

RAPPORT ANNUEL

1996



**A LA HAUTE ATTENTION
DE
MONSIEUR LE PRESIDENT DE LA REPUBLIQUE**

Monsieur le Président de la République,

J'ai l'honneur de soumettre à votre haute attention, conformément à l'article 50 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994, le rapport sur l'activité du Conseil du Marché Financier pour l'année 1996.

Installé le 18 novembre 1995, le Conseil du Marché Financier a démarré effectivement ses activités avec le début de l'année 1996. Au cours de cette année, le Conseil a concentré ses efforts sur la concrétisation des différents aspects de la réforme du marché financier introduite par la loi du 14 novembre 1994.

D'abord, le Conseil du Marché Financier a procédé à la mise en place de ses structures administratives et techniques et ce en se dotant d'un siège répondant aux exigences de commodité et de fonctionnalité, d'équipements modernes de traitement et de transmission de données et de ressources humaines qualifiées à travers le recyclage du personnel transféré par l'ancienne Bourse des Valeurs Mobilières et le recrutement de nouvelles compétences.

Ensuite, le Conseil du Marché Financier a élaboré un certain nombre de textes réglementaires prioritaires prévus par la loi cadre de 1994.

Enfin, le Conseil du Marché Financier s'est employé à travers la sensibilisation, la recommandation, le contrôle et parfois même l'injonction, à convertir les différents intervenants de la place financière de Tunis (émetteurs, épargnants, intermédiaires financiers, bourse de Tunis ...) au nouvel environnement issu de la loi de 1994.

Si tous les opérateurs n'ont pas toujours réussi à s'adapter avec la célérité requise à ce nouvel environnement, en raison de la complexité et de l'ampleur de la réforme engagée par la Tunisie dans ce domaine, la plupart d'entre eux ont cependant fourni l'effort nécessaire pour se conformer aux nouvelles exigences surtout à la fin de l'année 1996 et au cours du premier semestre de l'année 1997.

La clarification des canaux de communication avec les différents usagers a conduit à une adhésion de plus en plus renforcée de ces derniers à l'action du Conseil du Marché Financier. Plus particulièrement, les petits porteurs, et à en juger par le nombre et la diversité de plaintes qu'ils introduisent, ont très vite perçu celui-ci comme une institution capable de les aider à défendre leurs intérêts légitimes dans un Etat de droit.

L'année 1996 a vu également, dans le cadre de la concrétisation de la réforme du marché financier, la création de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, sous sa nouvelle forme de société privée d'intérêt public constituée entre les différents intermédiaires en bourse.

La réforme de la bourse ne s'est d'ailleurs pas limitée à l'aspect institutionnel. Elle s'est accompagnée également d'une transformation technologique par l'adoption d'un système de cotation électronique performant inspiré du système de cotation super CAC pratiqué par la Bourse de Paris. La Bourse de Tunis a été ainsi la première bourse émergente et bien avant celles de Amman, Casablanca et le Caire..., à se doter d'un tel système qui a été adopté, au cours de la même année, par des places financières aussi développées que Francfort, Bruxelles, Toronto et São Paulo.

La cotation électronique à la Bourse de Tunis a démarré avec succès depuis le 25 octobre 1996. A la suite d'une montée en charge progressive, toutes les valeurs de la cote sont aujourd'hui admises au système de cotation électronique.

Cette cotation électronique a permis d'atteindre, au niveau des transactions un degré élevé de transparence entraînant la connaissance de la profondeur réelle du marché, le libre jeu de la loi de l'offre et de la demande et la stimulation de la liquidité. Si l'effet immédiat de cette transparence a été la correction des cours à la baisse, celle-ci n'est en réalité qu'un phénomène de maturation puisqu'elle permet à la Bourse de Tunis de rompre avec le niveau artificiellement élevé des prix et engendré par le mouvement spéculatif qui a sévi de 1993 à 1995 en l'absence précisément de structures de régulation. D'ailleurs, et au cours du premier semestre 1997, la correction des cours a commencé à donner ses effets bénéfiques au niveau du volume des transactions qui s'est amélioré de 49 % en passant de 108.000 000 de dinars à 161.000.000 de dinars.

Dans le cadre de la même réforme d'ensemble, la Société Tunisienne Interprofessionnelle pour la Compensation et le Dépôt de Valeurs Mobilières -STICODEVAM-, créée depuis mars 1994 n'a démarré effectivement son activité de règlement-livraison automatisé qu'à partir du 25 novembre 1995.

Au cours de l'année 1996, le dépositaire central tunisien a intensifié la prise en charge des valeurs admises à la cote de la Bourse de Tunis pour les couvrir entièrement avant la fin du premier semestre de l'année 1997.

Au mois de juin de la même année, la STICODEVAM est passée entièrement au système de RELIT de clearing pratiqué sur la place de Paris par la SICOVAM de sorte que le marché boursier tunisien pourra désormais fonctionner en réseau et de manière intégré avec le système super CAC de la Bourse de Tunis. C'est ainsi que la Tunisie a pu, grâce à l'implantation rapide de ce dispositif, devancer un bon nombre de marchés émergents tels que les marchés du sud de la méditerranée. Outre l'avantage de sécurité et de rapidité de dénouement des transactions que le système RELIT offre désormais, puisque le règlement, la compensation et la livraison des titres peuvent se faire jusqu'à J + 1, il a permis surtout d'apurer une situation d'anarchie qui a caractérisé, jusqu'ici, l'actionnariat de certains émetteurs. A cet égard, sont édifiants les exemples de la STB, de la BDET, de la BS et de la BNA qui sont parvenues, aujourd'hui et pour la première fois de leur histoire, à cerner l'ensemble de leurs actionnaires.

Ainsi, avec le parachèvement de la prise en charge de toutes les valeurs admises à la cote aussi bien par le système de cotation électronique de la Bourse que le système de règlement/livraison automatisé du dépositaire central, l'étape suivante pour mener à bien la modernisation de la place de Tunis sur le plan technologique consistera dans la délocalisation du parquet de négociation de la Bourse.

Par ailleurs, et sur un plan plus global, le marché financier tunisien devra poursuivre son effort de maturation autour des principaux axes suivants :

- la poursuite de la consolidation de la transparence au sein de l'entreprise, de l'information financière et des opérations boursières proprement dites.*
- corrélativement, la responsabilisation de l'épargnant tunisien qui devra prendre conscience de la réalité et de la finalité de l'investissement boursier en tant qu'investissement à long terme et non dépourvu totalement de risques. A cet égard, l'émergence de nouveaux métiers, en Tunisie, comme celui d'analyste financier et de conseiller en gestion est devenue urgente pour assister l'épargnant dans ses choix d'investissement sur la base de critères objectifs.*

- l'implication des investisseurs institutionnels, particulièrement les caisses de sécurité sociale et les compagnies d'assurance sur la vie, dans le marché afin de le dynamiser, réguler ses positions et rationaliser ses tendances.

- conséquemment, la refonte du système de l'assurance sociale et le développement des fonds de pension, à l'instar de l'expérience chilienne, ainsi que l'institution d'une fiscalité encourageant l'épargne-retraite sous forme d'investissement financier.

Une telle réforme permettra le développement de l'investissement collectif qui est de nature à répondre à l'offre massive de titres dans le cadre d'opérations de privatisation d'entreprises publiques et d'ouverture de capital d'entreprises privées suite au programme de mise à niveau.

- La restructuration du secteur de l'intermédiation boursière, caractérisé actuellement par le morcellement, le manque de surface financière et la subordination au secteur bancaire, en vue de favoriser le regroupement des synergies pour un meilleur redéploiement des ressources financières, techniques et humaines.

- le parachèvement de la dématérialisation des titres à travers une refonte complète de la législation.

- l'activation de la refonte de la législation sur les sociétés anonymes et la révision de la loi réorganisant le marché financier afin de la réadapter au nouveau contexte du marché financier issu de l'avancée technologique réalisée.

- l'encouragement des entreprises tunisiennes performantes à aller au devant de l'investissement extérieur particulièrement au moyen de la technique des Global Depositary Receipt - GDR -

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

Le président du Conseil du Marché Financier

Mohamed Salah H'MAIDI

**RAPPORT A MONSIEUR
LE PRESIDENT DE LA REPUBLIQUE**

SOMMAIRE

Pages

PREMIERE PARTIE

LA CONCRETISATION DE LA REFORME DU MARCHÉ FINANCIER INTRODUITE PAR LA LOI N° 94-117 DU 14 NOVEMBRE 1994

13

I - LES PRÉALABLES À LA RÉFORME DE 1994

14

II - LA RÉFORME DE 1994

16

III - LES APPORTS DE LA RÉFORME ENGAGÉE PAR LA LOI N° 94-117

17

1. - Le Conseil du Marché Financier -CMF-

18

1.1 - Le CMF, organisme autonome

19

1.2 - Les membres du CMF

19

1.3 - Les attributions du CMF

20

A - Le pouvoir réglementaire

21

B - Le pouvoir de contrôle de l'information financière

22

C - La supervision des marchés

22

D - Le pouvoir de sanction

23

2 - La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis -BVMT-

24

3 - La Société Tunisienne Interprofessionnelle de Compensation et de Dépôt de Valeurs Mobilières -STICODEVAM-

25

4 - Les Intermédiaires en bourse

26

DEUXIEME PARTIE

L'ACTIVITE DES MARCHES EN 1996 29

I - LE MARCHÉ PRIMAIRE 30

1 - Le volume global des émissions 30

1.1 - Les émissions de titres de capital 30

1.2 - Les émissions de titres de créance 31

2 - Le comportement de l'émetteur tunisien 32

II - LE MARCHÉ SECONDAIRE 33

1 - Le volume des transactions 33

2 - La capitalisation boursière 35

3 - L'évolution de la cote 36

5 - Les dossiers en cours d'admission à la cote 37

6 - Le comportement du marché 38

7 - L'activité des intermédiaires en Bourse 41

8 - L'activité de la STICODEVAM 42

III - L'ACTIVITE DES SOCIETES D'INVESTISSEMENT 44

TROISIEME PARTIE

L'ACTIVITE DU CMF EN 1996	47
---------------------------	----

I - LA MISE EN PLACE ADMINISTRATIVE DU CMF	48
--	----

II - LA REGLEMENTATION	49
------------------------	----

1 - Le Règlement Général de la Bourse	49
---------------------------------------	----

1.1 - L'organisation des marchés	49
----------------------------------	----

1.2 - Les conditions d'admission et de séjour à la cote	50
---	----

1.3 - Le fonctionnement du marché	50
-----------------------------------	----

1.4 - La sécurité des opérations	50
----------------------------------	----

1.5 - La déontologie	51
----------------------	----

2 - L'arrêté du Ministre des Finances, fixant les différentes redevances et commissions perçues par le CMF et la BVMT	51
---	----

3 - Les statuts de la BVMT	51
----------------------------	----

4 - L'amendement de la réglementation sur l'investissement étranger	52
--	----

5 - Le statut des intermédiaires en bourse et la réglementation de l'appel public à l'épargne et des OPCVM	52
--	----

III - LA DEFENSE DE L'EPARGNE PLACEE PAR APPEL PUBLIC	52
1 - Le contrôle de l'information financière	52
<i>1.1 - Les visas du CMF</i>	53
A - Les opérations d'émission et d'offre publique de vente d'actions	53
B - Les opérations d'émission d'obligations	54
C - L'information périodique : La publication des états financiers	55
D - L'information permanente : les communiqués de presse	57
2 - Les offres publiques de retrait et les procédures de maintien de cours	57
3 - La supervision du marché	58
4 - Les plaintes	60
IV - L'ACTIVITE DISCIPLINAIRE	61
V - LA VULGARISATION ET LE DEVELOPPEMENT DU MARCHE	63

PREMIERE PARTIE

**LA CONCRETISATION DE LA REFORME
DU MARCHE FINANCIER INTRODUITE PAR
LA LOI N° 94-117 DU 14 NOVEMBRE 1994**

I - LES PREALABLES A LA REFORME DE 1994 :

Dans le cadre de la stratégie de développement économique et social adoptée par la Tunisie au cours de la seconde moitié des années 80 et reposant sur la libéralisation économique, le marché des capitaux a été appréhendé à la fois comme une composante et un outil de cette stratégie. Cette approche était d'autant plus inéluctable que l'ajustement de l'économie devait se réaliser dans un contexte international qui allait être désormais caractérisé par la globalisation et la mondialisation.

Depuis 1987, une série de mesures incitatives, fiscales et non fiscales, en faveur de l'épargne-valeur ont commencé déjà à voir le jour et à s'intensifier au fur et à mesure que l'ajustement structurel s'approfondissait et commençait à donner des résultats perceptibles. C'est ainsi que dans un premier stade une législation qui remonte au début de la décennie est venue alléger la charge fiscale grevant les valeurs mobilières en instituant le crédit d'impôt en faveur des porteurs de titres. Cette première mesure a été substantiellement améliorée en 1989 par une réforme fiscale en profondeur qui a supprimé l'impôt cédulaire sur le revenu des valeurs mobilières, défiscalisé son montant au niveau du revenu global, et réduit sensiblement l'impôt sur les sociétés, le ramenant à un maximum de 35% (l'un des taux les plus faibles au monde).

Au niveau du statut de l'investissement lui-même, une réforme des attributions de l'Agence de Promotion des Investissements (API) a fini, entre autres, par libéraliser l'acte d'investir dans le secteur manufacturier.

Afin de permettre aux sociétés tunisiennes de lever des capitaux d'emprunt non bancaires durables, et de leur permettre de traiter avec un public de pourvoyeurs de fonds en dehors du cercle restreint des actionnaires de la société membres de la famille ou du groupe, une loi sur l'émission d'obligations a été publiée en août 1988, libéralisant ainsi aussi bien l'émission que la rémunération des emprunts obligataires qui étaient jusqu'à cette date soumises à l'autorisation du Ministre des Finances.

Au cours de la même année, et en vue de développer la gestion collective de portefeuilles, une loi sur les sociétés d'investissement, aussi bien à capital fixe qu'à capital variable, a été promulguée prévoyant des avantages fiscaux substantiels, toujours dans le but de réduire le déséquilibre systémique qui prévalait entre l'épargne à risque et l'épargne de dépôt.

