL MAZRAA	6,880			0,500	11,510	74,56%
AMEN BANK	19,480			1,000	17,000	-7,60%
AIR LIQUIDE TUNISIE-	183,000	16,180		6,750	167,800	4,22%
SIMPAR	14,220			1,250	16,010	21,38%
BIAT	18,300		0,360	1,200	19,300	13,99%
SIPHAT	7,900			0,650	14,000	85,44%
ICF	35,980			3,000	31,500	-4,11%
SOTUVER	8,200		0,010		14,000	70,85%
UIB	12,500		0,930		10,950	-4,96%
BNA	9,980			0,700	9,800	5,21%
SIAMIE	21,880	1,200		1,300	30,700	51,74%
CIL	21,730			1,200	17,490	46,82%
PLDE TUNISIE-SICAF-	10,870			1,000	14,820	45,54%
ATL	13,500			1,500	19,800	57,78%
PBHT (Actions à dividende prioritaire)	4,540				4,200	-7,49%
CARTE	16,690			0,700	15,000	-5,93%
STB	6,880			0,350	6,460	-1,02%
STIP	5,740				8,200	42,86%
ELECTROSTAR	4,150			0,100	7,750	89,16%
STAR-	5,910				7,050	19,29%
PBHT (Action ordinaires)	4,710				4,680	-0,64%
AMEN LEASE	10,000				9,000	-10,00%
STIL	1,700				1,860	9,41%
GENERAL LEASING	8,770			0,600	11,980	43,44%

(1) Rendement ajusté en fonction des augmentations du capital & du dividende versé au cours de 2004, relatif à l'exercice 2003

## LE MARCHÉ SECONDAIRE

Tableau 13 : PER (cours/bénéfice par action) moyen du marché par la méthode de la moyenne pondérée

Valeur	Cours de clôture au 31/12/2004	Capitalisation Boursière au 31/12/2004 en MD	Pondération par capitalisation boursière au 31/12/2004
AIR LIQUIDE TUNISIE	167,800	98	1897
ALKIMIA	26,000	51	669
AMEN BANK	17,000	119	515
AMEN LEASE	9,000	9	338
ASTREE	23,680	47	834
ATB	15,520	109	881
ATL	19,800	20	171
BH	9,220	138	1163
BIAT	19,300	193	1676
BNA	9,800	98	643
BS	8,200	164	11796
BT	65,220	326	3519
BTEI	22,260	22	171
CARTE	15,000	2	25
CIL	17,490	17	173
EL MAZRAA	11,510	33	1797
ELECTROSTAR	7,750	14	418
GENERAL LEASING	11,980	12	312
ICF	31,500	28	242
MONOPRIX	31,600	58	801
PBHT (Actions à dividende prioritaire)	4,200	2	2
PBHT (Actions ordinaires)	4,680	11	11
PL DE TUNISIE -SICAF-	14,820	15	134
SFBT	40,500	389	3387
SIAME	30,700	43	791
SIMPAR	16,010	10	78
SIPHAT	14,000	25	611
SMG	19,500	33	1165
SOMOCER	22,080	71	1788
SOTE/TEL	27,000	60	514
SOTRAPIL	14,270	41	599
SOTUMAG	14,000	13	118
SOTUVER	14,000	18	18
SPDIT -SICAF-	25,260	85	707
STAR	7,050	11	11
STB	6,460	161	1393
STEQ	8,500	12	161
STIL	1,860	6	6
STIP	8,200	35	35
TUNINVEST -SICAR-	6,000	6	6
TUNISAIR	10,650	165	165
TUNISIE LAIT	4,900	8	8
TUNISIE LEASING	17,010	34	289
UBCI	20,000	200	5650
UBP	10,950	77	77
PER pondéré			14,83

## LE MARCHÉ SECONDAIRE

Tableau 14 : Evolution mensuelle des indices de la place

	indice BVMT			indice TUNINDEX		
	Fin	Plus bas	Plus haut	Fin	Plus bas	Plus haut
janvier	963,71	941,91	1 003,67	1 258,48	1 250,82	1 282,55
février	977,95	966,33	981,32	1 261,30	1 258,13	1 273,75
Variation mensuelle	1,48%	2,59%	-2,23%	0,22%	0,58%	-0,69%
mars	1 002,05	964,66	1 002,05	1 302,41	1 256,33	1 302,41
Variation mensuelle	2,46%	-0,17%	2,11%	3,26%	-0,14%	2,25%
avril	996,62	989,64	1 001,77	1 320,37	1 293,12	1 320,37
Variation mensuelle	-0,54%	2,59%	-0,03%	1,38%	2,93%	1,38%
mai	1 007,09	993,50	1 019,08	1 331,49	1 315,24	1 340,40
Variation mensuelle	1,05%	0,39%	1,73%	0,84%	1,71%	1,52%
juin	1 006,98	994,34	1 024,43	1 324,63	1 321,57	1 344,83
Variation mensuelle	-0,01%	0,08%	0,52%	-0,52%	0,48%	0,33%
juillet	1 039,16	1 007,13	1 053,33	1 323,81	1 316,60	1 331,62
Variation mensuelle	3,20%	1,29%	2,82%	-0,06%	-0,38%	-0,98%
août	1 037,55	1 023,40	1 052,77	1 323,42	1 319,67	1 344,34
Variation mensuelle	-0,15%	1,62%	-0,05%	-0,03%	0,23%	0,96%
septembre	1 023,51	1 007,11	1 032,34	1 315,52	1 307,21	1 331,68
Variation mensuelle	-1,35%	-1,59%	-1,94%	-0,60%	-0,94%	-0,94%
octobre	1 030,27	1 006,94	1 031,39	1 347,67	1 311,24	1 350,32
Variation mensuelle	0,66%	-0,02%	-0,09%	2,44%	0,31%	1,40%
novembre	989,68	989,68	1 042,32	1 329,14	1 329,14	1 355,83
Variation mensuelle	-3,94%	-1,71%	1,06%	-1,37%	1,37%	0,41%
décembre	974,82	963,65	996,10	1 331,82	1 314,81	1 334,53
Variation mensuelle	-1,50%	-2,63%	-4,43%	0,20%	-1,08%	-1,57%

Source: la BVMT

## ACQUISITION DE VALEURS MOBILIERES PAR LES ETRANGERS

Tableau 15 : Volume mensuel des transactions réalisées en bourse durant 2004

OPERATIONS	Total	janv	févr	mars	avr	mai	juin	juil	août	sept	oct	nov	déc	En Dinar
acquisitions de titres sur la cote	62 698 959	1 318 700	396 893	4 246 267	5 200 255	4 238 126	1 855 972	17 742 031	9 187 063	3 587 650	8 161 915	4 284 296	2 479 791	
cessions de titres sur la cote	32 942 914	125 818	569 120	1 709 482	2 016 026	1 258 480	1 201 919	7 579 192	6 828 947	2 619 291	5 290 551	3 191 347	552 741	
flux net	29 756 045	1 192 882	-172 227	2 536 785	3 184 229	2 979 646	654 053	10 162 839	2 358 116	968 359	2 871 364	1 092 949	1 927 050	
<b>acquisitions enregistrées en bourse</b>	105 746 276	115 525	7 524 848	18 767 912	997 269	16 675 968	12 102 965	107 726	2 418 500	44 625 645	1 364 673	751 169	294 076	
-dont acquisitions faites auprès des tunisiens	31 857 693	60 200	269 900	380 810	263 929	16 663 680	6 768 851	104 936	1 431 100	5 464 125	156 634	293 143	385	
-dont acquisitions faites auprès des étrangers	73 888 583	55 325	7 254 948	18 387 102	733 340	12 288	5 334 114	2 790	987 400	39 161 520	1 208 039	458 026	293 691	
<b>cessions enregistrées en bourse</b>	84 149 738	2 306 564	7 713 831	19 122 707	1 448 541	3 252 743	5 685 034	287 031	1 540 533	39 223 914	1 672 747	621 656	1 274 437	
-dont cessions faites au profit des tunisiens	10 261 155	2 251 239	458 883	735 605	715 201	3 240 455	350 920	284 241	553 133	62 394	464 708	163 630	980 746	
-dont cessions faites au profit des étrangers	73 888 583	55 325	7 254 948	18 387 102	733 340	12 288	5 334 114	2 790	987 400	39 161 520	1 208 039	458 026	293 691	
flux net	21 596 538	-2 191 039	-188 983	-354 795	-451 272	13 423 225	6 417 931	-179 305	877 967	5 401 731	-308 074	129 513	-980 361	
acquisitions totales	168 445 235	1 434 225	7 921 741	23 014 179	6 197 524	20 914 094	13 958 937	17 849 757	11 605 563	48 213 295	9 526 588	5 035 465	2 773 867	
cessions totales	117 092 652	2 432 382	8 282 951	20 832 189	3 464 567	4 511 223	6 886 953	7 866 223	8 369 480	41 843 205	6 963 298	3 813 003	1 827 178	
flux net global	51 352 583	-998 157	-361 210	2 181 990	2 732 957	16 402 871	7 071 984	9 983 534	3 236 083	6 370 090	2 563 290	1 222 462	946 689	