Ces préalables qui avaient pour but de réhabiliter l'épargne-valeur dont le statut s'était nettement détérioré durant les trois précédentes décennies de développement à cause d'une politique financière axée sur l'encouragement de l'épargne de dépôt et le financement des entreprises par endettement, avaient préparé le terrain à un second relais de réformes au niveau du marché financier qui a été réalisé durant les années 1989-1993. Au cours de cette période, une loi datant de mars 1989 est venue réorganiser la Bourse des Valeurs Mobilières

tout en maintenant la forme d'un établissement public, élargir ses attributions particulièrement en matière de contrôle de l'information financière et accorder des incitations fiscales importantes aux sociétés fermées qui décident l'ouverture de leur capital au public. Le 1er février 1989 la loi n° 89-9 a été promulguée en vue de consacrer la franche volonté des pouvoirs publics de restructurer et privatiser les entreprises publiques particulièrement dans les secteurs concurrentiels.

La réorganisation de la Bourse aussi bien dans son cadre juridique que dans ses moyens structurels et techniques, ainsi que l'amélioration de l'environnement fiscal des sociétés d'une part, la relance de l'économie traduite par l'amélioration de tous les fondamentaux grâce à la réussite du plan d'ajustement structurel, d'autre part, (taux de croissance élevé et soutenu, maîtrise de l'inflation, croissance de l'épargne, amélioration du revenu per capita ..), ont créé un contexte conjoncturel favorable pour un développement rapide du marché financier dans ses deux composantes, primaire et secondaire, durant la période 1990-1994. C'est ainsi qu'au cours de cette période, le volume annuel des émissions de titres par appel public à l'épargne est passé de 92,5 MD à 485 MD, le volume des transactions de 68 MD. à 531 MD, la capitalisation boursière est, quant à elle, passée de 448 MD à 2525 MD, et enfin l'indice des cours a enregistré une hausse de 407 %.

Parallèlement, le train des réformes au niveau de l'innovation financière a poursuivi son chemin par la promulgation, en 1992, d'une loi sur les nouveaux produits financiers ouvrant ainsi aux sociétés anonymes la possibilité d'émettre des actions à dividendes prioritaires sans droit de vote jusqu'à 30% de leur capital. Le recours à cette technique était motivé par la recherche d'un compromis de nature à satisfaire le souci de l'entreprise tunisienne encore marquée par le caractère familial réticent à partager le pouvoir de décision d'une part, et à protéger l'épargnant minoritaire en lui assurant un revenu minimum prioritaire et garanti quelles que soient les performances de l'entreprise, d'autre part

La même loi a introduit une formule nouvelle de placement collectif en valeurs mobilières : le fonds commun de placement. Parallèlement, la loi n° 92-113 du 23 novembre 1992 a procédé à la refonte de la loi sur les sociétés d'investissement particulièrement les SICAV qui, bien que bénéficiant d'un cadre juridique datant de 1988, n'ont réellement connu leur émergence et leur développement qu'à partir de cette refonte

Sur un plan plus général, une décision courageuse est venue consacrer la convertibilité courante du Dinar Tunisien (01/01/1993), ce qui a créé un climat favorable à l'investissement en Tunisie aussi bien sur le plan local qu'international.

De même, et dans une stratégie d'harmonisation des politiques monétaire et financière, les pouvoirs publics ont procédé au cours de cette période, à deux reprises, à l'abaissement du taux du marché monétaire -TMM- d'un total de 3 points.

Corrélativement à ce processus, un code d'incitations aux investissements, publié à la fin de 1993, est venu unifier les encouragements consentis aux investissements dans les différents secteurs de l'économie autour d'un certain nombre d'objectifs horizontaux et non sectoriels, axés essentiellement sur l'exportation, le développement régional, le développement des investissements agricoles, la protection de l'environnement, et la promotion de la technologie.

Ce code a définitivement consacré la liberté d'investir et a, surtout, libéralisé l'investissement primaire étranger à 100 % dans le secteur manufacturier et le secteur des services exportateurs, et à hauteur de 50 % dans le secteur des services non financiers.

II - LA REFORME DE 1994 :

L'ensemble des mesures incitatives et institutionnelles au niveau de la politique économique dans sa totalité a fini par donner à la Bourse et au marché financier en général un élan de développement très rapide dans un laps de temps relativement court, le propulsant ainsi d'une situation de marché moribond à la fin des années 80 à un niveau de marché qui a été qualifié, en 1994, de pré-émergent par les experts internationaux.

Comme tout jeune marché de capitaux qui, s'il a l'avantage de croître rapidement lorsque les conditions de son émergence sont réunies, a l'inconvénient d'engendrer ses propres limites particulièrement en matière de flambée des prix, génératrice de la bulle financière éloignant ainsi la sphère financière des entreprises cotées de leur sphère réelle et donnant libre cours à la manipulation, à la spéculation effrénée et à la fraude.

Même si le marché boursier tunisien, au cours de la première moitié des années 90, n'a pas connu toute l'ampleur de la dégénérescence grâce à une politique rigoureuse de suivi de la part des pouvoirs publics, il n'en était pas moins exposé à de tels risques si les précautions nécessaires n'avaient pas été prises à temps pour rationaliser son développement dans un cadre harmonieux et réglementé.

Aussi, le 14 novembre 1994, une loi portant réorganisation en profondeur du marché financier a été promulguée.

Cette réforme vient, certes, endiguer un marché boursier qui a commencé à prendre corps, pour en éviter les éventuels dérapages, mais elle s'inscrit surtout dans une volonté affirmée de s'aligner sur les standards internationaux à une époque où la Tunisie est entrée dans sa phase de post-ajustement et s'apprêtait à réaliser son ancrage dans l'économie mondiale avec la signature des accords de l'OMC et l'accord d'association avec l'Union Européenne devant aboutir, à terme, à la création d'une zone de libre échange.

Cette nouvelle étape allait exiger de l'économie tunisienne et des entreprises économiques, en particulier, une mise à niveau non seulement sur le plan de leur organisation et de l'adaptation de leurs appareils de production, mais aussi et surtout au niveau de leur financement et leur accès au capital. Cet accès ne sera possible que dans le cadre d'une place financière organisée et répondant aux impératifs de sécurité et de transparence exigés aussi bien des demandeurs que des offreurs de capitaux. De même, l'ambitieux programme de privatisation des entreprises publiques opérant dans les secteurs concurrentiels qui est entré dans sa phase cruciale avec l'intensification du rythme des opérations de privatisation, nécessitait une structure d'accueil capable de mobiliser des ressources humaines, techniques et financières de nature à recycler le portefeuille public dans de bonnes conditions de marché

III - LES APPORTS DE LA RÉFORME ENGAGÉE PAR LA LOI N° 94-117 :

L'objectif d'alignement sur les standards internationaux a guidé les choix du législateur tunisien dans la réorganisation du marché financier. A une structure boursière unitaire sous forme d'un établissement public, décidée en 1989, il a été substitué une architecture reposant sur une trilogie d'institutions comprenant

- **un organisme public autonome de régulation**, chargé de la réglementation et de l'organisation des marchés boursiers, de leur surveillance afin de prévenir les manipulations susceptibles d'en entraver le bon fonctionnement du contrôle de l'information financière, et de la sanction des manquements et infractions à la réglementation . **le Conseil du Marché Financier -CMF-** ;
- **une société privée interprofessionnelle** chargée de la gestion du marché secondaire . **la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis -BVMT** ;
- **un dépositaire central** chargé de recevoir les titres en dépôt et d'assurer leur règlement, compensation et livraison, créé également sous la forme d'une société privée interprofessionnelle . **La Société Tunisienne Interprofessionnelle pour la Compensation et le Dépôt de Valeurs Mobilières -STICODEVAM-**.

La loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 est venue enfin consacrer définitivement la séparation entre le métier de banquier et celui d'intermédiaire en bourse qui étaient pendant plus de 20 ans exercés de façon cumulative par les banques

Mais le mérite de la loi n° 94-117 réside surtout dans son apport fondamental en matière de définition de la notion d'appel public à l'épargne qui, désormais, permettra de régir les sociétés tunisiennes selon qu'elles ont l'intention de collecter l'épargne par voie publique, et auquel cas elles seront astreintes, dans le cadre d'un marché réglementé, à un régime juridique impliquant un certain nombre d'obligations en matière d'information et de comportement, ou qu'elles

choisissent le statut de sociétés fermées, et auquel cas elles ne seront pas soumises à telles obligations, à condition pour elles, de ne pas tenter de profiter des avantages procurés par le marché pour lever des capitaux sur la place. Ainsi, même une société qui ne fait pas objectivement appel public à l'épargne, peut se voir conférer le caractère de société faisant appel public à l'épargne si elle recourt, même accidentellement, à la publicité, au démarchage ou à l'intermédiation financière pour placer des titres auprès du public.

De ce fait, à travers la nouvelle réglementation sur le marché financier, la notion d'appel public à l'épargne constituera l'outil de base qui servira à tracer la ligne de démarcation entre les régimes juridiques applicables aux sociétés, particulièrement en matière de compétence du CMF, aussi bien au niveau de la publicité et du contrôle de l'information financière qu'en matière de négociabilité des titres, sur le marché boursier.

1 - Le Conseil du Marché Financier -CMF- :

En tant qu'organisme de régulation de marché, le CMF n'a pas pour rôle d'assurer l'équilibre entre l'offre et la demande, mais bien de mettre en œuvre l'ensemble des dispositifs et des mécanismes réglementaires, techniques et disciplinaires pour que la place financière puisse fonctionner de la façon la plus régulière et la plus transparente possible, c'est-à-dire avec le moins d'anomalies non liées aux facteurs de marché.

La régulation que vise à atteindre le CMF ne consiste pas dans l'élimination des risques commerciaux liés à la fluctuation des rendements inhérente à toute activité économique, mais réside dans la prévention et l'élimination des facteurs non systémiques de rétention de l'information et de manipulation de nature à rompre l'égalité de tous les intervenants devant l'information ou le marché ou à donner à certains d'entre eux une position privilégiée objectivement non justifiée.

Pour assurer convenablement ce rôle, l'organisme de régulation doit réunir un certain nombre de caractères :

- **le caractère public** pour disposer des prérogatives de puissance publique indispensables à son habilitation à édicter des règles, à superviser la bonne application des lois et règlements en vigueur, à donner des injonctions de faire ou de ne pas faire aux personnes relevant de sa compétence et à prendre les sanctions requises en cas d'infraction.

- **le caractère de neutralité** par rapport au marché. A cet effet, l'organisme de régulation ne doit pas être un opérateur intéressé à un titre ou un autre par le marché. De la sorte, et pour éviter de réunir entre les mains d'une même entité les fonctions de juge et partie, et afin de prévenir tout conflit d'intérêts, la mission d'un organisme de régulation ne peut être confiée à des acteurs du marché qu'ils soient professionnels, émetteurs ou investisseurs.

- **le caractère d'autonomie** à l'égard de l'administration centrale qui, lui, se fonde sur la recherche de deux objectifs pour l'organisme de régulation, à savoir d'une part, l'indépendance dans la prise de décision, et d'autre part, la recherche de l'efficacité par le moyen de la décentralisation du pouvoir au profit de l'organisme techniquement spécialisé

Historiquement, l'avènement des bourses de valeurs dans le monde qui remonte à la fin de l'époque médiévale est bien antérieur à l'apparition des organismes de régulation dont le plus ancien (l'US Securities and Exchange Commission -SEC-) ne date que de 1934. La nécessité de sa création s'est faite sentir suite aux dérapages enregistrés au niveau des bourses américaines à l'issue de la crise de 1929. Mais en réalité la création des organismes de régulation dans le monde ne s'est réellement intensifiée qu'à partir des années 70 pour les pays occidentaux, et à partir des années 90 pour les pays émergents.

Bien affirmée dans sa volonté de s'aligner sur les standards internationaux, la Tunisie n'est pas restée à la marge de ce mouvement, et a procédé depuis 1994 à la création d'un organisme de régulation répondant aux critères des modèles les plus avancés dans le monde.

1.1 - Le CMF, organisme autonome :

Le degré de l'autonomie d'un organisme de régulation est en grande partie tributaire de son statut juridique. Les pays qui n'ont pas voulu aller jusqu'au bout de leur choix dans l'autonomie, ont créé leur organisme de régulation sous la forme d'un établissement public, soit à caractère administratif (EPA), soit à caractère industriel et commercial (EPIC). Le résultat en a été que le déploiement de l'organisme de régulation en matière d'encadrement et de supervision du marché a été largement altéré par la tutelle de fait et de droit exercée sur cet organisme par l'administration centrale. Par contre, les pays qui ont cherché le maximum d'autonomie en vue d'une meilleure efficacité ont été amenés à aller à l'encontre de la nomenclature juridique administrative classique répertoriant les établissements publics entre EPA et EPIC, et à créer une entité à part, qualifiée d' "organisme sui-generis" et baptisée par la doctrine comme étant une Autorité Administrative Autonome (AAA).

Le choix du législateur tunisien a été plutôt favorable à cette dernière catégorie, consacrant ainsi une volonté affirmée de la recherche de l'efficacité.

1.2 - Les membres du CMF :

Guidé par le souci de conférer à la direction du CMF une représentativité la plus large et la plus équilibrée possible, le législateur a opté pour un collège composé d'un président et de neuf membres, et obéissant à une répartition tripartite entre

- Le pouvoir juridictionnel avec ses trois composantes (tribunaux judiciaires, tribunal administratif et cour des comptes) trois membres

- Les organismes financiers et professionnels (Ministère des Finances, Banque Centrale de Tunisie, profession des intermédiaires en bourse) : trois membres
- L'expertise et la compétence en matière d'appel public à l'épargne : trois membres désignés es-qualité.

Contrairement aux administrateurs des autres établissements publics, les membres du collège du CMF sont nommés individuellement par la magistrature suprême et rétribués durant leur mandat par des indemnités décidées par décret présidentiel.

Il y a lieu de signaler, quant à l'exercice du mandat lui-même, que deux écoles coexistent de par le monde : celle qui opte pour l'exercice de la fonction à titre permanent où les membres se consacrent exclusivement à leur mandat, et celle qui choisit le régime de la non permanence où les membres continuent à servir dans leur cadre d'origine tout en prenant part aux travaux de l'organisme de régulation.

Entre ces deux écoles, le législateur tunisien a opté pour une troisième alternative alliant à la fois la permanence pour certains membres (trois) et la non permanence pour les autres, et ce selon le degré de leur proximité de la culture du marché caractérisé par la complexité et l'innovation financière continue.

Dans un impératif de neutralité et de transparence, le législateur a imposé aux membres du collège du CMF un certain nombre d'obligations et d'incompatibilités. Ils sont tout d'abord astreints au secret professionnel et à l'obligation de réserve. Ils sont également obligés de déclarer au premier Président de la Cour des Comptes les valeurs mobilières et produits négociables qui sont en leur possession au moment de la prise de leur fonction ainsi que ceux qu'ils arrivent à acquérir au cours de leur mandat. Il est en outre interdit au Président du CMF d'exercer d'autres fonctions incompatibles avec les emplois publics, comme il lui est interdit d'être membre d'un conseil d'administration ou directeur général d'une société anonyme.

1.3 - Les attributions du CMF :

Le rôle fondamental de l'organisme de régulation est d'assurer la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières et tous autres produits financiers placés par appel public à l'épargne et de veiller au bon fonctionnement des marchés. Pour réaliser cet objectif, il a besoin d'un certain nombre de prérogatives indispensables à l'accomplissement de sa mission. Ces moyens se répartissent entre :

- le pouvoir d'édicter des règlements dans les domaines relevant de sa compétence,

- le pouvoir de superviser la bonne application de la réglementation en vigueur et le fonctionnement régulier des mécanismes de marché,
- le pouvoir de s'assurer de la transparence de l'information financière,
- et le pouvoir de prononcer ou de proposer aux autorités compétentes les sanctions qui s'imposent en cas de manquement des opérateurs à leurs obligations professionnelles ou d'infractions aux lois et règlements en vigueur.

A - Le pouvoir réglementaire :

S'inscrivant dans le cadre d'une politique s'appuyant sur la délégation de compétence en matière normative de la part de l'administration centrale au profit d'organismes techniquement spécialisés, le CMF a été doté du pouvoir d'édicter des règlements régissant les marchés et les personnes relevant de sa juridiction.

Ces règlements concernent particulièrement le Règlement Général de la Bourse qui définit les règles relatives à l'organisation et au fonctionnement des marchés, les règles relatives à l'admission et à la négociation des valeurs mobilières sur le marché, ainsi que les conditions dans lesquelles sont réalisées et réglées les opérations d'offres publiques de toute sorte.

Ils concernent également les règles de pratiques professionnelles qui s'imposent aux organismes faisant appel public à l'épargne, aux intermédiaires en bourse, aux personnes qui, en raison de leurs activités professionnelles, interviennent dans des opérations sur titres placés par appel public à l'épargne ainsi qu'aux personnes qui assurent la gestion de titres au profit de tiers.

Ces règlements peuvent faire l'objet de mesures d'explication prises sous forme de "Décisions Générales" pour en préciser l'application

Pour être applicables, les règlements et décisions générales du CMF doivent être visés par le Ministre des Finances. Les règlements sont publiés au Journal Officiel de la République Tunisienne, alors que les décisions générales sont publiées au Bulletin Officiel du CMF.

Si les règlements du CMF ne sont pas formellement susceptibles de recours direct pour excès de pouvoir devant la juridiction administrative en raison du statut juridique du CMF, ils ne sont pas, pour autant, à l'abri de tout recours puisque le plaideur a toujours la possibilité d'attaquer devant le tribunal administratif la décision de visa du Ministre des Finances qui en constitue le support d'applicabilité. Cette possibilité constitue une garantie des droits des usagers puisqu'au cas où le tribunal administratif prononce l'annulation de la décision de visa du Ministre des Finances, le règlement visé sera à son tour invalidé faute de visa légal qui lui sert de support

B - Le pouvoir de contrôle de l'information financière :

En matière d'investissement financier, l'information est d'une importance capitale pour la prise de la décision, car le titre en lui-même est tout à fait dépouillé de la valeur qu'il représente et ne constitue qu'un document abstrait n'offrant aucune possibilité d'arbitrage entre les différents produits. En réalité donc, prendre une position sur un titre, c'est prendre en fait une position sur la masse d'informations disponible sur la société émettrice du titre et ses potentialités. De la sorte, l'efficience du marché des titres financiers repose sur la qualité de l'information diffusée qui s'apprécie à la fois en fonction de la célérité de sa diffusion, de la fiabilité et de l'intégralité de son contenu, ainsi que de la modalité de sa mise à la disposition des opérateurs de manière à ne pas rompre le principe de leur égalité d'accès à ladite information.

C'est dans cet objectif que le CMF a été doté, à l'instar des autres organismes de régulation, d'un pouvoir de contrôle de l'information financière et des modalités de sa divulgation, que ce soit à l'occasion d'opérations d'émission et donc d'appel public à l'épargne, ou à l'occasion d'opérations d'offres publiques qui sont de nature à redistribuer le pouvoir de décision au sein de la société émettrice et qui pourront engendrer à l'encontre des actionnaires minoritaires une situation défavorable. Dans ce genre d'opérations, la production de l'information et sa diffusion doivent faire l'objet d'un visa préalable du CMF qui vérifie la consistance de cette information et peut, le cas échéant, ordonner à la société d'insérer les renseignements complémentaires et l'amener à divulguer aussi bien ses performances que les facteurs de risque y afférents.

Toutefois, le visa de l'autorité de régulation n'emporte ni garantie ou certification de l'information diffusée qui reste de la responsabilité de l'émetteur ou de l'initiateur de l'offre publique, ni un jugement sur l'opportunité de l'opération et encore moins une sollicitation de l'investisseur pour y prendre part. Le visa ne représente qu'une déclaration attestant que toutes les précautions ont été prises par le CMF, dans le cadre d'une obligation de moyens, pour que l'information mise à la disposition du public réponde aux exigences d'exhaustivité et de fiabilité.

Le devoir d'information n'est pas uniquement lié aux opérations particulières, il s'étend également à tout événement social périodique ou non périodique susceptible d'avoir une répercussion sur la valeur du titre.

Pour ce qui est plus particulièrement de l'information périodique et dans le but de mettre à la disposition de l'investisseur une information actuelle, la réglementation a exigé des sociétés admises à la cote, en plus de l'information annuelle relative aux états financiers, une information semestrielle sur ces états.

C - la supervision du marché :

Pour qu'un marché réglementé puisse exprimer ses forces de la manière la plus saine possible, il doit être à l'abri de toute manipulation et fraude qui altèrent la compétition loyale et ôtent aux prix leur caractère concurrentiel et marchand.

Par ailleurs, le souci de protection de l'épargnant minoritaire contre les changements de contrôle majoritaire a conduit les législateurs dans le monde, à exiger des investisseurs qui acquièrent des positions dominantes en terme de droits de vote dans les sociétés faisant appel public à l'épargne, directement ou suite à une action de concert, de procéder chaque fois qu'ils franchissent les seuils définis, à leur déclaration à l'autorité de régulation et à la société émettrice.

Afin de permettre au public de disposer des moyens de défense, la loi tunisienne a astreint les candidats à la prise de majorité à déclarer leurs acquisitions dès le franchissement du seuil de 5 % du capital, et de faire accompagner ladite déclaration de leurs intentions pour l'avenir aussi bien en terme de prise de majorité future qu'en terme de politique à suivre à l'égard de la société visée. Dès qu'une prise de contrôle a été effectuée par une personne ou un groupe de personnes agissant seules ou de concert, la loi ouvre aux petits porteurs la possibilité d'une sortie, soit à travers le lancement d'une offre publique d'achat obligatoire par le preneur du contrôle, soit par la technique de maintien de cours en bourse qui permet aux petits porteurs de faire acquérir leurs titres par le preneur de la majorité, aux conditions auxquelles il a acquis le bloc de contrôle

La mission de supervision du marché par le CMF consiste également à veiller au respect des règles de fonctionnement du parquet de la Bourse et des règles de transfert de contrôle dans la transparence requise. Avec la complexité, la multiplicité et la rapidité des opérations de négociation qui ont été engendrées par l'introduction des systèmes de cotation électroniques dans les bourses de valeurs, les autorités de régulation ont été elles-mêmes conduites à adopter des systèmes électroniques de surveillance. C'est dans cette perspective que le CMF, dans le cadre des accords de coopération le liant avec la COB, a engagé en 1996 un projet de mise en place d'une cellule de surveillance électronique

D - Le pouvoir de sanction :

La mission de protection de l'épargne investie suite à un appel public ne peut être assurée avec les seuls pouvoirs de réglementation et de contrôle si le manquement aux obligations professionnelles et la violation de la réglementation mise en place ne sont pas suivis d'une sanction

Le pouvoir de sanction va de la simple injonction adressée aux personnes concernées de procéder à l'accomplissement de certains actes en vue de régulariser les situations en cause ou de mettre fin à des pratiques contraires aux règlements qui sont de nature à fausser le fonctionnement du marché ou à procurer aux intéressés un avantage injustifié, à la sanction pécuniaire et disciplinaire qui peut aller jusqu'à l'interdiction de l'activité, en passant par la saisine des tribunaux compétents, lorsque les circonstances l'exigent

2 - La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis -BVMT- :

Le deuxième élément de la trilogie sur laquelle repose la nouvelle structure du marché financier tunisien est la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis -BVMT-. La création de cette institution vient consacrer le principe de séparation entre l'organisme de régulation et l'organisme de gestion du marché. Erigée sous la forme d'une société anonyme interprofessionnelle de droit privé, avec un capital exclusivement et également détenu par les intermédiaires en bourse, la BVMT s'est vue concéder, par le législateur, la mission de gérer le marché secondaire.

La constitution de la BVMT sous cette forme trouve son fondement dans la recherche de l'objectif de la libéralisation de l'institution aussi bien au niveau de son financement qu'au niveau de ses règles de fonctionnement.

Au niveau du financement d'abord, et étant donné que les plateformes de négociation dans le monde sont devenues de plus en plus capitalistiques à cause de l'introduction de systèmes sophistiqués de négociation, la Bourse de Tunis, en tant qu'entreprise, ne pouvait pas ambitionner de suivre ce processus tout en restant un établissement public. Confiée à des investisseurs privés, même s'ils ne peuvent être que parmi le cercle restreint des professionnels du secteur, elle aura la possibilité de lever les capitaux nécessaires à ses projets d'investissement et de bénéficier de la souplesse de la gestion privée au niveau de l'encadrement, de l'équipement, et de la prise de décision.

Mais l'idée de la privatisation de la Bourse ne se fonde pas uniquement sur la recherche des moyens de financement ; bien au-delà, elle vise surtout l'objectif de confier aux professionnels du marché le soin de gérer eux-mêmes leur propre domaine, dans le cadre d'une autorégulation. C'est cette autorégulation qui a été à l'origine du développement des places financières les plus prestigieuses dans le monde, dans la mesure où elle assure l'adhésion des différents acteurs du marché financier aux règles, à la discipline, et à la déontologie mises en place, vu que celles-ci émanent de leurs pairs. Il va sans dire que l'étendue de l'autorégulation varie d'une place à une autre en fonction du degré de maturité des intervenants, de leur expertise, et de leur ancrage dans les traditions boursières.

Pour ce qui est de la Bourse de Tunis, le législateur lui a confié la compétence d'établir ses propres règlements de parquet, de choisir elle-même ses systèmes, supports, et modes de cotation, de prononcer librement l'admission ou la radiation des valeurs et produits financiers sur ses cotes...

Après l'accomplissement des formalités de sa constitution, la BVMT a effectivement démarré ses activités sous sa nouvelle forme le 14 novembre 1995, avec un capital minimum de 480.000 dinars, réparti entre 28 intermédiaires en bourse. Le 25 octobre 1996, la BVMT a franchi un pas technologique important, en adoptant un système de cotation électronique baptisé le

système "SEMS" (Stock Exchange Management System) qui est issu de la traduction du système de cotation électronique "Super CAC" pratiqué sur la bourse de Paris, dans un langage ouvert "UNIX-ORACLE". Ainsi la Bourse de Tunis est la première bourse émergente à adopter ce système qui est le résultat d'une coopération fructueuse tuniso-française

3 - La Société Tunisienne Interprofessionnelle de Compensation et de Dépôt de Valeurs Mobilières -STICODEVAM- :

Le troisième élément de la trilogie sur laquelle repose la réorganisation du marché financier tunisien est le dépositaire central en la personne de la Société Tunisienne Interprofessionnelle de Compensation et de Dépôt de Valeurs Mobilières -STICODEVAM-

La création de cette institution est le corollaire des réformes introduites au niveau du front-office (réhabilitation de l'épargne valeur devenue concurrentielle au regard des autres formes de placement) et au niveau du middle-office (la modernisation de la bourse des valeurs) En effet, on ne peut pas s'attendre à une dynamisation d'un marché financier, quels que soient les encouragements consentis au niveau du front-office et du middle-office, si l'investisseur en valeurs mobilières ne voit pas ses opérations en bourse se dénouer au niveau du back-office (encaissement des capitaux et livraison des titres), dans les meilleures conditions de rapidité et de sécurité. Répondant aux recommandations du Groupe des 30⁽¹⁾ sur la modernisation du back-office, la loi tunisienne a prescrit la création d'une société interprofessionnelle de droit privée chargée en tant que dépositaire central, d'assurer pour le compte des émetteurs et des porteurs de titres, le dépôt de valeurs mobilières, et pour le compte des intervenants sur le marché boursier, les opérations de règlement/livraison de titres et de compensation des capitaux.