Source : Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis

## L'intermédiation boursière en 2004

Tableau n°16 : Evolution des chiffres clés du secteur des sociétés d'intermédiation en bourse

(en MD)

	2003	2004	Variation 2004-2003
<b>Total des actifs</b>	93,61	83,94	-10%
Immobilisations financières	16,46	16,29	-1%
Placements et autres actifs financiers	31,8	29,93	-6%
Liquidités et quasi-liquidité	24,68	15,56	-37%
Autres actifs courants	7,7	9,3	21%
<b>Capitaux propres avant affectation</b>	48	50,91	6%
<b>Passifs</b>	45,61	33,03	-28%
Emprunts à long terme	0,81	0	-100%
Concours bancaires et autres passifs financiers	11,6	2,12	-82%
Fonds dû à la clientèle	8,68	9,12	5%
<b>Eléments de performances</b>			
Résultat après modifications comptables	-0,18	2,55	1419%
Rentabilité des fonds propres	-0,40%	5,00%	
Nombre de sociétés bénéficiaires	12	11	-8%
Résultats bénéficiaires Cumulés	1,84	3,51	91%
Nombre de sociétés déficitaires	11	12	9%
Résultats déficitaires cumulés	-2,02	-0,96	-53%

## L'ACTIVITE DES INTERVENANTS SUR LES VALEURS DU TRESOR

Tableau 17 : Palmarès des intervenants quant à la participation aux adjudications en 2004

Intervenant	BTA		BTCT		TOTAL	
	Souscription en MD	Part en %	Souscription en MD	Part en %	Souscription en MD	Part en %
STB	298,6	15,6%	261,8	38,5%	560,4	21,6%
BIAT	279	14,6%	137,8	20,2%	416,8	16,1%
Tunisie Valeurs SVT	379,9	19,8%	0,2	0,03%	380,1	14,6%
ATB	232	12,1%	119,1	17,5%	351,1	13,5%
BS	162	8,5%	0	-	162	6,2%
UBCI	64,6	3,4%	91,4	13,4%	156	6,0%
BT	116,9	6,1%	0	-	116,9	4,5%
BH	95,5	5%	18,4	2,7%	113,9	4,4%
BNA	60	3,1%	40	5,9%	100	3,9%
Amen Bank	85	4,4%	10	1,5%	95	3,7%
UIB	74,5	3,9%	0	-	74,5	2,9%
Sud Invest	39,8	2,1%	1,7	0,2%	41,5	1,6%
BNA-Capitaux	20,6	1,1%	0	-	20,6	0,8%
CITIBANK	8	0,4%	0	-	8	0,3%
BFT	0	-	0	-	0	-
Total	1916,4		680,4		2596,8	

Les tableaux 17A et 17B détaillent les participations des Intermédiaires par adjudication

## L'ACTIVITE DES INTERVENANTS SUR LES VALEURS DU TRESOR

ANNEXE 17 A : Répartition par intervenant des BTA servis aux adjudications durant l'année 2004

En milliers de dinars

Adjudication	TOTAL	BNAC	STB	BH	SIN	BT	BNA	AMEN BANK	TN VAL	BFT	CITI BK	UIB	UBCI	BIAT	BS	ATB
Janvier	220 100		150 000 68,2%		18 000 8,2%	1 000 0,5%			17 100 7,8%			7 000 3,2%	6 000 2,7%		21 000 9,5%	
Février	240 000			20 000 8,3%	9 800 4,1%	500 0,2%			116 700 48,6%			1 000 0,4%	40 000 16,7%		52 000 21,7%	
Mars	262 850	600 0,2%	25 600 9,7%	5 500 2,1%	11 200 4,3%	18 400 7,0%		35 000 13,3%	50 550 19,2%			5 500 2,1%	31 000 11,8%		9 500 3,6%	70 000 26,6%
Avril	82 700		28 000 33,9%		400 0,5%		20 000 24,2%		6 300 7,6%			28 000 33,9%				
Mai	59 500				400 0,7%				4 100 6,9%					55 000 92,4%		
Juin	164 200		5 000 3,0%	4 000 2,4%	20 000 12,2%	2 000 1,2%	15 000 9,1%		65 500 39,9%			200 0,1%	2 000 1,2%		32 500 19,8%	20 000 12,2%
Juillet	174 500		10 000 5,7%	2 000 1,1%	15 000 8,6%	30 000 17,2%		13 600 7,8%	8 000 4,6%		11 000 6,3%	6 400 3,7%	38 000 21,8%		35 500 20,3%	5 000 2,9%
Août	126 600		52 000 41,1%	5 500	10 000 7,9%			4 600 3,6%	4 600 3,6%		11 000 8,7%		23 000 18,2%		20 500 16,2%	
Septembre	104 900		50 000 47,7%		15 000 14,3%			5 400 5,1%	5 400 5,1%		11 500 11,0%	8 000 7,6%	15 000 14,3%			
Octobre	123 000				17 000 13,8%			3 500 2,8%	3 500 2,8%		30 000 24,4%	500 0,4%	35 000 28,5%		27 000 22,0%	10 000 8,1%
Novembre	147 000		10 000 6,8%		1 000 0,7%	10 000 6,8%		25 000 17,0%	39 500 26,9%			5 000 3,4%	34 000 23,1%		3 500 2,4%	19 000 12,9%
Décembre	211 000	20 000 9,5%	6 000 2,8%	20 500 9,7%	19 000 9,0%		10 000 4,7%		53 000 25,1%		11 000 5,2%	3 000 1,4%	3 000 1,4%		33 500 15,9%	35 000 16,6%
TOTAL	1 916 350	20 600 1,1%	298 600 15,6%	95 500 5,0%	39 800 2,1%	116 900 6,1%	60 000 3,1%	85 000 4,4%	379 850 19,8%	8 000 0,4%	74 500 3,9%	64 600 3,4%	279 000 14,6%		162 000 8,5%	232 000 12,1%

## L'ACTIVITE DES INTERVENANTS SUR LES VALEURS DU TRESOR

Tableau 17 B : Répartition par intervenant des BTCT servis aux adjudications durant l'année 2004