Fonctionnant selon un système de tenue de comptes, la STICODEVAM a permis à la place de Tunis d'évoluer d'un statut légal de matérialisation des titres à un statut de dématérialisation de fait, au moyen de la technique de la fongibilité des titres En effet, même si la matérialisation des valeurs mobilières est toujours en vigueur au niveau du droit commercial tunisien, la pratique a consacré, grâce aux avantages offerts par une gestion scripturale au niveau de la STICODEVAM, une situation de dématérialisation, du moins pour les titres pris en charge par celle-ci

(1) Groupe de professionnels de la finance internationale qui se sont réunis en mars 1989 dans le but d'établir des normes de règlement/livraison applicables à tous les pays et permettant d'augmenter l'efficacité des systèmes et de réduire les risques et les coûts Ils ont établi 9 recommandations que toutes les places organisées ont suivies

Dans la stratégie de réforme du marché financier tunisien, la séparation de la fonction de régulation du marché de la fonction de sa gestion et de celle de dénouement des opérations ne doit pas conduire à l'éclatement et à la segmentation du processus d'investissement en bourse qui requiert, au contraire, une coordination entre ces trois fonctions. A cet effet, la chaîne d'investissement en bourse prenant sa naissance avec la transmission d'un ordre de bourse et se clôturant par le dénouement de la transaction avec la livraison d'un titre ou l'encaissement de sa contre-valeur, nécessite une gestion coordonnée, en réseau, entre les trois institutions. C'est dans ce contexte, et à la faveur du programme de coopération tuniso-français, que la STICODEVAM a été amenée à opter pour le système RELIT⁽¹⁾ de règlement/livraison pratiqué par la SICOVAM sur la place de Paris, la BVMT pour le Super CAC⁽²⁾ et le CMF pour le SYSI⁽³⁾, issu du système électronique de surveillance de la COB. Sur la place de Tunis ces trois systèmes seront en réseau à travers un circuit de transmission de données à distance.

4 - Les Intermédiaires en bourse :

Parallèlement à la réorganisation des structures du marché, la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 a mis l'accent sur l'intermédiation boursière en tant que rouage fondamental dans la dynamisation du marché financier. Dans cette perspective, le législateur a consacré le principe de séparation de l'activité de l'intermédiation boursière de l'activité bancaire, étant donné la spécificité du métier d'intermédiaire en bourse.

C'est ainsi qu'outre le monopole légal qu'ont reçu les intermédiaires en bourse en matière de négociation et d'enregistrement de valeurs mobilières à la bourse, la loi les a autorisés à s'adonner aux activités de démarchage et de conseil financiers, aux activités de gestion de portefeuilles pour le compte de tiers, aux activités de contrepartie et de tenue de marché, et aux activités de placement de titres avec ou sans garantie de bonne fin etc...

L'exercice de ces activités, à titre permanent et séparé de la banque, trouve son fondement dans la recherche d'une meilleure spécialisation et d'une plus grande technicité du personnel opérant. Il se base également sur la volonté de faire des maisons d'intermédiation des centres de profit afin d'en responsabiliser les gestionnaires et mesurer leurs performances.

Seulement, et à la faveur d'une dérogation spéciale accordée par la Banque Centrale de Tunisie les autorisant à participer directement à plus de 30% dans le capital d'une société pour une période ne dépassant pas 5 ans, la quasi-totalité des banques tunisiennes qui étaient admises à l'exercice d'activité d'intermédiaire en bourse, ont préféré la création de leur propres filiales de sociétés de bourse dans une proportion de participation atteignant parfois 99% du capital, laissant échapper ainsi l'opportunité de s'associer, selon leur actionnariat et leurs affinités, avec d'autres forces financières, comme les compagnies d'assurances, pour créer des

(1) RELIT : Règlement /livraison des titres

(2) CAC : Cotation Assistée en Continu.

(3) SYSI : Système de Surveillance Informatique.

sociétés communes de bourse en vue d'une meilleure utilisation des synergies. Le résultat en a été que la place de Tunis où il n'y a qu'une trentaine de sociétés admises à la cote, une capitalisation boursière ne dépassant pas 4 milliards de dinars, et un volume annuel moyen de transactions sur la cote de 300 millions de dinars, compte aujourd'hui 28 intermédiaires en bourse.

Cet émiettement du secteur de l'intermédiation ne pourra plus être supporté par les données objectives du marché financier tunisien surtout à l'aube d'une délocalisation prochaine du paquet de la Bourse qui exigera des maisons d'intermédiation des capacités financières, humaines et techniques, d'une taille supérieure.

Aussi, l'avant-projet de statut des intermédiaires en bourse, à l'étude à la date de la rédaction de ce rapport, a prévu des mécanismes encourageant le rapprochement et la fusion entre les sociétés de bourse existantes en vue d'accroître leur efficacité et d'améliorer leur rentabilité.

DEUXIEME PARTIE

**L'ACTIVITE DES MARCHES
EN 1996**

I - LE MARCHE PRIMAIRE

1 - Le volume global des émissions

Il était d'usage de publier dans les différents rapports annuels de l'ex-BVM des états statistiques relatifs à l'ensemble des émissions de titres réalisées dans le pays avec ou sans appel public à l'épargne. Ces états globalisés faussaient totalement les données du problème parce qu'ils intégraient aussi bien les opérations générées par le marché que les opérations faites par les sociétés fermées (et elles sont nombreuses) qui ne doivent pas être comptabilisées à l'actif du marché financier. Depuis la promulgation de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 qui a établi un clivage entre les sociétés faisant appel public à l'épargne et les sociétés fermées, seules les émissions qui collectent l'épargne par voie publique seront statistiquement prises en considération.

Ces émissions ont accusé en 1996 une régression de 23 % par rapport à l'année 1995 avec un volume qui a atteint 348 MD contre 452 MD en 1995. Cette baisse relative s'explique en réalité par la forte progression du volume des émissions qui ont été réalisées à la fin de 1995 par les sociétés d'investissement à capital fixe qui, suite à la publication de la loi sur leur nouveau statut fiscal, ont procédé à une augmentation massive de leur capital pour bénéficier de l'avantage fiscal avant l'expiration du délai légal. Ces opérations ont totalisé, à elles seules, une enveloppe de 141 MD réalisée à la suite de 41 opérations d'émission.

Ventilation du volume global des émissions

Désignation	Capitaux en millions de D.		
	1995	1996	Variation en %
Emissions d'actions	272	142,3	<47,68 %>
Emissions d'obligations	81,1	96	18,37 %
Emissions des BTNB	99	110	11,11 %
Volume global	452,1	348,3	< 22,96 %>

1.1 - Les émissions de titres de capital :

Après l'euphorie boursière des années 1994 et 1995 et le très fort développement du marché primaire qu'elle a engendré, ce dernier a connu un retour à son rythme normal au cours de l'année 1996 en enregistrant une baisse de 47 % du montant des émissions de titres de capital par appel public à l'épargne et en passant de 272 MD en 1995 à 143 MD en 1996. Ces émissions ont représenté 41% du volume global des émissions.

En 1996, le Conseil du Marché Financier a accordé son visa à 20 opérations d'émission de titres de capital contre 58 opérations réalisées en 1995. Parmi les opérations d'émission réalisées en 1996, six émissions ont été faites par des sociétés admises à la cote de la Bourse dont trois relevant du secteur bancaire. Malgré la conjoncture boursière peu favorable en 1996, ces six émissions ont été clôturées, sans difficulté, dans des délais relativement courts.

Ventilation des émissions de titres de capital

(Volume en MD)

<i>Désignation</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>Variation en %</i>
Augmentation de capital des sociétés de la cote			
- Volume	145	91,3	< 37 %>
- Nombre de titres	20 093 318	14 131 127	< 29,7 %>
- Nombre d'opérations	17	6	< 64,7 %>
Augmentation de capital des sociétés du hors-cote			
- Volume	127	51	<59,9 %>
- Nombre de titres	11 952 360	3 981 400	< 66,7 %>
- Nombre d'opérations	41	14	< 65,9 %>

1.2 - Les émissions de titres de créance :

Les émissions d'emprunts obligataires par appel public à l'épargne ont enregistré en 1996 une hausse de 19 % passant ainsi de 81 MD en 1995 à 96 MD en 1996. En revanche, le nombre d'opérations d'émission enregistrées en 1996 a été de 15, soit autant qu'en 1995.

Les émissions réalisées par le secteur bancaire ont vu leur part s'accroître par rapport à 1995 passant ainsi de 12 MD à 35 MD soit une évolution de 192 %. Les émissions du secteur touristique ont enregistré, quant à elles, une baisse de 13 % passant de 16,1 MD en 1995 à 14 MD en 1996. Les sociétés de leasing sont restées, en 1996, en tête des émetteurs d'obligations, malgré une légère baisse de 10 % en passant de 50 MD en 1995 à 45 MD en 1996.

Ventilation des émissions d'emprunts obligataires

(Volume en MD)

Désignation	1995	1996	Variation en %
Emissions faites par les banques			
- Volume	12	35	191,7 %
- Nombre d'opérations	1	2	100 %
Emissions faites par les sociétés de leasing			
- Volume	50	45	< 10 % >
- Nombre d'opérations	7	8	14,3 %
Emissions faites par les secteurs non financiers			
- Volume	19,1	16	< 16,3 % >
- Nombre d'opérations	7	5	< 28,6 % >
TOTAL			
- Volume	81,1	96	18,4 %
- Nombre d'opérations	15	15	-

Les émissions des Bons du Trésor Négociables en Bourse sont passées de 99 MD en 1995 à 110 MD en 1996, enregistrant ainsi une hausse de 11 %.

Evolution des émissions des BTNB :

(en MD)

Désignation	1995	1996
Emissions	98,9	109,7
BTNB 5 ans	38,3	44
BTNB 10 ans	60,6	65,7
Encours	300	357
BTNB 5 ans	132	141,9
BTNB 10 ans	168	215,1

Source : Banque Centrale de Tunisie.

2 - Le comportement de l'émetteur tunisien :

Pendant longtemps l'endettement bancaire se présentait comme la principale sinon la seule source dont disposait l'entreprise face à son besoin de financement. Or, il est aujourd'hui évident qu'un essor économique ne peut se réaliser sans la recherche d'autres alternatives de financement des investissements à une échelle beaucoup plus importante : la mobilisation de l'épargne grâce au marché financier.

Seulement, le recours à la finance directe requiert de la part de nos entreprises une certaine culture financière et une conscience des avantages, voire de la nécessité, de ce procédé. Ils doivent vaincre cette tendance très forte chez eux à garder l'entreprise fermée, de peur d'en perdre le contrôle d'une part, et de se voir contraints, d'autre part, à des obligations d'information et de transparence qu'exige l'ouverture de la société au public.

C'est face à ces réticences que le législateur a institué de nouveaux produits financiers permettant à l'entreprise de drainer des fonds très importants auprès des épargnants sans pour autant obliger les propriétaires de l'entreprise à se dessaisir du contrôle. Il s'agit des actions à dividendes prioritaires sans droit de vote et des certificats d'investissement qui, cumulés, peuvent permettre à l'entreprise un financement allant jusqu'à 49 % du capital sans que les détenteurs de ces titres n'aient un quelconque droit de regard sur la société.

Mais on peut déplorer que ces nouveaux produits financiers n'aient pas été tellement utilisés par les entreprises puisque, à ce jour, seules deux sociétés ont émis, l'une des actions à dividende prioritaire, l'autre des certificats d'investissement.

D'autre part, la nouvelle réglementation concernant l'admission des valeurs à la cote a simplifié les conditions d'accès à cette dernière en vue de permettre au plus grand nombre d'entreprises de bénéficier des avantages offerts par la Bourse. Cette opportunité devrait être saisie par nos entreprises qui y trouveront un atout pour le financement de leur future croissance et un avantage pour être connues des milieux financiers et des épargnants et d'améliorer ainsi leur image de marque.

Il sera, en effet, difficile pour une entreprise fermée de résister à la concurrence d'autres entreprises qui peuvent accéder au financement du public à des coûts plus compétitifs. Par ailleurs, l'admission en bourse et les contraintes d'information qui s'en suivent constituent un élément d'incitation des entreprises à de meilleures performances.

II - LE MARCHE SECONDAIRE

1 - Le volume des transactions :

Après six années de croissance du volume d'échange, le volume global des transactions réalisées en Bourse a accusé un repli de 33 % passant ainsi de 928 MD en 1995, à 625 MD en 1996.

Au niveau de la cote, le volume des transactions, déjà en nette décélération à partir du deuxième semestre 1995, a enregistré durant 1996 un ralentissement significatif passant de 684 MD en 1995 à 273 MD à la fin de 1996, soit une régression de 60%. Le volume réalisé

en 1996 a porté essentiellement sur les actions, soit 207 MD. Quant aux obligations, elles ont enregistré une légère amélioration passant ainsi de 49 MD en 1995 à 66 MD en 1996, mais sans contribuer de manière significative dans le volume des transactions. Le marché secondaire des obligations demeure toujours peu actif notamment à cause de la structure des émissions qui revêtent un caractère de placement privé à des conditions presque identiques entre les différents produits proposés qui n'offrent pas aux porteurs et aux gestionnaires de portefeuilles la possibilité de faire les arbitrages adéquats sur le marché boursier

Toutefois, il y a lieu de signaler que le volume des transactions réalisées sur la cote en 1996, même s'il a chuté par rapport à l'année précédente, a enregistré une progression de 43 % par rapport au volume annuel moyen des transactions réalisées sur la cote, calculé sur une période de 6 ans (1990-1995) qui est de 191 MD.

Il est de même précisé que le phénomène baissier de l'activité de la cote qui s'est accompagné à un certain moment d'un état d'illiquidité des titres sur le marché a commencé à être nettement atténué depuis le démarrage de la cotation électronique, en octobre 1996. En effet, l'introduction progressive des valeurs à la cotation électronique a contribué à dégripper le système et de stimuler relativement la fluidité des transactions en améliorant la liquidité, ce qui a permis à la cote d'améliorer sa prestation durant le dernier trimestre 1996 en enregistrant un volume de transactions de 87 MD contre un volume trimestriel moyen de 62 MD calculé sur les neuf premiers mois de l'année 1996.

Contrairement à la décélération de l'activité de la cote, le hors-cote a enregistré une amélioration du volume des transactions de l'ordre de 15 % passant ainsi de 103 MD en 1995 à 118 MD en 1996.

Quant aux opérations d'enregistrement en bourse durant l'année 1996, elles ont augmenté de 66 % par rapport à 1995 passant de 141 MD en 1995 à 234 MD en 1996. La part de ces opérations dans le volume global des transactions est passée de 15,2 % en 1995 à 37,44 % en 1996. Cette amélioration notable du volume des enregistrements est le résultat de la flexibilité introduite par la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 qui a libéralisé les transactions portant sur les titres émis par les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne.

Quant aux échanges sur les BTNB, ils ont évolué par rapport à 1995 conformément au tableau suivant .