Adjudication	TOTAL	BNAC	STB	BH	SIN	BT	BNAAMEN	BANKIN	VAL	BFT	CITI	BK	UIB	UBCI	BIAT	BS	ATB
8/01/2004	10 000		10 000														
			100,0%														
15/01/2004	10 000		10 000												10 000		
			100,0%												100,0%		
22/01/2004	10 500			5 000	500										5 000		
				47,6%	4,8%										47,6%		
29/01/2004	10 000		10 000														
			100,0%														
5/02/2004	11 700		8 000		200									3 500			
			68,4%		1,7%									29,9%			
12/02/2004	9 200		8 000		500									700			
			87,0%		5,4%									7,6%			
19/02/2004	9 500		4 000											5 500			
			42,1%											57,9%			
26/02/2004	10 500		4 000											500	6 000		
			38,1%											4,8%	57,1%		
4/03/2004	11 000		5 000		500									500	5 000		
			45,5%		4,5%									4,5%	45,5%		
18/03/2004	5 000																5 000
																	100,0%
25/03/2004	12 000																12 000
																	100,0%
1/04/2004	12 000																12 000
																	100,0%
15/04/2004	5 000		5 000														
			100,0%														
22/04/2004	4 000		2 500											1 500			
			62,5%											37,5%			
29/04/2004	3 900		3 000											900			
			76,9%											23,1%			
6/05/2004	6 600		4 000						200					2 400			
			60,6%						3,0%					36,4%			
13/05/2004	5 000													5 000			
														100,0%			
20/05/2004	6 700		4 000											2 000			700
			59,7%											29,9%			10,4%
27/05/2004	4 200		2 000											600	1 000		600
			47,6%											14,3%	23,8%		14,3%
3/06/2004	4 500		3 000											1 500			
			66,7%											3,3%			
10/06/2004	5 000													5 000			
														100,0%			
17/06/2004	5 550		3 000											900	1 500		150
			54,1%											16,2%	27,0%		2,7%
24/06/2004	4 900		800											2 100	2 000		
			16,3%											42,9%	40,8%		
1/07/2004	6 100		2 000											1 000	1 000		2 100
			32,8%											16,4%	16,4%		34,4%

8/07/2004	5 250	1 500 28,6%																1 500 28,6%	750 14,3%	1 500 28,6%
15/07/2004	5 000	2 000 40,0%																1 000 20,0%	1 000 20,0%	2 000 40,0%
22/07/2004	6 300	2 000 31,7%																1 300 20,6%	1 000 15,9%	2 000 31,7%
29/07/2004	6 000	2 000 33,3%																1 000 16,7%	1 000 16,7%	2 000 33,3%
5/08/2004	5 000	2 000 40,0%																1 000 20,0%	1 000 20,0%	2 000 40,0%
12/08/2004	5 000	2 000 40,0%																1 000 20,0%	1 000 20,0%	2 000 40,0%
19/08/2004	3 500	1 000 28,6%																1 000 28,6%	500 14,3%	1 000 28,6%
26/08/2004	3 500	1 000 28,6%																1 000 28,6%	500 14,3%	1 000 28,6%
2/09/2004	38 400	20 000 52,1%	400 1,0%															8 000 20,8%	6 000 15,6%	4 000 10,4%
9/09/2004	36 400	20 000 54,9%																4 000 11,0%	8 000 22,0%	4 400 12,1%
16/09/2004	31 200																	6 000 19,2%	12 000 38,5%	13 200 42,3%
23/09/2004	60 000	2 000 3,3%							10 000 16,7%									8 000 13,3%	2 000 3,3%	40 000 66,7%
30/09/2004	60 000	50 000 83,3%	2 000 3,3%															6 000 10,0%	2 000 3,3%	66,7% 111,1%
7/10/2004	7 500																	5 000 66,7%	1 000 13,3%	1 500 20,0%
14/10/2004	11 000								4 000 36,4%									2 000 18,2%	2 000 18,2%	5 000 45,5%
21/10/2004	4 000	2 000 50,0%																2 000 50,0%		
28/10/2004	10 500	4 000 38,1%																2 000 19,0%	2 000 19,0%	2 500 23,8%
4/11/2004	4 500	2 000 44,4%																500 11,1%	2 000 44,4%	2 000 44,4%
11/11/2004	28 000	20 000 71,4%																8 000 28,6%		
25/11/2004	42 500	20 000 47,1%	1 000 2,4%															5 000 11,8%	16 000 37,6%	500 1,2%
2/12/2004	47 000								5 000 10,6%	10 000 21,3%								12 000 25,5%	18 000 38,3%	2 000 4,3%
9/12/2004	30 000	20 000 66,7%							10 000 33,3%											
16/12/2004	20 000	20 000 100,0%																		
23/12/2004	27 000								10 000 37,0%									10 000 37,0%	7 000 25,9%	
TOTAL	680 400	261 800 38,5%	18 400 2,7%						40 000 5,9%	10 000 1,5%	10 000 1,5%	200 0,03%						91 400 13,4%	137 750 20,2%	119 150 17,5%

## LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE

Tableau 18 : Degré de respect du délai légal de dépôt des déclarations de franchissements des seuils de participation durant l'année 2004

	Total des déclarations	Déclarations dans les délais	en %	Déclarations avec un retard inférieur à un mois	en %	Déclarations avec un retard de plus d'un mois et moins d'un an	en %	Absence des déclarations
Personnes physiques	6	2	4,08%	3	6,12%	1	2,04%	3
Personnes morales	43	11	22,45%	15	30,61%	17	34,69%	4
<b>Total</b>	<b>49</b>	<b>13</b>	<b>26,5%</b>	<b>18</b>	<b>36,73%</b>	<b>18</b>	<b>36,73%</b>	<b>7</b>

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

Tableau 19 : Degré de respect par les sociétés admises à la cote de la bourse du délai de dépôt auprès du CMF des états financiers définitifs tels qu'arrêtés au 31 décembre 2003.

### ETATS FINANCIERS DEFINITIFS (EXERCICE 2003)

DÉPÔT	TOTAL	SECTEUR FINANCIER			SERVICES			SECTEUR INDUSTRIEL		
		Banques	Assurances	Leasing	Sociétés d'investissements	Chimie	alimentaire	Agro-Manufacturière		
TOTAL SOCIETES	44	11	3	5	3	9	4	4	5	
TOTAL SOCIETES AYANT DEPOSE	43	11	3	5	3	9	4	3	5	
En pourcentage	97,73%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	75%	100%	
DEPÔT DANS LES DELAIS	24	4	2	4	1	4	4	3	2	
En pourcentage	54,55%	36,36%	67%	80%	33,33%	44,44%	100%	75%	40%	
DEPÔT EN RETARD	19	7	1	1	2	4	0	0	4	
En pourcentage	43,18%	63,64%	33%	20%	66,67%	44,44%	0%	0%	80%	
* Inférieur à une semaine	8	4	1	0	0	2	0	0	1	
En pourcentage	18,18%	36,36%	33%	0%	0%	22,22%	0%	0%	20%	
* Entre une et deux semaines	8	2	0	0	2	2	0	0	2	
En pourcentage	18,18%	18%	0%	0%	66,67%	22,22%	0%	0%	40%	
* Plus de 2 semaines	3	1	0	1	0	0	0	0	1	
En pourcentage	6,82%	9,09%	0%	20%	0%	0%	0%	0%	20%	
ABSENCE DE DEPÔT	1	0	0	0	0	0	0	0	0	
En pourcentage	2,27%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	25%	0%	

Secteur financier (22) : 11 Banques, 3 Assurances, 5 Leasing, 3 Sociétés d'investissement.

Secteur des services (9) : Monoprix, PBHT, Simpar, Tunisair, SMG, SOTUMAG, SOTETEL, SOTRAPIL, STEQ.

Secteur industriel (13) : 4 Chimie ( ALKIMIA, AIR LIQUIDE, ICF, SIPHAT) ; 4 Agro-Alimentaire ( SFBT, STIL, TUNISIE LAIT, El Mazraa ) ; 5 Manufacturière (SIAME, SOTUVER, Electrostar, STIP,SOMOCER ).

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

Tableau 20 : Degré de respect par les sociétés admises à la cote de la bourse du délai de dépôt auprès du CMF des états financiers provisoires tels qu'arrêtés au 31 décembre 2003.

Dépôt	Total	SECTEUR FINANCIER			SERVICES			SECTEUR INDUSTRIEL		
		Banques	Assurances	Leasing	Sociétés d'investissements	Chimie	Agro-alimentaire	Manufacturière		
TOTAL SOCIETES	44	11	3	5	3	9	4	4	5	
TOTAL SOCIETES AYANT DEPOSE	43	11	2	5	3	9	4	4	5	
En pourcentage	97,73%	100%	66,67%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
DEPÔT DANS LES DELAIS	14	5	1	0	2	2	2	1	1	
En pourcentage	31,82%	45,45%	33,33%	0%	66,67%	22,22%	50%	25%	20%	
DEPÔT EN RETARD	29	6	1	5	1	7	2	3	4	
En pourcentage	65,91%	54,55%	33,33%	100%	33,33%	77,78%	50%	75%	80%	
* Inférieur à 1 mois	27	5	1	5	1	6	2	3	4	
En pourcentage	61,36%	45,45%	33%	100%	33,33%	66,67%	50%	75%	80%	
*Entre 1 et 2 mois	1	1	0	0	0	0	0	0	0	
En pourcentage	2,27%	9,09%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
*Plus que 2 mois	1	0	0	0	0	1	0	0	0	
En pourcentage	2,27%	0%	0%	0%	0%	11,11%	0%	0%	0%	
ABSENCE DE DEPÔT	1	0	1	0	0	0	0	0	0	
En pourcentage	2,27%	0%	33,33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	

Secteur financier (22) : 11 Banques, 3 Assurances, 5 Leasing, 3 Sociétés d'investissement.

Secteur des services (9) : Monoprix, PBHT, Simpar, Tunisair, SMG, SOTUMAG, SOTETEL, SOTRAPIL, STEQ.

Secteur industriel (13) : 4 Chimie ( ALKIMIA, AIR LIQUIDE, ICF, SIPHAT ) ; 4 Agro-Alimentaire ( SFBT, STIL, TUNISIE LAIT, El Mazraa ) ; 5 Manufacturière (SIAME, SOTUVER, Electrostar, STIP,SOMOCER ).

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

Tableau 21 : Degré de respect par les sociétés admises à la cote de la bourse du délai de dépôt auprès du CMF des états financiers provisoires relatifs au premier semestre de l'année 2004

Dépôt	ETATS FINANCIERS PROVISOIRES (1er semestre 2004)									
	Total	SECTEUR FINANCIER			SERVICES			SECTEUR INDUSTRIEL		
		Banques	Assurances	Leasing	Sociétés d'investissements	Chimie	alimentaire	Manufacturière	Agro-	
TOTAL SOCIETES	44	11	3	5	3	9	4	4	4	5
TOTAL SOCIETES AYANT DEPOSE	44	11	2	5	3	9	4	4	4	5
En pourcentage	100%	100%	67%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DEPÔT DANS LES DELAIS	24	8	0	1	3	5	3	3	2	2
En pourcentage	54,55%	72,73%	0%	20%	100%	55,56%	75%	50%	40%	40%
DEPÔT EN RETARD	20	3	3	4	0	4	1	2	2	3
En pourcentage	45,45%	27,27%	100%	80%	0%	44,44%	25%	50%	60%	60%
* Inférieur à 1 mois	17	3	2	4	0	3	1	1	1	3
En pourcentage	38,64%	27,27%	67%	80%	0%	33,33%	25%	25%	25%	60%
* Plus de 2 mois	3	0	1	0	0	1	0	0	1	0
En pourcentage	6,82%	0%	33,33%	0%	0%	11%	0%	25%	25%	0%

Secteur financier (22) : 11 Banques, 3 Assurances, 5 Leasing, 3 Sociétés d'investissement.

Secteur des services (9) : Monoprix, PBHT, Simpar, Tunisair, SMG, SOTUMAG, SOTETEL, SOTRAPIL, STEQ.

Secteur industriel (13) : 4 Chimie ( ALKIMIA, AIR LIQUIDE, ICF, SIPHAT ) ; 4 Agro-Alimentaire ( SFBT, STIL, TUNISIE LAIT, El Mazraa ) ; 5 Manufacturière (SIAME, SOTUVER, Electrostar, STIP,SOMOCER ).

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

Tableau 22 : Les résultats exhaustifs de la vérification de la conformité du contenu des rapports d'activités des sociétés admises à la cote aux exigences réglementaires

Rubriques devant figurer au rapport d'activités	Rapports conformes	Rapports non conformes
Une brève description de l'activité de la société au cours du dernier exercice	37	7
La situation de la société et son activité au cours de l'exercice écoulé	44	-
Les résultats de cette activité	44	
Les progrès réalisés ou les difficultés rencontrées	40	4
Les activités de la société en matière de recherche et de développement	40	4
L'évolution prévisible de la situation de la société et les perspectives d'avenir	24	20
Les événements importants survenus entre la date de clôture de l'exercice et la date à laquelle le rapport a été établi	43	1
Les modifications apportées aux modes de présentation ou des méthodes d'évaluation des comptes	43	1
Les prises de participation ou les aliénations	34	10
L'activité des sociétés dont elle assure le contrôle	34	10
Les renseignements relatifs à la répartition du capital et des droits de vote	32	12
Le tableau d'évolution des capitaux propres ainsi que les dividendes versés au titre des trois derniers exercices	26	18
L'évolution de la société et de ses performances au cours des 5 dernières années	32	12
L'information sur les conditions d'accès aux assemblées	23	21
L'existence d'affectation statutaire spécifique des résultats avec mention des bénéficiaires et des conditions d'octroi (dirigeants, salariés,...)	41	3
L'intéressement du personnel	39	5
L'évolution des cours de bourse et des transactions	30	14

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

Tableau 23 : Les résultats de l'examen du respect des dispositions de l'article 44 du règlement du CMF par les sociétés non admises à la cote

<b>Rubriques devant figurer au rapport d'activités</b>	<b>Rapports conformes</b>	<b>Rapports non conformes</b>
Une brève description de l'activité de la société au cours du dernier exercice	41	8
La situation de la société et son activité au cours de l'exercice écoulé	47	2
Les résultats de cette activité	47	2
Les progrès réalisés ou les difficultés rencontrés	44	5
Les activités de la société en matière de recherche et de développement	39	10
L'évolution prévisible de la situation de la société et les perspectives d'avenir	16	33
Les événements importants survenus entre la date de clôture de l'exercice et la date à laquelle le rapport a été établi	49	-
Les modifications apportées aux modes de présentation ou des méthodes d'évaluation des comptes	47	2
Les prises de participation ou les aliénations	32	17
L'activité des sociétés dont elle assure le contrôle	34	15
Les renseignements relatifs à la répartition du capital et des droits de vote	28	21
Le tableau d'évolution des capitaux propres ainsi que les dividendes versés au titre des trois derniers exercices	27	22
L'évolution de la société et de ses performances au cours des 5 dernières années	26	23
L'information sur les conditions d'accès aux assemblées	16	33
L'existence d'affectation statutaire spécifique des résultats avec mention des bénéficiaires et des conditions d'octroi (dirigeants, salariés,...).	44	5
L'intéressement du personnel	41	8
L'évolution des cours de bourse et des transactions	36	13