Désignation	1995	1996	Variation en %
Capitaux traités (en MD)	8,9	33,6	277,5
BTNB 5 ans	4,3	16,5	283,7
BTNB 10 ans	4,6	17,1	271,7
Quantités traitées	9 637	42 804	344,2
BTNB 5 ans	5 002	24 100	381,8
BTNB 10 ans	4 635	18 704	303,5
Nombre de transactions	8	49	512,5
BTNB 5 ans	2	16	700,0
BTNB 10 ans	6	33	450,0

Source BVMT

Enfin, et en ce qui concerne le nombre total des titres échangés à la Bourse, il y a lieu de signaler qu'il a enregistré une baisse de 19 % passant de 34 millions de titres en 1995 à 27,6 millions de titres en 1996. Mais c'est surtout au niveau de la cote que le repli en nombre de titres a été le plus significatif avec une baisse de 47 % pour 11,5 millions de titres échangés en 1996 contre 21,6 millions de titres, une année auparavant

2 - La capitalisation boursière :

Malgré l'admission de 4 nouvelles valeurs à la cote, en 1996, la capitalisation boursière est restée à hauteur de 3900 MD au 31 décembre 1996, soit autant que son niveau de 1995 et ce à cause de la baisse des cours des différentes valeurs de la cote

Même avec ce niveau de capitalisation boursière encore faible relativement au nombre des sociétés en Tunisie et au PIB, la Bourse de Tunis s'inscrit dans un rang honorable par rapport aux autres marchés similaires. Ainsi, elle se situe, en terme de capitalisation boursière, bien avant le Botswana (325 M \$), la Cote d'Ivoire (914 M \$), la Bulgarie (7 M \$), l'Equateur (1945 M \$), les Iles Maurice (1676 M \$), le Ghana (1492 M \$), le Kenya (1846 M \$), le Sri Lanka (1848 M \$), le Nigéria (3559 M \$) et le Zimbabwe (3634 M \$), et à un niveau comparable à celui de la Jordanie (4551 M \$), et du Bangladesh (4551 M \$)⁽¹⁾

(1) Source International Finance Corporation - Emerging Markets Data Base

3 - L'évolution de la cote

Au 31 décembre 1996, trente sociétés sont inscrites à la cote de la Bourse, parmi lesquelles 18 appartiennent au secteur financier (banques, assurances, leasing et sociétés d'investissement), 8 au secteur de l'Industrie, 2 au secteur des services, 1 au secteur touristique, et 1 au secteur des transports.

Les produits cotés sur la place de Tunis sont relativement variés puisqu'ils couvrent aussi bien les actions ordinaires et les obligations que les certificats d'investissement et les actions à dividendes prioritaires.

Au chapitre des admissions à la cote, l'année 1996 a vu l'entrée de 4 nouvelles valeurs dont deux à la suite d'OPV (SPCD et ALKIMIA), une à la suite d'une augmentation de capital (Compagnie d'Assurances et de Réassurances Tuniso-Européenne "CARTE") et une par la procédure ordinaire d'inscription directe sur le marché (Union Internationale de Banques -UIB-). Ce nombre est sensiblement comparable à celui enregistré en 1995 (5 valeurs).

4 - Les OPV réalisées en 1996 :

Au cours de l'année 1996, trois offres publiques de vente ont été lancées. L'objectif poursuivi par leurs initiateurs est l'ouverture du capital de leurs sociétés au public. A la suite de ces opérations, ces sociétés ont pu être admises à la cote de la bourse, contribuant ainsi, à son enrichissement par de nouvelles valeurs, et à la diversification des secteurs d'activité qu'elles représentent.

Ces sociétés sont les suivantes :

- La Société des Produits Chimiques Détergents "SPCD", société totalement privée spécialisée dans la fabrication de produits chimiques, de produits tensioactifs et de poudres détergentes ;
- la société chimique ALKIMIA, société d'économie mixte, dont l'activité principale consiste dans la production, la transformation et la commercialisation de produits chimiques et notamment le tripolyphosphate de sodium (STPP) utilisé dans la production des lessives et des détergents ;
- La Société Immobilière et de Participations "SIMPAR", société d'économie mixte qui opère dans le secteur de la promotion immobilière. L'introduction effective de cette société à la cote de la Bourse a été réalisée au début de 1997, alors même que l'OPV a été initiée en 1996.

Les caractéristiques de chaque offre publique de vente sont résumées dans le tableau suivant

Sociétés	capital social au 31/12/95 (en D)	Nbre de titres offerts	% du capital	Prix de l'offre par action (en D)	Periode de validite de l'offre en jours	Nbre de titres demandes	Taux de reponse	Nbre d'acque-reurs	Date d'introduction a la cote	% du capital reserve au contrat de liquidite
SPCD ⁽¹⁾	4000 000	80 000	10	56	5 J	80 000	100 %	1269	26/3/96	1
ALKIMIA	13300 000	460 989	31,51	43	5 J	460989	100 %	1844	22/8/96	1,57
SIMPAR ⁽²⁾	1000 000	90 000	30	27	5 J	100 488	111,7 %	469	8/1/97	3

(1) Le capital de la SPCD a ete augmente en 1996, apres son introduction a la cote de la bourse, d'un montant de D 2 000 000 par incorporation de reserves

(2) Le capital de la SIMPAR a ete augmente, en 1996, avant la realisation de l'operation d'OPV, d'un montant de D 500 000 par incorporation de reserves, et apres son introduction a la cote de la bourse, d'un montant de D 1 000 000 par emission d'actions nouvelles a souscrire en numeraire

5 - Les dossiers en cours d'admission à la cote :

Les dossiers en cours d'admission à la cote de la Bourse, à la date de la rédaction de ce rapport, concernent aussi bien les entreprises publiques que les sociétés privées. En effet, dans le cadre du programme de privatisation, la Commission d'Assainissement et de Restructuration des Entreprises à Participation Publique (CAREPP) a décidé la vente des blocs de contrôle suivie du lancement d'offres publiques de vente pour les sociétés suivantes

- la Société Gabésienne d'Emballage -SOGEMBAL-
- la Manufacture Tunisienne de Céramique -MTC-
- la Société Tunisienne d'Assurances et de Réassurances -STAR-
- la Société Industrielle d'Appareillage et de Matériel Electrique -SIAME-
- L'Evolution Economique
- la Société Tunisienne de Verrerie -SOTUVER-
- la Société des Stations Thermales et des Eaux Minérales -SOSTEM-

Pour le secteur privé, deux sociétés de leasing ont présenté leur demande d'admission à la cote de la Bourse. La première est l'Arab Tunisian Lease -ATL- qui aspire accéder au premier marché de la cote par la procédure de mise en vente. Quant à la deuxième, la Compagnie Internationale de Leasing -CIL-, elle compte accéder au second marché de la cote de la Bourse par la procédure ordinaire, étant donné la répartition suffisante de son capital dans le public, la prise en charge de ses titres par la STICODEVAM, et sa cotation sur le système électronique du hors-cote de la Bourse.

6 - Le comportement du marché

Le comportement du marché tunisien en 1996 ne peut être appréhendé sans la prise en considération des éléments qui ont façonné le paysage financier et qui sont en fait à l'origine des difficultés conjoncturelles qu'a connues le marché tunisien pendant cette année.

Durant la période 1993-1995, le marché a connu une véritable flambée des cours qui ont atteint des niveaux exagérés, sans que ces cours ne soient la traduction d'une valeur intrinsèque des entreprises émettrices. Ainsi, on était en présence d'un marché boursier qui, loin de refléter une situation économique réelle, traduisait un mouvement effréné et irrationnel de spéculation de la part des différents opérateurs. Manquant de culture financière et ne disposant pas d'analyses financières publiées en matière d'investissement boursier, et n'ayant pas saisi le rôle de la bourse en tant que moyen d'épargne à long terme, les nouveaux venus sur le marché n'y voyaient qu'une opportunité de réalisation de gain rapide et totalement déconnecté de la réalité des entreprises dont les titres sont échangés.

Le cycle de hausse effrénée ainsi déclenché, stimulé par une demande non avertie, et le manque de transparence des transactions réalisées devaient inévitablement avoir comme conséquence la création d'une bulle spéculative dont le dégonflement s'est traduit en 1996 par une inversion de la tendance du marché à la baisse, et parfois même par une situation d'illiquidité du marché

Cet état des choses a mis en exergue la nécessité pour un marché boursier pré-émergent de disposer des conditions de transparence et de sécurité des transactions en vue d'un développement sain, harmonieux et durable

Ainsi, une analyse s'appuyant sur une approche purement quantitative des résultats enregistrés en 1996 est peu appropriée à l'appréciation de cette évolution. De même, une comparaison des résultats de l'activité boursière de 1996 avec celle des années 1993-95 fausse complètement les conclusions puisqu'elle finit par occulter plusieurs données déterminantes qui méritent d'être prises en considération pour juger de l'évolution de la place tunisienne en 1996.

En fait l'année 1996 est pour le marché financier une année charnière entre deux époques. Elle est d'abord l'année de la mise en œuvre d'une réforme institutionnelle profonde. Elle est aussi l'année de correction d'un marché dont le niveau historique des cours est plutôt la résultante d'une euphorie, et d'un cycle infernal de hausse qui a formé une bulle spéculative qui ne demandait qu'à désenfler. L'ajustement du marché était d'autant plus ardu que ce dernier offrait un milieu propice à la prolifération de pratiques frauduleuses et de manipulations faussant le jeu des mécanismes du marché et préparant ainsi la place à une inévitable décadence, en cas de poursuite du cycle spéculatif

Les réformes entreprises visaient donc un véritable redressement de la place et une rationalisation du marché qui ne pouvait se faire d'une manière instantanée et sans sacrifices à faire. Il s'agissait en fait de choisir entre un faux marché, soutenu par des intervenants sans culture financière adéquate, et un marché organisé, sûr et transparent qui prépare l'avenir d'une économie ouverte et libérale, quitte à supporter les répercussions immédiates d'une correction des cours. Cet effort de rationalisation et de mise en place des bases d'un développement sain a parié sur la modernisation du marché et la régularité de son fonctionnement par la garantie de la transparence et de la sécurité des transactions.

Après l'adoption d'un système transitoire de réglementation administrative de l'évolution des cours basée sur le volume des quantités échangées qui doivent être significatives (50.000 D puis 30.000 D, puis 5.000 D.) qui a prévalu de mars 1995 à octobre 1996, le système de cotation électronique a permis de connaître effectivement la profondeur du marché et l'expression du libre jeu de l'offre et de la demande. Une correction des cours des titres s'en est suivie, traduisant ainsi un retour à la normale et un assainissement des différentes valeurs boursières, préalable à tout redémarrage du marché.

Si aux yeux des profanes et des spéculateurs le marché boursier tunisien a reculé en 1996 en termes de volume et d'indice, aux yeux des autorités, ce marché a pu vaincre ses anomalies et corriger un tant soit peu ses cours, ce qui est un acquis très positif et un atout pour l'avenir.

A la date de la présentation du présent rapport les différents PER se sont améliorés tel que le montre le tableau suivant :

**PRICE EARNING RATIO -PER- DES SOCIETES DE LA COTE DE LA BOURSE
EN DATE DU 24 JUILLET 1997**

Désignation	Bénéfice/Action		Div./ Action	Cours au 24/07/1997 (4)	P E R	
	Courant (1)	Net (2)			(4)/ (1)	(4) / (2)
ALKIMIA	5,176	5,215	3,945	40,518	8	8
BTEI	0,980	0,980	1,800	21,900	23	22
TUNISAIR	(-)	2,507	2,790	23,200	-	9
CARTE	3,114	3,114	1,100	36,900	12	12
PL TUN SICAF	0,219	0,219	0,000	11,660	53	53
SNMVT	2,183	2,273	1,200	31,240	14	14
LE MOTEUR	2,254*	2,488	1,500	28,360	13	11
ASTREE	2,464	2,464	0,600	23,020	9	9
TUN LEASING	2,662	2,662	1,150	30,800	12	12
BIAT	1,962	1,962	1,000	29,200	15	15
'SFBT	3,143	4,631	2,500	76,020	24	16
AMS	(-)*	(-)	(-)	7,927	-	-
UBCI	4,366	4,366	0,750	41,000	9	9
PBHT	0,098	0,107	0,000	9,760	100	91
TUNISIE LAIT	(-)	3,080	1,000	22,300	-	7
AIR LIQUIDIE TUN	6,080	5,846	4,800	132,400	22	23
ICF	6,452	6,432	3,000	52,980	8	8
SPDIT	0,700	0,701	0,700	13,980	20	20
ATB	1,054	1,054	0,650	25,000	24	24
BH	1,276	1,276	0,500	15,681	12	12
SIMPAR	1,298	1,329	1,150	22,160	17	17
STIL	-	-	-	4,960	-	-
BT	3,247	3,247	1,400	75,000	23	23
UIB	0,970	0,970	0,500	11,100	11	11
AMEN BANK	1,983	1,983	1,000	31,000	16	16
BDET	0,647	0,647	0,250	7,900	12	12
BNDT	1,056	1,056	0,500	9,100	9	9
BNA	1,943	1,943	1,000	18,530	10	10
BS	0,684	0,684	0,500	10,660	16	16
STB	1,035	1,035	0,500	12,614	12	12
LE MARCHE					17	17

* Chiffre provisoire (1996) avant AGO

(-) Chiffre négatif

7 - L'activité des intermédiaires en Bourse :

Malgré la diversité des attributions qui leurs sont dévolues par la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 (conseil financier, gestion de portefeuille pour le compte de tiers, montage d'opérations financières etc ..) qui pourraient être génératrices de revenus substantiels, les intermédiaires en bourse limitent, à l'heure actuelle, la quasi-totalité de leur activité à la seule négociation de titres sur le marché pour le compte de clients. Ce comportement est de nature à créer une corrélation étroite entre le chiffre d'affaires global des intermédiaires en bourse et le volume des transactions réalisées en bourse. En effet, la baisse du volume des transactions sur le marché, comme ce fût le cas en 1996, se traduit nécessairement par la baisse du niveau des courtages perçus par les intermédiaires en bourse et par conséquent de l'ensemble de leur chiffre d'affaires.