## LA PROTECTION DE L'EPARGNE COLLECTIVE

Tableau 24 : Evolution des souscriptions et des rachats des titres d'OPCVM

DESIGNATION	Souscriptions			Rachats		Taux de couverture (Souscriptions/ Rachats)		En MD	épargne collectée
	2002	2003	2002	2003	2002	2003			
OPCVM OBLIGATAIRES	1 719	2 116	1 593	1 835	108%	115%	126	281	
Variation en MD	397	242						155	
Variation en %	23%	15%						123%	
Part dans l'actif net	107%	99%							
OPCVM MIXTES	51	112	44	86	116%	130%	7	26	
Variation en MD	61	42						19	
Variation en %	120%	95%						271%	
Part dans l'actif net	78%	68%							
<b>TOTAL</b>	<b>1 770</b>	<b>2 228</b>	<b>1 637</b>	<b>1 921</b>	<b>108%</b>	<b>116%</b>	<b>133</b>	<b>307</b>	
Variation en MD	458	284						174	
Variation en %	26%	17%						131%	
Part dans l'actif net	106%	98%							

## LA PROTECTION DE L'EPARGNE COLLECTIVE

Tableau 25 : Evolution des emplois des OPCVM en 2004

En Milliers de dinars

LIBELLE	31/12/2003		31/03/2004		30/06/2004		30/09/2004		31/12/2004	
	Valeur	% de l'actif net								
PORTEFEUILLE TITRE	1 051 751	62,9%	1 117 356	62,6%	1 198 687	63,2%	1 254 928	61,7%	1 272 581	63,7%
ACTIONS ET VALEURS ASSIMILEES	66 668	4,0%	70 536	4,0%	71 885	3,8%	75 693	3,7%	76 435	3,8%
ACTIONS ET DROITS	33 243	2,0%	34 767	1,9%	34 636	1,8%	33 653	1,7%	33 143	1,7%
ACTIONS OPCVM	33 425	2,0%	35 769	2,0%	37 249	2,0%	42 041	2,1%	43 291	2,2%
OBLIGATIONS ET VALEURS ASSIMILEES	985 082	58,9%	1 046 820	58,7%	1 126 801	59,4%	1 179 235	57,9%	1 196 147	59,9%
OBLIGATIONS DE SOCIETES	453 896	27,2%	465 359	26,1%	462 837	24,4%	453 739	22,3%	409 788	20,5%
OBLIGATIONS D'ETAT	531 186	31,8%	581 461	32,6%	663 964	35,0%	725 495	35,6%	786 358	39,4%
BTA	470 415	28,1%	522 409	29,3%	614 342	32,4%	681 193	33,5%	749 582	37,5%
BTNB	60 771	3,6%	59 051	3,3%	49 623	2,6%	44 303	2,2%	36 777	1,8%
PLACEMENTS MONETAIRES ET DISPONIBILITES	621 592	37,2%	668 982	37,5%	702 519	37,0%	783 272	38,5%	726 906	36,4%
PLACEMENTS MONETAIRES ET AUTRES PLACEMENTS A COURT TERME	320 305	19,2%	347 257	19,5%	388 843	20,5%	453 988	22,3%	450 818	22,6%
BONS DE TRESOR	106 724	6,4%	121 442	6,8%	100 108	5,3%	122 474	6,0%	121 999	6,1%
BILLETS DE TRESORERIE	76 519	4,6%	72 760	4,1%	100 338	5,3%	127 175	6,2%	132 026	6,6%
CERTIFICATS DE DEPOT	137 063	8,2%	153 055	8,6%	188 396	9,9%	204 339	10,0%	196 792	9,8%
DISPONIBILITES	301 287	18,0%	321 725	18,0%	313 676	16,5%	329 285	16,2%	276 088	13,8%
AUTRES POSTES DE L'ACTIF	1 239	0,1%	1 361	0,1%	1 195	0,1%	778	0,0%	2 229	0,1%
TOTAL ACTIF	1 674 581	100,2%	1 787 699	100,2%	1 902 401	100,3%	2 038 978	100,2%	2 001 716	100,2%
TOTAL PASSIF	3 209		3 565		4 960		3 741		3 348	
ACTIF NET	1 671 373		1 784 135		1 897 441		2 035 237		1 998 368	

## LA PROTECTION DE L'EPARGNE COLLECTIVE

Tableau 26 : Répartition Sectorielle des portefeuilles des OPCVM en 2004

SECTEUR	31/12/2003		31/03/2004		30/06/2004		30/09/2004		31/12/2004		En Milliers de dinars	
	Valeur	% du portef.	Var. annuelle	% du portef.								
Assurance	1 252	0,12%	1 261	0,11%	3 677	0,31%	3 743	0,30%	3 806	0,30%	203,87%	0,30%
Banque	145 976	13,88%	147 161	13,17%	150 669	12,57%	145 032	11,56%	126 836	9,97%	-13,11%	9,97%
Industriel	40 336	3,84%	40 139	3,59%	36 756	3,07%	35 601	2,84%	31 847	2,50%	-21,04%	2,50%
Leasing	226 834	21,57%	237 689	21,27%	231 779	19,34%	228 876	18,24%	213 430	16,77%	-5,91%	16,77%
Services	71 579	6,81%	72 701	6,51%	73 314	6,12%	72 892	5,81%	65 735	5,17%	-8,17%	5,17%
Soc. Inv	1 162	0,11%	1 257	0,11%	1 257	0,10%	1 253	0,10%	1 268	0,10%	9,12%	0,10%
OPCVM	33 425	3,18%	35 769	3,20%	37 129	3,10%	42 041	3,35%	43 291	3,40%	29,52%	3,40%
TOTAL	520 565	49,50%	535 978	47,97%	534 583	44,60%	529 438	42,19%	486 213	38,21%	-6,60%	38,21%
PORTEFEUILLE TITRE	1 051 751		1 117 356		1 198 687		1 254 928		1 272 581			

## LA PROTECTION DE L'EPARGNE COLLECTIVE

Tableau 27 : Evolution du nombre des actionnaires et des porteurs de parts d'OPCVM

Libellés	déc-95	déc-96	déc-97	déc-98	déc-99	déc-00	déc-01	déc-02	déc-03	déc-04
<b>SICAV</b>										
Actif net (En MD)	623	521	681	872	1 102	1 398	1 452	1 511	1 671	1 998
Variation	38%	-16%	31%	28%	26%	27%	4%	4%	11%	20%
Nombre de porteurs de parts	16 940	12 492	13 116	16 454	18 521	23 461	24 710	24 612	27 340	29 750
Variation	88%	-26%	5%	25%	13%	27%	5%	0%	11%	9%
<b>Actif net/ porteurs de parts (En mD)</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>52</b>	<b>53</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>59</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>67</b>
<b>SICAV OBLIGATAIRE</b>										
Actif net (En MD)	201	317	591	783	989	1 264	1 371	1 455	1 606	1 907
Variation			86%	32%	26%	28%	8%	6%	10%	19%
Nombre de porteurs de parts	4 672	6 228	10 573	13 284	14 367	18 729	22 222	22 956	25 271	27 539
Variation			70%	26%	8%	30%	19%	3%	10%	9%
<b>Actif net/ porteurs de parts (En mD)</b>	<b>43</b>	<b>51</b>	<b>56</b>	<b>59</b>	<b>69</b>	<b>67</b>	<b>62</b>	<b>63</b>	<b>64</b>	<b>69</b>
<b>SICAV MIXTES</b>										
Actif net (En MD)	422	204	90	89	113	134	81	56	65	91
Variation			-56%	-1%	27%	19%	-40%	-31%	16%	40%
Nombre de porteurs de parts	12 268	6 264	2 543	3 170	4 154	4 732	2 488	1 656	2 069	2 211
Variation			-59%	25%	31%	14%	-47%	-33%	25%	7%
<b>Actif net/ porteurs de parts (En mD)</b>	<b>34</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>31</b>	<b>41</b>