Le volume global des transactions en 1996 (entre opérations de négociation et opérations d'enregistrement), à l'achat et à la vente, a été de l'ordre de 1251 MD dont 546 MD effectués sur le marché de la cote. Ce volume réalisé par les 28 intermédiaires en bourse en exercice est marqué par une disproportion entre la part de chacun d'entre eux. Ainsi 6 sociétés d'intermédiation boursière ont réalisé plus de la moitié du volume global des transactions dont deux ont réalisé à elles seules 25,44 % de ce volume. Autrement dit, 22 maisons d'intermédiation sur les 28 se sont résignées à se partager moins que la moitié du volume global des transactions, ce qui ne leur permet pas de rentabiliser leur activité ni même de couvrir leurs charges opératoires.

**VOLUME DES TRANSACTIONS PAR INTERMEDIAIRE
EN BOURSE DURANT L'ANNEE 1996***

(en dinars)

	Cote de la Bourse		Ensemble des transactions (négociations+ enregistrement)	
	Volume	Part en %	Volume	Part en %
BNA-Capitaux	53 873 640	10,92 %	97 226 442	7,77 %
Sud-Invest	51 464 069	10,43 %	190 110 605	15,19 %
Tsie Valeurs	51 404 363	10,42 %	99 298 688	7,93 %
Amen Invest	37 128 615	7,52 %	56 275 404	4,50 %
SOFIGES	36 122 635	7,32 %	70 290 502	5,62 %
SIFIB-BH	30 111 668	6,10 %	32 123 405	2,57 %
UGF	25 206 263	5,11 %	44 943 581	3,59 %
MAC	25 061 552	5,08 %	36 069 038	2,88 %
FPG	20 280 641	4,11 %	127 845 147	10,22 %
Intermédiaire International	19 676 537	3,99 %	44 869 661	3,59 %
SBT	18 925 944	3,83 %	93 366 252	7,46 %
COFIB	17 490 103	3,54 %	39 508 621	3,16 %
SICOFI	12 784 521	2,59 %	13 609 472	1,09 %
Maxula Bourse	11 912 473	2,41 %	15 164 951	1,21 %
CGI	11 887 612	2,41 %	26 396 839	2,11 %
AFC	11 875 315	2,41 %	28 213 403	2,25 %
A. DAY	10 999 044	2,23 %	17 553 637	1,40 %
Le Capital	10 204 038	2,07 %	93 503 904	7,47 %
BDET-Capitalis	9 256 367	1,88 %	56 231 171	4,49 %
Universelle de Bourse	8 667 164	1,76 %	18 883 707	1,51 %
TQIB	7 386 757	1,50 %	9 756 212	0,78 %
SFI	6 729 279	1,36 %	15 190 055	1,21 %
CGF	2 084 392	0,42 %	3 940 862	0,31 %
BNDT-INVEST	1 814 694	0,37 %	12 621 173	1,01 %
UFI	493 120	0,10 %	14 533	0,001 %
SCIF	461 671	0,09 %	4 894 666	0,39 %
TSI	246 819	0,05 %	3 524 837	0,28 %
Best-Invest (1)	-	-	-	-
TOTAL	493 549 296	100 %	1 251 426 768	100 %

* Source : BVMT

(1) N'a pas réalisé d'opérations en 1996.

8 - L'activité de la STICODEVAM

La STICODEVAM gère aujourd'hui un système automatisé de règlement-livraison. Ce système s'est développé progressivement et rapidement dès novembre 1995 pour s'appliquer à la majorité des valeurs cotées à la fin de 1996.

Au 31 décembre 1996, 24 sociétés de la cote étaient prises en charge par la STICODEVAM pour un total de 35 lignes de cotation. Ainsi 92,24 % des contrats traités à la BVMT en décembre 1996 ont été dénoués à travers la STICODEVAM, contre seulement 36,26 % en

janvier 1995 Cette prise en charge progressive a permis à la STICODEVAM de dénouer, durant l'année 1996, plus de 70 % des contrats de négociation réalisés en bourse, soit 15.768 contrats sur un nombre total annuel de 22 274 contrats

Par ailleurs, et dans le cadre de ses activités de règlement/livraison, la STICODEVAM a assuré la livraison de 29,41 % des titres négociés en bourse, soit 2.688.859 titres contre un nombre total de titres négociés en bourse de 9.143 172 titres , le reste étant encore géré, à titre provisoire, en chambre de compensation par l'Association des Intermédiaires en Bourse sous la direction de la BVMT.

Au volet des compensations des espèces, 49,99 % des capitaux générés par les négociations en bourse durant 1996 ont été réglés à travers la STICODEVAM Ce taux a oscillé durant l'année 1996 entre 30 % et 76 %.

Le dépositaire central a permis, aussi, d'assurer les services financiers au profit des porteurs de valeurs mobilières à l'occasion des opérations financières réalisées par les sociétés émettrices de valeurs mobilières tels que l'exercice des droits de souscription et d'attribution à l'occasion des augmentations de capital et le paiement des dividendes

A la date de l'établissement de ce rapport, toutes les valeurs de la cote de la Bourse ainsi que deux valeurs du hors-cote ont été prises en charge par la STICODEVAM, ce qui est de nature à sécuriser totalement les opérations boursières, et donner aux deux systèmes électroniques de cotation et de règlement/livraison qui fonctionnent de façon intégrée la possibilité de produire tous les effets de la transparence et de la rapidité.

Activité chiffrée de la STICODEVAM*

Designation	Traités en STICODEVAM	Ensemble du marché	%
Contrats	15 768	22 274	70,79 %
Titres	2 688 859	9 143 172	29,41 %
Capitaux (en D)	89 995 513	180 030 106	49,99 %

* Source : La STICODEVAM.

III - L'ACTIVITE DES SOCIETES D'INVESTISSEMENT

A fin 1996 le nombre total des sociétés d'investissement agréées s'élève à 129 sociétés contre 115 sociétés une année auparavant. Ces sociétés se répartissent en :

- 86 sociétés d'investissement à capital fixe -SICAF- en activité pour un capital total de 482 MD ;
- 9 sociétés d'investissement à capital risque -SICAR- en activité pour un capital total de 48 MD ;
- 15 sociétés d'investissement à capital variable -SICAV- en activité pour un actif géré total de 521 MD.
- 19 autres sociétés d'investissement qui ne sont pas encore entrées en activité.

Il convient de noter que, suite à la loi n° 95-87 du 30 octobre 1995 ayant modifié et complété la loi n° 88-92 du 2 août 1988 sur les sociétés d'investissement, il a été ajouté à la panoplie des sociétés d'investissement une nouvelle formule dite Société d'Investissement à Capital Risque -SICAR-. Ces SICAR sont dédiées essentiellement à la participation, pour leur propre compte ou pour le compte de tiers, au renforcement des fonds propres notamment des entreprises promues par les nouveaux promoteurs, des entreprises implantées dans les zones de développement régional, des entreprises objet d'opérations de mise à niveau ou rencontrant des difficultés économiques et bénéficiant de mesures de redressement, et des entreprises qui réalisent des investissements permettant de promouvoir la technologie ou sa maîtrise ainsi que l'innovation dans tous les secteurs économiques. En raison de leur vocation d'instrument de capital amorçage et de capital développement, les SICAR ont été obligées par la loi à conclure avec les promoteurs des entreprises qu'elles financent des conventions de rétrocession afin de les amener, une fois que le projet aura atteint sa phase de croissance, à recycler leur portefeuille et à se positionner sur de nouveaux projets.

D'un autre côté, et dans le cadre de la gestion efficace des avantages fiscaux, la loi n° 95-88 du 30 octobre 1995 portant dispositions fiscales relatives aux sociétés d'investissement a redéfini le cadre général des avantages fiscaux consentis aux sociétés d'investissement et aux placements qui y sont affectés. Il convient de rappeler, à ce sujet, particulièrement, que les dégrèvements fiscaux consentis auparavant aux actionnaires des SICAF qui ne sont plus astreintes à des emplois réglementés ont été supprimés et transférés au profit des placements effectués auprès des SICAR. Cette nouvelle réglementation s'est traduite en 1995 et 1996 par la transformation d'un certain nombre de sociétés d'investissement de SICAF existantes en SICAR.

Du côté des SICAV qui constituent, en fait, le prototype même d'organisme de placement collectif en valeurs mobilières, pour la petite épargne, il y a lieu de rappeler que les 15 SICAV commercialisées au public à la date du 31 décembre 1996 se répartissent entre 4 SICAV obligataires et 11 SICAV mixtes.

Au volet des SICAV obligataires, les performances ont été plutôt satisfaisantes. C'est ainsi que l'actif géré par les 4 SICAV de cette catégorie a évolué de 59 % passant de 200 MD au 31 décembre 1995 à 318 MD au 31 décembre 1996. Leur taux de rendement annuel moyen a varié d'une SICAV à une autre dans une fourchette de 6,66 % à 7,31 %. L'étroitesse de cette fourchette s'explique essentiellement par la platitude des taux rémunérateurs des titres de créance et la similitude des caractéristiques des différents emprunts obligataires émis sur le marché financier.

Quant aux SICAV mixtes, elles ont accusé une régression considérable de leurs actifs gérés de l'ordre de 51,90 % passant ainsi de 422 MD au 31/12/1995 à 203 MD au 31/12/1996. Sur le plan rendement, les performances ont connu, d'une SICAV à une autre, une dispersion assez large oscillant entre un taux négatif de -15,26 % et un taux de 6,39 %. Cette dispersion s'explique essentiellement par la configuration de la composition des portefeuilles-titres gérés par chacune de ces SICAV. En effet, les résultats que dégage l'activité des SICAV mixtes au cours de 1996 est la conséquence directe de la conjoncture relativement difficile qu'a connue la Bourse pendant cette période. Néanmoins, le mouvement relativement important des rachats opérés auprès des SICAV mixtes n'ont pas eu totalement pour conséquence une fuite des capitaux de la sphère des SICAV puisque les 219 MD qui ont quitté les SICAV mixtes se sont rabattus à hauteur de 118 MD, sur les SICAV obligataires. En définitive, seulement 101 MD ont réellement glissé vers d'autres emplois. Cette situation annuelle s'est soldée par un repli des actifs gérés de l'ensemble des SICAV de 16,24 % ramenant ainsi le volume de ces actifs de 622 MD à 521 MD.

Etat comparé des sociétés d'investissement en activité

(Capitaux en millions de dinars)

Sociétés	31/12/1995	31/12/1996
SICAF		
Capitaux	516	482
Nombre	92	86
SICAR		
Capitaux	-	48
Nombre	-	9
SICAV		
<i>SICAV obligataires</i>		
- Actifs	200	318
- Nombre	4	4
<i>SICAV Mixtes</i>		
- Actifs	422	203
- Nombre	11	11
<i>Ensemble des SICAV</i>		
- Actifs	622	521
- Nombre	15	15
Total General		
- Capitaux	1138	1051
- Nombre	107	110*

* 19 autres sociétés d'investissement, toute catégorie, ont été agréées mais ne sont pas toutes entrées en activité.

TROISIEME PARTIE

L'ACTIVITE DU CMF EN 1996

- LA MISE EN PLACE ADMINISTRATIVE DU CMF :

Créé par la loi N°94-117 du 14 novembre 1994, le CMF n'a été installé que le 18 novembre 1995, et ce suite à la nomination des membres de son collège par un décret en date du 9 octobre 1995 et de son président par un décret en date du 10 novembre 1995. Après une période transitoire de transfert de patrimoine entre l'ex-établissement public qui gérât la Bourse des Valeurs Mobilières et la nouvelle autorité de régulation du marché qui a duré jusqu'au 31 Décembre 1995, le CMF a réellement démarré ses activités le 1er janvier 1996. Tout au long de cette année et parallèlement à l'accomplissement des tâches qui lui sont dévolues par la loi avec les moyens de bord disponibles, le CMF s'est attelé à l'installation progressive de ses structures administratives et techniques et à la conversion de la place (BVMT, intermédiaires en bourse, sociétés émettrices, etc) à son nouvel environnement.

En effet, sur le plan administratif et financier, le CMF est né d'un transfert de patrimoine de l'ex-BVM avec les actifs disponibles et les engagements contractés et particulièrement la reprise du personnel employé. Si ce personnel avait l'avantage de disposer d'une culture et d'une expertise en matière de marché financier et de titres qui lui permettaient de gérer une bourse des valeurs, il avait besoin d'un recyclage et d'un temps matériel de réadaptation à ses nouvelles tâches au sein d'un organisme orienté plutôt vers la supervision. Ce personnel avait également besoin d'un renforcement avec de nouvelles compétences formées dans les différentes disciplines en relation avec les missions d'un organisme de régulation.

Grâce à la sollicitude du Chef de l'Etat qui a reçu en audience le président du collège et présidé, au cours de la même année, deux Conseils Ministériels Restreints consacrés exclusivement au marché financier, le CMF a pu disposer, suite aux instructions présidentielles, de tous les moyens requis pour renforcer ses ressources humaines et matérielles. Il a pu ainsi engager un vaste programme de recyclage du personnel existant et de recrutement de cadres nouveaux.

Dans ce contexte, un programme biannuel de formation sur place des cadres du CMF dispensée par des experts étrangers sous forme d'assistance technique et de stages à l'étranger, en milieu de travail, pour les cadres tunisiens, a été mis en œuvre avec l'Agence Canadienne de Développement International -ACDI- en application de l'accord de coopération à frais partagés conclu entre la Tunisie et le Canada.

Sur un autre niveau et concernant la supervision du marché, un accord similaire de formation a été initié avec la COB française, financé conjointement par le CMF et le Fonds Français d'Etudes et d'Aides au Secteur Privé (FASEP).

Au niveau logistique, l'année 1996 a été marquée par le regroupement des différents services du CMF qui souffraient d'un éparpillement entre trois lieux différents, au sein d'un nouveau siège répondant aux normes de sécurité, de commodité de travail, d'exigences techniques de télécommunication et d'utilisation des moyens informatiques et électroniques. L'occupation de ce nouveau siège s'est accompagnée de la mise en œuvre d'un organigramme répondant aux différentes missions dévolues au CMF.

II - LA REGLEMENTATION :

De par son pouvoir réglementaire, le CMF est appelé à prendre un certain nombre de règlements et de contribuer, dans les domaines ayant un lien avec son champ d'activité, à des textes réglementaires qui sont pris par d'autres autorités.

Pour ce qui est de l'année 1996, les textes réglementaires concernant les questions les plus urgentes du marché financier ont été élaborés par ou avec la contribution du CMF. Si certains parmi eux ont d'ores et déjà été publiés, les autres le seront au cours de l'année 1997.