## LA PROTECTION DE L'EPARGNE COLLECTIVE

Tableau 28 : Evolution des emplois des OPCVM obligataires en 2004

En Milliers de dinars

LIBELLE	31/12/2003		31/03/2004		30/06/2004		30/09/2004		31/12/2004		Valeur	% de l'actif net	Var. annuelle						
	Valeur	% de l'actif net																	
PORTEFEUILLE TITRE	999 017	62,2%	1 054 742	61,8%	1 136 168	62,3%	1 191 670	61,0%	1 205 048	63,2%	20,6%								
ACTIONS OPCVM	31 860	2,0%	34 823	2,0%	36 371	2,0%	40 547	2,1%	41 482	2,2%	30,2%								
OBLIGATIONS ET VALEURS																			
ASSIMILEES	967 157	60,2%	1 019 919	59,8%	1 099 797	60,4%	1 151 123	58,9%	1 163 566	61,0%	20,3%								
OBLIGATIONS DE SOCIETES	444 534	27,7%	452 984	26,5%	450 465	24,7%	442 814	22,7%	399 168	20,9%	-10,2%								
OBLIGATIONS D'ETAT	522 622	32,5%	566 935	33,2%	649 332	35,6%	708 309	36,3%	764 398	40,1%	46,3%								
BTA	462 643	28,8%	508 564	29,8%	600 197	32,9%	664 449	34,0%	728 073	38,2%	57,4%								
BTNB	59 979	3,7%	58 371	3,4%	49 135	2,7%	43 860	2,2%	36 325	1,9%	-39,4%								
PLACEMENTS MONETAIRES ET																			
DISPONIBILITES	608 830	37,9%	653 274	38,3%	688 430	37,8%	763 708	39,1%	702 681	36,8%	15,4%								
PLACEMENTS MONETAIRES																			
ET AUTRES PLACEMENTS																			
A COURT TERME	314 766	19,6%	340 653	20,0%	384 658	21,1%	446 229	22,8%	441 802	23,2%	40,4%								
BONS DE TRESOR	103 680	6,5%	117 033	6,9%	96 924	5,3%	118 209	6,1%	118 732	6,2%	14,5%								
BILLETS DE TRESORERIE	74 023	4,6%	71 064	4,2%	100 338	5,5%	127 175	6,5%	130 628	6,8%	76,5%								
CERTIFICATS DE DEPOT	137 063	8,5%	152 556	8,9%	187 396	10,3%	200 845	10,3%	192 442	10,1%	40,4%								
DISPONIBILITES	294 064	18,3%	312 622	18,3%	303 771	16,7%	317 479	16,3%	260 879	13,7%	-11,3%								
AUTRES POSTES DE L'ACTIF	848	0,1%	979	0,1%	754	0,0%	421	0,0%	1 855	0,1%	118,8%								
TOTAL ACTIF	1 608 694	100,1%	1 708 995	100,2%	1 825 352	100,2%	1 955 799	100,1%	1 909 583	100,1%	18,7%								
TOTAL PASSIF	2 339		2 682		2 995		2 774		2 507		7,2%								
ACTIF NET	1 606 355		1 706 313		1 822 358		1 953 025		1 907 077		18,7%								

# LA PROTECTION DE L'EPARGNE COLLECTIVE

Tableau 29 : Ventilation des actifs gérés par les OPCVM obligataires au 31/12/2004

	ALYSSA SICAV	AMEN PREMIERE SICAV	AXIS TRESORERIE SICAV	CAP OBLIG SICAV	FIDELITY SICAV	GO SICAV	INTERNATIONALE OBLIGATAIRE SICAV	PLACEMENT OBLIGATAIRE SICAV	SANADETT SICAV	SICAV BHO L'EPARGNANT	SICAV MILLENIUM	SICAV RENDEMENT	SICAV TRESOR	SUD OBLIGATAIRE SICAV	TUNISIE SICAV	UNIVERS OBLIGATIONS SICAV	TOTAL
<b>PORTFEUILLE TITRES</b>	98 389 970	152 758 238	5 545 163	14 667 608	34 151 226	4 369 129	16 787 887	108 889 535	41 469 454	29 086 424	130 753 511	4 235 217	187 747 674	34 448 756	145 831 118	14 104 046	1 205 047 149
TITRES OPCVM	15 025 927	732 101	2 735 362	3 913 367	14 983 253	3 054 749	9 279 426	54 663 034	1 754 132	5 536 699	64 522	40 094 601	26 283 033	10 407 235	43 399 734	4 152 756	399 167 126
DE SOCIETES	36 469 773	67 393 318	2 077 699	10 754 242	16 351 312	1 020 071	7 508 461	47 443 176	24 903 401	20 130 283	70 567 042	2 251 021	147 653 073	24 041 520	92 743 548	9 165 015	764 398 213
OBLIGATIONS	61 920 197	70 338 993	2 077 699	10 754 242	16 351 312	1 020 071	7 508 461	47 337 199	24 903 401	20 130 283	68 878 310	2 251 021	140 383 671	24 041 520	87 331 845	9 165 015	728 073 310
D'ETAT	54 742 351	61 321 263	2 077 699	10 754 242	16 351 312	1 020 071	7 508 461	47 337 199	24 903 401	20 130 283	68 878 310	2 251 021	140 383 671	24 041 520	87 331 845	9 165 015	728 073 310
BVA	7 177 866	9 017 730			105 977					1 688 732		7 269 402		5 411 703			36 324 903
PLACEMENTS MONETAIRES ET AUTRES PLACEMENTS																	
A COURT TERME	47 680 758	27 871 480	5 632 575	8 832 303	13 567 035	3 182 235	189 409	6 445 647	36 501 644	50 428 049	596 756	110 563 830	45 731 772	13 461 648	42 153 882	5 875 392	441 801 697
BONS DU TRESOR	42 299 389	0	1 900 522	8 832 303	0	0	0	0	6 296 957	23 711 145	0	0	26 576 536	8 303 361	0	3 812 239	118 732 451
BILLETS DE TRESORERIE	3 732 053	3 732 053	13 567 035	13 567 035	318 235	189 409	6 445 647	30 204 688	2 964 216	19 930 610	293 613	9 163 228	41 150 043	2 063 153	130 627 686		
CERTIFICATS																	
DE DEPOT	5 381 370	27 871 480	6 900	22 893	9 672 590	915 352	6 406 528	21 287 363	285 319	5 945 790	479 660	73 796 151	724	10 065 368	23 983 290	359 758	260 879 742
DISPONIBILITES	37 645	107 084 982	6 900	22 893	9 672 590	915 352	6 406 528	21 287 363	285 319	5 945 790	479 660	73 796 151	724	10 065 368	23 983 290	359 758	260 879 742
CREANCES D'EXPLOITATION	422 888	888	59	59	31 603	8 322	15 177		60 954	333 782	1 229	3 244	261 748				1 139 006
AUTRES ACTIFS	146 954 118	287 724 700	11 184 897	20 522 604	57 422 454	5 611 038	23 399 001	136 877 441	78 290 898	64 044 450	5 315 820	372 110 899	227 806 438	57 975 772	211 968 538	20 339 196	1 909 583 254
TOTAL PASSIF	351 849	145 047	82 707	19 516	119 177	28 422	64 056	189 252	109 026	175 264	14 949	109 770	153 993	164 546	393 542	34 529	2 506 530
ACTIF NET	146 602 270	287 381 653	11 102 190	20 503 088	57 303 277	5 582 616	23 334 945	136 688 189	78 181 873	63 871 186	5 300 871	372 001 129	227 652 444	57 811 385	211 675 016	20 304 668	1 907 076 883
CAPITAL	140 554 855	276 195 445	10 518 162	19 589 509	54 920 209	5 312 866	22 292 665	130 215 974	74 512 344	61 371 545	5 016 069	357 572 259	217 048 503	55 204 702	202 752 897	19 284 078	1 826 683 527
SOMMES																	
DISTRIBUABLES	6 047 415	11 386 208	584 028	913 579	2 383 068	269 750	1 042 280	6 472 215	3 669 529	2 499 641	284 803	14 428 870	10 603 941	2 606 683	8 622 119	1 020 590	80 393 357
NOMBRES																	
D'ACTIONNAIRES	1 791	3 501	54	350	1 056	253	232	1 946	552	2 524	230	4 420	3 005	366	6 702	192	27 154
NOMBRES DE TITRES	1 408 884	2 747 312	103 825	195 864	542 805	53 180	220 518	1 300 906	722 556	614 662	784 305	3 575 195	2 169 608	551 770	1 961 061	193 390	18 904 759
VALEURS LIQUIDATIVES	104,277	104,677	106,932	104,680	105,569	104,976	106,818	105,071	108,202	103,913	106,868	104,051	104,927	104,774	107,786	104,993	104,993

## LA PROTECTION DE L'EPARGNE COLLECTIVE

Tableau 30 : Répartition Sectorielle des portefeuilles des OPCVM obligataires en 2004 En Milliers de dinars

SECTEUR	31/12/2003		31/03/2004		30/06/2004		30/09/2004		31/12/2004	
	Valeur	% du portef.								
Banque	138 555	13,9%	128 231	12,2%	133 005	11,7%	128 640	10,8%	110 085	9,1%
Industriel	35 940	3,6%	33 818	3,2%	30 626	2,7%	30 043	2,5%	26 813	2,2%
Leasing	223 591	22,4%	227 312	21,6%	221 405	19,5%	218 869	18,4%	203 683	16,9%
Services	64 640	6,5%	63 705	6,0%	62 985	5,5%	62 806	5,3%	56 079	4,7%
OPCVM	28 337	2,8%	34 823	3,3%	36 371	3,2%	40 547	3,4%	41 482	3,4%
TOTAL	491 063	49,2%	487 889	46,3%	484 392	42,6%	480 905	40,4%	438 142	36,4%
PORTEFEUILLE TITRES	999 017		1 054 742		1 136 168		1 191 670		1 205 048	20,6%



## LA PROTECTION DE L'EPARGNE COLLECTIVE

Tableau 32 : Ventilation des actifs gérés par les OPCVM mixtes au 31/12/2004

Désignation	PROTEGE														SICAV ACTIONS	Total			
	ARABIA SICAV	FCP AXIS CAPITAL	HANNIBAL	SALAMIMBO	SICAV AMEN	SICAV AVENIR	SICAV BHP	SICAV BNA	SICAV CROISSANCE	L'INVESTISSEUR	SICAV OPPORTUNITY	PLACEMENTS	SICAV PLUS	SICAV PROSPERITY			SICAV SECURITY	SUD VALEURS	
PORTFEUILLE TITRES	4 519 173	236 249	1 071 144	1 377 191	23 323 156	694 646	3 238 798	1 913 449	4 882 067	790 415	797 885	10 245 336	1 077 295	3 900 016	729 494	8 193 918	542 942	67 533 174	
ACTIONS ET VALEURS	4 260 317	154 429	534 624	546 840	1 146 386	496 632	3 137 329	1 913 449	4 503 709	621 402	198 564	8 809 505	234	0	199 923	7 886 870	542 942	34 953 157	
ASSIMILEES	4 188 702	139 797	524 198	546 215	0	467 732	3 015 036	1 860 920	4 185 209	577 638	198 564	8 809 505	234	0	199 923	7 886 870	542 942	33 143 485	
ACTIONS OPCVM	71 616	14 632	10 427	626	1 146 386	28 900	122 293	52 529	318 500	43 764	0	0	0	0	0	0	0	0	1 809 672
OBLIGATIONS ET VALEURS	258 855	81 820	536 520	830 351	22 176 770	198 014	101 469	0	378 358	169 013	599 320	1 435 831	1 077 061	3 900 016	529 571	307 048	0	0	32 580 017
OBLIGATIONS DE SOCIETES	258 855	30 024	60 089	223 611	5 811 003	198 014	101 469	0	378 358	169 013	142 542	1 341 203	392 959	677 893	529 571	307 048	0	0	10 621 651
OBLIGATIONS D'ETAT	0	51 796	476 431	606 740	16 565 767	0	0	0	0	0	456 779	94 628	684 102	3 222 123	0	0	0	0	21 958 366
BTA	51 796	476 431	606 740	606 740	16 074 180	0	0	0	456 779	456 779	0	684 102	684 102	3 156 617	0	0	0	0	21 506 645
BTNB					291 587							94 628		65 506					451 721
PLACEMENTS MONETAIRES ET AUTRES PLACEMENTS A COURT TERME	0	0	260 498	342 894	4 749 809	284 085	499 650	0	499 850	209 063	204 204	0	196 361	986 289	482 101	0	301 184	9 015 990	
BONS DU TRESOR	0	0	260 498	342 894	0	284 085	0	0	0	209 063	204 204	0	196 361	986 289	482 101	0	301 184	3 266 681	
BILLETS DE TRESORERIE					1 398 695				1 398 695										
CERTIFICATS DE DEPOT					3 351 114				499 850										
DISPONIBILITES	950 078	76 736	8 439	420	6 814 869	-57	286 110	470 732	1 142 397	9 166	1 074	2 628 626	291 029	234	16 002	2 305 773	207 739	15 209 365	
CREANCES D'EXPLOITATION	357				11 320	6 660		66 033	2 868			605	5 146		8 864			101 853	
AUTRES ACTIFS	181 755				71 885	348		13 915			207							272 186	
TOTAL ACTIF	5 651 006	313 342	1 340 081	1 724 397	34 959 719	990 343	4 031 218	2 398 096	6 590 347	1 011 512	1 003 370	12 873 962	1 565 473	4 891 685	1 227 598	10 508 555	1 051 865	92 132 568	
TOTAL PASSIF	36 805	6 934	24 536	37 097	1 660	3 911	292 079	39 073	7 711	5 261	12 354	140 477	3 896	14 108	1 428	192 638	21 553	841 521	
ACTIF NET	5 614 193	306 408	1 315 545	1 687 300	34 958 059	986 431	3 739 139	2 359 023	6 582 636	1 006 297	991 016	12 733 485	1 561 577	4 877 577	1 226 170	10 315 917	1 030 312	91 291 085	
CAPITAL	5 449 701	308 260	1 288 092	1 643 346	33 344 344	951 519	3 441 015	2 271 184	6 356 624	976 211	950 357	12 276 741	1 498 212	4 636 664	1 179 969	9 954 207	1 014 139	87 540 586	
SOMMES DISTRIBUABLES	164 492	-1 852	27 454	43 953	1 613 715	34 912	298 124	87 839	226 011	30 086	40 660	456 743	63 365	240 913	46 201	361 710	16 173	3 750 499	
NOMBRES D'ACTIONNAIRES	40	7	74	76	362	20	239	234	11	68	13	20	759	53	110	80	45	2 211	
NOMBRES DE TITRES	104 849	287	19 548	17 894	1 384 178	22 560	109 520	38 260	64 320	17 145	9 484	18 166	44 276	48 022	111 175	151 736	21 575	2 182 995	
VALEURS LIQUIDATIVES	53,546	1067,627	67,298	94,294	25,255	43,724	34,141	61,657	102,342	58,693	104,383	700,951	35,269	101,569	11,029	67,986	47,754		