1 - Le Règlement Général de la Bourse :

La principale activité réglementaire du CMF durant l'année 1996 a consisté en l'élaboration du Règlement Général de la Bourse prévu à l'article 29 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994. Ce Règlement Général a été visé par le Ministre des Finances et promulgué le 13 février 1997. Ce texte a fait l'objet d'une large consultation auprès des professionnels de la place et d'une assistance technique de la part des experts de la Société des Bourses Françaises -SBF-

Composé de 219 articles repartis sur 8 titres, le Règlement Général de la Bourse a apporté les principales innovations suivantes :

1.1 - L'organisation des marchés :

Le Règlement Général de la Bourse a prévu pour les titres de capital un premier et un second marché. Ce dernier marché a été surtout conçu comme une étape transitoire pour les petites et moyennes entreprises afin de leur permettre de s'ouvrir au public et de conformer la diffusion de leur information financière aux standards exigés. A l'issue d'une période probatoire de trois ans, l'admission de ces sociétés à la cote est réexaminée au regard de leurs performances dans ces domaines. A la lumière des résultats de l'examen, elles peuvent, soit accéder au premier marché, soit bénéficier d'une seconde période probatoire, soit être radiées de la cote si elles n'arrivent pas à remplir les conditions d'ouverture et de transparence financière requises.

Pour les titres de créance publics et privés, le Règlement Général de la Bourse a prévu un marché obligataire où l'admission est conditionnée à l'existence d'un marché secondaire sur ces titres, en raison soit du nombre de porteurs, soit d'un contrat de maintien de marché signé entre l'organisme émetteur et un teneur de marché

1.2 - Les conditions d'admission et de séjour à la cote :

Le Règlement Général de la Bourse a essentiellement axé les conditions d'admission de valeurs aux différents marchés de la cote et à leur séjour, non pas sur des normes formelles de taille de capital et de nombre d'années d'existence, mais plutôt sur le degré d'organisation de la société, le degré de transparence de son information financière et le degré de diffusion de ses titres dans le public, de nature à lui assurer un marché secondaire permanent

En matière de procédures d'introduction à la cote, et étant donné le caractère fermé des sociétés tunisiennes, le Règlement Général de la Bourse a, sans exclure la possibilité d'introduire une valeur par inscription directe sur le marché, favorisé l'introduction à la cote par la méthode de l'OPV et la méthode de la mise en vente qui sont de nature à opérer une distribution du capital de la société dans le public, au moment de cette introduction.

1.3 - Le fonctionnement du marché :

Au niveau du fonctionnement proprement dit du marché, le Règlement Général de la Bourse, a délégué à cette dernière, dans le cadre de la consécration du principe de l'autorégulation, la latitude de choisir elle-même les systèmes et modes de cotation qu'elle juge adéquats, ainsi que leurs supports de cotation, assistés ou non par ordinateur

Traduisant le choix du législateur de créer deux régimes juridiques séparés pour les sociétés, selon qu'elles font ou non appel public à l'épargne, le Règlement Général de la Bourse a prévu pour les premières une négociation concurrentielle et pour les secondes une procédure d'enregistrement hors marché

1.4 - La sécurité des opérations :

Le marché tunisien est un marché régi par les ordres (d'autres marchés sont régis par les prix), utilisant un système de négociation électronique, système qui procède à la réalisation d'une transaction par la méthode du "cross-matching" c'est à dire le mariage d'un ordre de vente et d'un ordre d'achat, suite au versement de tous les ordres dans le serveur électronique, dès que les niveaux optimum pour l'un et pour l'autre sont atteints, sans que l'intermédiaire vendeur et l'intermédiaire acheteur ne sachent, pendant la tenue du marché, avec qui ils ont traité

De la sorte, chaque intermédiaire en bourse, vendeur ou acheteur, ne peut pas choisir son partenaire de marché et, par conséquent, il n'a pas à assumer la responsabilité du risque éventuel d'insolvabilité de son co-contractant relativement aux titres ou aux espèces dus.

Pour donner aux transactions réalisées en bourse le maximum de sécurité quant à leur dénouement, la création d'un Fonds de Garantie de Marché financé par les intermédiaires en bourse a été rendue nécessaire. Ce fonds de garantie est appelé à suppléer les défaillances éventuelles d'un intermédiaire en bourse sur le marché, indépendamment de son degré de solvabilité, quitte à engager les actions recursives à son encontre par le fonds de garantie, ultérieurement. Ce fonds a vu le jour depuis le démarrage de la cotation électronique à la BVMT.

1.5 - La déontologie :

Dans un souci de neutralité de l'organisme de gestion du marché et du personnel placé sous son autorité, et afin de l'empêcher de réaliser des opérations sur titres dans des conditions privilégiées d'information ou de priorité d'intervention sur le marché par rapport au reste de la clientèle, le Règlement Général de la Bourse a imposé à ce personnel des règles déontologiques strictes.

2 - L'arrêté du Ministre des Finances, fixant les différentes redevances et commissions perçues par le CMF et la BVMT.

Le CMF a été associé à l'élaboration de cet arrêté qui a été publié le 27 mars 1996. Ce texte a veillé à maintenir le poids des commissions et frais supportés par les émetteurs et les investisseurs en valeurs mobilières, sensiblement à leur niveau d'avant la réforme de 1994, et ce en dépit de l'éclatement de la structure régissant le marché financier en trois organismes : le CMF, la BVMT et la STICODEVAM. Le but poursuivi a été de ne pas surcharger, autant que possible, l'épargne-valeur, ni dissuader les émetteurs de recourir à l'ouverture de leurs sociétés au public.

De même, et conformément au nouveau découpage consacré par la loi qui classe les sociétés selon qu'elles font ou non appel public à l'épargne, l'arrêté a concentré les commissions et redevances au niveau des opérations donnant lieu à appel public à l'épargne qui bénéficient de la prestation de protection et des avantages de marché dispensés par les autorités boursières. Quant aux opérations ne donnant pas lieu à appel public à l'épargne et aux transactions s'y rapportant qui sont soumises à un simple enregistrement, elles ont été, soit totalement exemptées, soit soumises à des frais de bourse réduits et plafonnés.

3 - Les statuts de la BVMT

En instituant la Bourse sous la forme d'une société anonyme régie par le code de commerce et la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994, le législateur a néanmoins prescrit de faire approuver ses statuts par le Ministre des Finances après avis du CMF. Dans ce cadre, le CMF a été amené à donner son avis au Ministre des Finances en veillant à ce que les statuts de l'institution boursière reflètent son caractère spécifique d'une société à but non lucratif concessionnaire d'une mission d'intérêt public et de ce fait dérogeant aux règles de droit commun.

4 - L'amendement de la réglementation sur l'investissement étranger :

Suite à la décision du Chef de l'Etat d'exempter de toute autorisation l'acquisition de titres de participation dans les sociétés tunisiennes par des étrangers tant que la participation étrangère reste inférieure à 50 % du capital de ces sociétés, le CMF a été invité à contribuer à l'élaboration du décret n° 97-385 qui a été publié le 14 février 1997.

La nouvelle réglementation de l'investissement étranger de portefeuille en Tunisie a été accueillie favorablement par les milieux d'investissement étrangers et a contribué depuis sa promulgation à l'intensification des transactions au profit d'étrangers à la Bourse de Tunis, particulièrement celles revenant aux fonds d'investissement.

5 - Le statut des intermédiaires en bourse et la réglementation de l'appel public à l'épargne et des OPCVM :

Dans le cadre du programme de coopération avec l'ACDI, et à la faveur d'une assistance technique canadienne, le CMF a engagé, en 1996, la préparation des textes relatifs à l'appel public à l'épargne et aux OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) qui seront publiés par des règlements du CMF, ainsi que ceux relatifs au statut des intermédiaires en bourse qui fera l'objet d'un décret. Ces textes sont à une étape très avancée de leur élaboration et verront leur adoption et leur publication au cours de 1997.

III - LA DEFENSE DE L'EPARGNE PLACEE PAR APPEL PUBLIC

La protection de l'épargne se manifeste essentiellement à travers le contrôle de l'information financière et sa divulgation par les émetteurs, les opérations d'offres publiques obligatoires et de maintien de cours, la supervision du marché, et l'examen et la solution des plaintes introduites par les épargnants.

1 - Le contrôle de l'information financière :

Comme il a été développé dans la première partie de ce rapport, l'information financière est d'une importance capitale pour l'épargnant du fait qu'elle constitue pour lui l'outil déterminant dans la prise de décision et l'arme qui lui permet de se prémunir contre les risques du marché.

Cette information, avec ses impératifs d'exhaustivité, de fiabilité, et de célérité, doit être disponible à l'épargnant, que ce soit au moment de l'engagement de l'investissement (souscription et acquisition), tout au long de la détention du titre (information régulière et permanente), ou à l'occasion d'événements particuliers qui surgissent dans la vie de la société (changement du contrôle majoritaire).

A cet effet, le législateur tunisien a imposé aux sociétés faisant appel public à l'épargne l'obligation de publier un prospectus d'information qui doit être visé par le CMF, à l'occasion des opérations d'émission, d'admission de leurs titres à la cote, et des opérations d'offres publiques de toutes sortes.

Ces mêmes sociétés sont obligées de procéder à la publication de leurs états financiers annuels, accompagnés du rapport des commissaires aux comptes. Quant aux sociétés admises à la cote, plus particulièrement, elles se trouvent, en outre, tenues de publier leurs états financiers semestriels accompagnés de l'avis des commissaires aux comptes sur ces états.

Par ailleurs, tout événement social susceptible d'affecter l'appréciation du cours des titres des sociétés faisant appel public à l'épargne doit, dès sa survenance, faire l'objet d'un communiqué de presse.

1.1 - Les visas du CMF :

Au cours de 1996, le CMF a accordé son visa à 39 opérations se répartissant comme suit :

- 20 opérations d'émissions nouvelles d'actions ou d'augmentation de capital
- 15 émissions d'emprunts obligataires ,
- 3 offres publiques de vente suivies d'admission à la cote ,
- une opération d'admission à la cote et d'introduction sur le marché par la procédure ordinaire

A - Les opérations d'émission et d'offre publique de vente d'actions :

Les 20 opérations d'émission d'actions par appel public à l'épargne qui ont eu lieu au cours de 1996, ont concerné 4 sociétés admises à la cote et 16 sociétés faisant appel public à l'épargne mais non encore admises à la cote dont 4 sociétés d'investissement.

Bien que le CMF n'ait pas encore établi le modèle de prospectus qui a été prévu par l'article 2 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 et qui fera l'objet d'une publication dans le cadre de la nouvelle réglementation sur l'appel public à l'épargne, les services du CMF ont essayé de gérer les projets de prospectus soumis au visa par les organismes émetteurs, par référence au modèle de prospectus qui a été établi par la Bourse en 1990, tout en y apportant les adaptations provisoires nécessaires et en veillant à ce que l'information mise à la disposition du public soit la plus complète et la plus fiable possible.

A cet égard, même si le comportement des émetteurs reste encore marqué par la réticence à l'information, surtout celle en relation avec les facteurs de risque qui doivent être divulgués avec sincérité aux souscripteurs, le CMF a recouru, au cours de cette période transitoire, au dialogue avec les émetteurs, à la recommandation et à la persuasion plutôt qu'à la coercition. Néanmoins, le CMF a, en tout état de cause, veillé à ce que les intérêts fondamentaux des épargnants soient préservés. C'est dans ce contexte qu'il a été amené à refuser d'accorder son

visa à deux opérations d'offre publique de vente, l'une dans le secteur du tourisme, l'autre dans le secteur du commerce de distribution, lorsque les émetteurs ont été dans l'incapacité de présenter les éléments d'information justifiant le niveau de prix d'offre proposé.

De même, et à l'occasion de l'augmentation de capital d'une banque admise à la cote de la Bourse, le CMF, après avoir accordé son visa au prospectus d'émission établi à cette occasion, a poursuivi son action de protection des souscripteurs par la vérification de l'application des termes de cette augmentation tels qu'exprimés dans le prospectus visé. Le processus de cette vérification a été déclenché suite au refus de la Bourse d'accepter la négociation d'un certain nombre de droits de souscription, présenté sur le marché après l'expiration des délais de souscription à titre irréductible. L'enquête engagée par le CMF pour déterminer les parties responsables de cette négligence a révélé un certain nombre d'autres anomalies liées à la distribution des souscriptions à titre irréductible qui n'a pas été équitable et à l'application de la réglementation qui n'a pas été respectée en matière de titres confiés en dépôt. Le collège du CMF qui a eu à délibérer sur les conclusions de cette enquête a pris à l'encontre des intéressés les suites qui s'imposaient.

B - Les opérations d'émission d'obligations :

En Tunisie le marché obligataire est, objectivement, le marché de prédilection pour le développement du marché financier compte tenu de l'environnement financier caractérisé, d'une part, par l'attachement excessif des entrepreneurs tunisiens à préserver un contrôle massif de leurs sociétés nourri par une crainte exagérée de perdre ce contrôle, et d'autre part, le conservatisme de l'épargnant tunisien habitué pendant plusieurs années au placement bancaire garanti, et méfiant à l'égard des placements à risque. De ce fait, et avant l'avènement d'un marché développé des actions dans les proches années à venir, le marché obligataire aurait dû constituer pour les émetteurs et les épargnants un marché d'apprentissage de la pratique de l'épargne valeur.

Paradoxalement, le marché obligataire tunisien, même s'il permet, aujourd'hui, aux entreprises tunisiennes de lever annuellement en moyenne 100 millions de dinars, demeure très en-deçà de ses potentialités. En effet, les émissions d'obligations réalisées par le secteur privé ne sont, en réalité, que des substitutions à des crédits bancaires recyclés sous forme d'emprunts obligataires formels dont la banque assure la garantie et qui sont souscrits par un cercle restreint d'acquéreurs (de 2 à 20) donnant à l'opération un aspect de "placement privé" plutôt qu'un placement par appel public à l'épargne.

De son côté, le secteur public (Etat, municipalités, conseils régionaux et établissements publics) et hormis l'émission des Bons de Trésor Négociables en Bourse -BTNB-, du reste, à volume limité, ne recourt pas au financement de ses projets par voie obligataire. Le résultat en a été qu'au niveau du marché secondaire, le marché obligataire est resté quasi-absent.