## LA PROTECTION DE L'EPARGNE COLLECTIVE

Tableau 33 : Répartition sectorielle des portefeuilles des OPCVM mixtes en 2004

En Milliers de dinars

SECTEUR	31/12/2003		31/03/2004		30/06/2004		30/09/2004		31/12/2004		Var. annuelle
	Valeur	% de l'actif net									
Assurance	1 252	1,9%	1 261	1,6%	1 253	1,7%	1 282	1,6%	1 309	1,4%	4,5%
Actions	1 252	1,9%	1 261	1,6%	1 253	1,7%	1 282	1,6%	1 309	1,4%	4,5%
Banque	17 725	27,3%	18 930	24,3%	17 665	23,5%	16 391	19,9%	16 751	18,3%	-5,5%
Actions	17 303	26,6%	17 591	22,6%	16 304	21,7%	15 180	18,5%	15 187	16,6%	-12,2%
Obligations de sociétés	421	0,6%	1 339	1,7%	1 360	1,8%	1 211	1,5%	1 564	1,7%	271,3%
Industriel	6 254	9,6%	6 321	8,1%	6 130	8,2%	5 558	6,8%	5 035	5,5%	-19,5%
Actions	4 825	7,4%	4 944	6,4%	5 137	6,8%	4 933	6,0%	4 871	5,3%	0,9%
Obligations de sociétés	1 428	2,2%	1 377	1,8%	993	1,3%	625	0,8%	164	0,2%	-88,5%
Leasing	7 883	12,1%	10 377	13,3%	10 374	13,8%	10 007	12,2%	9 747	10,7%	23,6%
Actions	2 142	3,3%	2 514	3,2%	2 615	3,5%	2 610	3,2%	2 553	2,8%	19,2%
Obligations de sociétés	5 741	8,8%	7 863	10,1%	7 759	10,3%	7 397	9,0%	7 194	7,9%	25,3%
Services	8 330	12,8%	8 996	11,6%	10 329	13,8%	10 086	12,3%	9 656	10,6%	15,9%
Actions	6 557	10,1%	7 200	9,3%	8 069	10,7%	8 394	10,2%	7 956	8,7%	21,3%
Obligations de sociétés	1 772	2,7%	1 797	2,3%	2 260	3,0%	1 692	2,1%	1 700	1,9%	-4,1%
Société d'Investissement	2 727	4,2%	2 203	2,8%	2 135	2,8%	2 747	3,3%	3 077	3,4%	12,8%
Actions SICAF et SICAR	1 162	1,8%	1 257	1,6%	1 257	1,7%	1 253	1,5%	1 268	1,4%	9,1%
Actions OPCVM	1 565	2,4%	946	1,2%	878	1,2%	1 494	1,8%	1 809	2,0%	15,6%
<b>PORTEFEUILLE TITRES</b>	<b>52 734</b>	<b>81,1%</b>	<b>62 615</b>	<b>80,5%</b>	<b>62 519</b>	<b>83,3%</b>	<b>63 258</b>	<b>76,9%</b>	<b>67 534</b>	<b>74,0%</b>	<b>28,1%</b>



Conseil du Marché financier

Rapport  
annuel  
2 0 0 4

1 4 9

## LA PROTECTION DE L'EPARGNE COLLECTIVE

Tableau 34 : Etat des OPCVM ouverts au public en 2004

Désignation	Catégorie	Promoteur	Date d'agrément	Date d'ouverture
FCP AXIS Capital Protégé	MIXTE	AXIS GESTION et ATB	13/05/2003	5/02/2004

## LES SICAR

Tableau 35 : Répartition sectorielle des projets approuvés par les SICAR

Catégorie des projets et secteurs d'activité	Nombre de projets			Montant en Dinars		
	Jusqu'au 31/12/2003	Jusqu'au 31/12/2004	Variation	Jusqu'au 31/12/2003	Jusqu'au 31/12/2004	Variation
Nouveaux promoteurs	514	572	11,28%	78 240 924	91 337 124	16,74%
Secteur agricole	70	74	5,71%	5 499 116	5 857 116	6,51%
Secteur industriel	242	275	13,64%	41 396 235	49 370 635	19,26%
Secteur des services	135	155	14,81%	13 576 930	18 040 730	32,88%
Secteur touristique	67	68	1,49%	17 768 643	18 068 643	1,69%
<b>Restructuration, mise à niveau et privatisation</b>	<b>264</b>	<b>284</b>	<b>7,58%</b>	<b>159 292 052</b>	<b>169 027 352</b>	<b>6,11%</b>
Secteur agricole	14	15	7,14%	6 966 022	7 241 022	3,95%
Secteur industriel	183	194	6,01%	113 702 213	117 449 213	3,30%
Secteur des services	44	48	9,09%	16 902 195	17 665 195	4,51%
Secteur touristique	23	27	17,39%	21 721 622	26 671 922	22,79%
<b>Autres projets</b>	<b>454</b>	<b>504</b>	<b>11,01%</b>	<b>195 467 237</b>	<b>219 799 717</b>	<b>12,45%</b>
Secteur agricole	19	20	5,26%	5 691 000	5 766 000	1,32%
Secteur industriel	193	221	14,51%	66 527 920	78 308 070	17,71%
Secteur des services	122	133	9,02%	47 663 857	54 948 067	15,28%
Secteur touristique	120	130	8,33%	75 584 460	80 777 580	6,87%
<b>Total des approbations</b>	<b>1 232</b>	<b>1 360</b>	<b>10,39%</b>	<b>433 000 213</b>	<b>480 164 193</b>	<b>10,89%</b>
<b>DONT</b>						
<b>Les zones de développement régional</b>	<b>498</b>	<b>565</b>	<b>13,45%</b>	<b>116 675 152</b>	<b>122 544 102</b>	<b>5,03%</b>
Secteur agricole	60	66	10,00%	5 407 116	6 065 116	12,17%
Secteur industriel	282	327	15,96%	75 227 916	76 631 066	1,87%
Secteur des services	101	113	11,88%	11 873 250	13 681 050	15,23%
Secteur touristique	55	59	7,27%	24 166 870	26 166 870	8,28%



## LES SICAR

Tableau 36 : Répartition sectorielle des décaissements réalisés par les SICAR

Catégorie des projets et secteurs d'activité	Nombre de projets			Montant en Dinars		
	Jusqu'au 31/12/2003	Jusqu'au 31/12/2004	Variation	Jusqu'au 31/12/2003	Jusqu'au 31/12/2004	Variation
Nouveaux promoteurs	330	362	9,70%	46 902 352	52 414 352	11,75%
Secteur agricole	46	46	0,00%	3 230 240	3 480 240	7,74%
Secteur industriel	151	170	12,58%	22 105 360	24 824 860	12,30%
Secteur des services	87	100	14,94%	8 603 120	10 795 620	25,48%
Secteur touristique	46	46	0,00%	12 963 632	13 313 632	2,70%
Restructuration, mise à niveau et privatisation	240	258	7,50%	147 309 429	157 408 429	6,86%
Secteur agricole	14	15	7,14%	6 966 022	7 491 022	7,54%
Secteur industriel	164	174	6,10%	104 489 213	108 445 213	3,79%
Secteur des services	41	43	4,88%	15 552 572	15 906 572	2,28%
Secteur touristique	21	26	23,81%	20 301 622	25 565 622	25,93%
<b>Autres projets</b>	<b>316</b>	<b>360</b>	<b>13,92%</b>	<b>149 827 687</b>	<b>170 054 182</b>	<b>13,50%</b>
Secteur agricole	15	16	6,67%	4 333 000	4 408 000	1,73%
Secteur industriel	120	140	16,67%	49 730 045	56 509 320	13,63%
Secteur des services	88	97	10,23%	38 739 932	45 062 232	16,32%
Secteur touristique	93	107	15,05%	57 024 710	64 074 630	12,36%
<b>Total des décaissements</b>	<b>886</b>	<b>980</b>	<b>10,61%</b>	<b>344 039 468</b>	<b>379 876 963</b>	<b>10,42%</b>
<b>DONT</b>						
Les zones de développement régional	287	332	15,68%	72 962 976	84 825 551	16,26%
Secteur agricole	37	39	5,41%	3 382 740	3 982 740	17,74%
Secteur industriel	163	191	17,18%	41 553 316	49 056 091	18,06%
Secteur des services	50	59	18,00%	7 119 250	8 558 250	20,21%
Secteur touristique	37	43	16,22%	20 907 670	23 228 470	11,10%