En attendant une réforme en profondeur du marché obligataire en Tunisie, le Ministère des Finances a engagé en 1996, en collaboration avec le CMF, une étude en vue d'introduire en Tunisie la possibilité pour l'Etat de développer une formule permanente de financement obligataire sous forme de Bons de Trésor Assimilables -BTA-. D'autre part, et avec la création récente en Tunisie d'une agence de notation "Maghreb Rating", de nouvelles perspectives s'ouvrent pour le marché obligataire.

Dorénavant, les sociétés qui entendent faire appel public à l'épargne sous forme d'emprunts obligataires ne seront plus astreintes à produire, à tous les coups, une garantie bancaire, ni bénéficier du seul fait qu'elles soient admises à la cote de la bourse, pour procéder à l'émission d'obligations. Elles devront solliciter une notation de l'agence de rating avant de se présenter sur le marché qui arbitrera entre les différentes émissions en fonction de la qualité de la signature de l'émetteur, de l'échelle de sa note, et de la rémunération proposée.

Pour ce qui est de l'information proprement dite divulguée dans les prospectus d'émission des emprunts obligataires réalisés en 1996, il y a lieu de signaler qu'elle n'a pas atteint un niveau de qualité satisfaisant ; mais le CMF a été amené, dans la plupart des cas, à accorder son visa afin de ne pas entraver l'émergence d'un marché obligataire, surtout que la sauvegarde des intérêts des souscripteurs a été assurée par la garantie bancaire, à première demande, présentée à l'appui de ces émissions.

C - L'information périodique : La publication des états financiers

La loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 a mis à la charge des sociétés faisant appel public à l'épargne l'obligation de déposer ou d'adresser, au CMF et à la Bourse, l'ordre du jour et le projet des résolutions proposées par le conseil d'administration à l'assemblée générale ordinaire ainsi que les états financiers et le rapport des commissaires aux comptes, avant leur approbation par ladite assemblée. Il en est de même pour ce qui concerne l'ordre du jour, le projet des résolutions et les documents mis à la disposition des actionnaires à l'appui de ces résolutions en cas de leur convocation en assemblée générale extraordinaire. Ces sociétés sont tenues de communiquer, au CMF et à la BVMT, les résolutions des assemblées générales extraordinaires dès leur adoption, afin d'éviter des situations d'inégalité devant l'information entre ceux qui ont pris part à l'assemblée et le reste du public.

Quant aux états financiers approuvés par l'assemblée générale ordinaire, envoyés au CMF et à la BVMT au plus tard dans les 4 jours qui suivent la tenue de l'assemblée, ils doivent être accompagnés des résolutions et des conclusions des commissaires aux comptes. Ils doivent être publiés dans un quotidien paraissant à Tunis dans un délai ne dépassant pas un mois du jour de leur adoption. Les sociétés admises à la cote de la Bourse sont, en outre, tenues de procéder à la publication de leurs états financiers semestriels arrêtés sous la responsabilité de leur conseil d'administration et accompagnés de l'avis des commissaires aux comptes.

Seulement, et étant donné la complexité de la loi sur le marché financier, particulièrement en matière de définition de l'appel public à l'épargne et des obligations qui en découlent, et étant donné l'installation récente du CMF, les sociétés tunisiennes n'ont pas pu appréhender, à temps, la totalité de ces obligations, ni l'étendue des comportements qui en découlent à l'égard du public et de l'autorité de régulation.

Ainsi, il y a lieu de signaler qu'en 1996, seulement 85 % des sociétés admises à la cote ont respecté l'obligation d'adresser au CMF tous les documents prescrits par la loi avant la tenue de leurs assemblées générales ordinaire et extraordinaire

Quant à l'obligation d'envoyer au CMF les états approuvés et leurs résolutions dans les 4 jours ouvrables de la tenue de l'assemblée générale ordinaire, elle n'a été respectée que par 30 % des sociétés admises à la cote alors que 41 % de ces sociétés n'ont pu respecter cette exigence que dans deux semaines de la tenue de cette assemblée et les 29 % qui restent ne s'en sont acquittés qu'après plus de deux semaines

S'agissant de la publication des états financiers sur un quotidien paraissant à Tunis, cette obligation a été rarement respectée en 1996 par les sociétés faisant appel public à l'épargne. Quant à l'obligation pour ces sociétés d'adresser au CMF et à la BVMT la liste de leurs actionnaires ainsi que le nombre de droits de vote existant à la date de la tenue de l'assemblée générale ordinaire, elle n'a été respectée dans les délais que par 6 sociétés, du reste admises à la cote, et en dehors des délais, par 21 autres sociétés, trois sociétés admises à la cote ont finalement failli à cette obligation

Pour ce qui est des états financiers semestriels que les sociétés admises à la cote sont obligées de publier, il y a lieu de signaler qu'au cours de 1996, seules 22 % de ces sociétés ont pu respecter la publication desdits états dans le délai d'un mois de la fin du semestre tel que prescrit par la loi. En revanche, 75 % de ces sociétés ont respecté l'obligation de publier les états semestriels, mais en dehors du délai légal d'un mois. En définitive, seule la Société Tunisienne d'Industrie Laitière -STIL- n'a pas été en mesure d'établir ses états financiers semestriels, faute d'avoir obtenu à temps, de la part des services du Ministère du Commerce, le montant de la compensation du prix des produits laitiers

En réaction à ces différentes défaillances de la part des sociétés faisant appel public à l'épargne et tenant compte de la réalité de l'environnement marqué par la méconnaissance de la réglementation organisant le marché financier, le CMF a axé son intervention sur la sensibilisation plutôt que sur la coercition, son souci primordial étant l'aboutissement au respect de ces obligations légales, même à titre progressif. A cet effet, il n'a ménagé aucun effort pour amener les sociétés concernées à respecter leurs obligations d'information à l'égard des épargnants (communiqués, correspondances, contacts directs etc.). Déjà, et durant le dernier trimestre de l'année 1996 et le premier trimestre de l'année 1997, la situation s'est nettement améliorée aussi bien quantitativement que qualitativement

D - L'information permanente : les communiqués de presse

Si l'information périodique (publication des états financiers annuels et semestriels), et l'information occasionnelle liée à des événements particuliers de grandes envergures (publication de prospectus) en cas d'émission nouvelle de titres, d'opérations d'offre publique, et d'admission à la cote revêtent un caractère important pour l'investisseur en titres, ces informations restent néanmoins insuffisantes à cause de leur intermittence ou de leur décalage dans le temps

En effet, l'investisseur financier connu pour sa sensibilité aux événements, ne peut pas souffrir de l'attente de l'échéance de publication des états financiers pour apprendre les résultats des événements sociaux survenus avant cette échéance. Il a besoin d'une information continue au rythme accéléré des événements du monde actuel de la finance. Dans ce contexte, l'article 4 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 a imposé aux sociétés faisant appel public à l'épargne l'obligation de divulguer sur le marché toute information et tout renseignement nécessaires à l'appréciation de leurs titres en bourse. A la demande du CMF, ces sociétés doivent procéder à la diffusion de communiqués de presse comportant en plus des informations fournies, toute autre explication supplémentaire

En 1996, et même si les sociétés tunisiennes encore marquées par la réticence à l'information n'ont pas répondu à cette obligation d'une manière satisfaisante, il y a lieu de noter qu'un nouveau comportement commence à se faire sentir à ce niveau, se traduisant par des annonces qui sont relayées quotidiennement par le bulletin officiel du CMF. Ces annonces ont porté sur les événements sociaux classiques telles que la convocation aux assemblées générales, la distribution des dividendes etc., et à moindre titre sur les événements particuliers comme l'annonce de résultats attendus, le changement de structure du capital à la suite de transferts en bourse ou les déclarations d'intention d'opérations particulières.

2 - Les offres publiques de retrait et les procédures de maintien de cours :

Si les opérations particulières comme les offres publiques d'achat (OPA), les offres publiques de vente (OPV) et les offres publiques de retrait (OPR) sont perçues par leur initiateurs comme étant des opérations de restructuration du capital pour des objectifs et des intérêts qui leur sont propres, le législateur les appréhende comme des opérations où l'intérêt de l'actionnaire minoritaire peut être mis en jeu. De ce fait, il a procédé à leur encadrement juridique afin de sauvegarder précisément les intérêts de ces minoritaires soit en rendant certaines de ces opérations obligatoires, soit en leur prescrivant une forme particulière de réalisation, soit enfin en obligeant leurs initiateurs de prévoir, au profit de l'actionnaire minoritaire, une voie de sortie par la procédure de maintien de cours en bourse pendant une période déterminée au prix qui a été payé au vendeur du bloc de contrôle

La loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 et le Règlement Général de la Bourse qui en constitue le texte d'application, ont institué le lancement des OPA obligatoires à l'encontre de l'actionnaire ou du groupe d'actionnaires, agissant seuls ou de concert, lorsqu'ils arrivent à franchir le seuil du contrôle majoritaire. Cette obligation a été instituée en faveur du reste des actionnaires en vue de leur permettre de s'exprimer sur la possibilité de continuer à cohabiter avec le nouvel actionnaire majoritaire en refusant d'apporter leurs titres à l'OPA et, dans ce cas, ils auront sciemment assumé leur responsabilité, ou à répondre favorablement à l'OPA dans le cas contraire.

Pour les actionnaires strictement minoritaires, c'est-à-dire possédant individuellement moins de 5% du capital, le CMF peut même imposer à l'encontre de l'acquéreur de la majorité, la procédure de maintien de cours pendant une période déterminée au cours de laquelle ces actionnaires sont informés par communiqués pour apporter leurs titres en Bourse. Dans ce cas l'acquéreur du bloc majoritaire est obligé d'acheter toutes les quantités qui viendraient à être offertes sur le marché dans les délais, au moins au prix auquel il a acquis le bloc qui lui a conféré le contrôle.

Dans la même optique, et lorsque le contrôle majoritaire se transforme en un contrôle exclusif, c'est-à-dire atteignant 95 % des droits de vote existants, la réglementation a ouvert la voie aux petits porteurs d'obliger le détenteur de ce contrôle de procéder au lancement d'une OPR pour leur offrir la possibilité de sortir, à moins qu'ils ne préfèrent assumer la situation en continuant de faire partie de la société. La même réglementation permet également à l'actionnaire ou au groupe d'actionnaires qui arrivent à détenir 95 % du capital d'une société faisant appel public à l'épargne de lancer, à leur initiative, une OPR tendant à déclasser la société en une société ne faisant pas appel public à l'épargne après dédommagement des actionnaires minoritaires.

Si l'année 1996 n'a pas connu le lancement d'OPA obligatoires, elle a, en revanche, enregistré le lancement d'une OPR qui a porté sur les titres de la société STUMETAL dont le principal actionnaire a cherché à retirer les 0,002 % des droits de vote qui n'étaient pas en sa possession et obtenir ainsi le déclassement de la société

De même, l'année 1996 a vu le CMF imposer aux acquéreurs du bloc de contrôle dans la société BATA, une procédure de maintien de cours. Suite à cette procédure qui a abouti à une concentration du capital, les nouveaux actionnaires majoritaires dans la société se sont trouvés dans la situation de lancer une OPR, procédure à laquelle ils ont recouru au cours du 1er semestre de l'année 1997.

3 - La supervision du marché :

L'une des missions importantes dévolues au CMF est celle relative à la supervision du marché dans son ensemble afin d'en préserver l'intégrité et de prévenir les fraudes et manipulations.

Il y a lieu de relever, de prime abord, que l'activité du CMF au cours de sa première année d'existence a été concentrée sur cet aspect de ses missions, si l'on excepte la réglementation qui a bénéficié elle aussi d'une attention particulière. La raison en est que le danger majeur auquel était exposé le marché financier tunisien, était le risque de le voir sombrer dans une voie de manipulations et de pratiques contraires aux mécanismes de marché nourries par l'attitude spéculative qui a pris naissance au cours des années 93 à 95 en l'absence d'un organisme de régulation, si les mesures nécessaires n'étaient pas prises à temps.

L'activité de supervision du marché en 1996 a consisté dans la surveillance proprement dite du parquet de la Bourse qui a été assurée de manière quotidienne par des surveillants du CMF, l'inspection systématique des intermédiaires en bourse et le contrôle sporadique des émetteurs.

Durant les trois premiers trimestres de l'année, et alors que la cotation était encore manuelle, la surveillance du marché, aussi limitée qu'elle était à cause de l'inexpérience des surveillants et de l'inexistence de procédures scientifiques de supervision, a largement contribué à l'assainissement du marché et à réduire les pratiques irrégulières.

D'ailleurs, la baisse du volume des transactions au niveau de la Bourse au cours de 1996 n'est pas uniquement le reflet de la correction des cours, mais également le résultat d'un marché qui s'est purifié d'une excroissance qui l'avait porté à des niveaux supérieurs à son rythme normal par des opérations fictives, au cours de l'année précédente.

Avec l'avènement de la cotation électronique, et alors même que cette dernière allait donner au marché la possibilité d'exprimer toute sa profondeur et toute sa transparence, il sera désormais difficile au CMF d'assurer sa mission de surveillance du marché, s'il n'introduit pas lui-même l'outil électronique de surveillance. C'est dans ce contexte qu'un projet d'installation d'une station de surveillance électronique a été initié avec la COB française dans le cadre des accords de coopération tuniso-française.

Ce projet porte aussi bien sur les équipements électroniques de traitement des données que sur les paramètres de surveillance et la formation des inspecteurs et des enquêteurs du CMF en ce qui concerne l'instruction et la sanction des faits frauduleux constatés. Cette station sera opérationnelle au cours de 1997.

Quant à l'inspection sur place des intermédiaires en bourse en 1996, elle a été aussi bien intégrale qu'intense. C'est ainsi que tous les intermédiaires en bourse ont fait l'objet d'au moins une inspection ordinaire durant l'année, et autant de fois qu'il y avait un élément particulier à vérifier. Si la première inspection ordinaire des intermédiaires en bourse a révélé des insuffisances et des anomalies aussi bien au niveau de la tenue de leurs registres et du respect des règles de fonctionnement qu'au niveau du traitement des ordres de la clientèle et de leurs comptes gérés, la deuxième inspection, quand elle a eu lieu, a permis de constater, suite aux recommandations du CMF, et parfois à des rappels à l'ordre, que la situation s'est nettement améliorée.

Pour ce qui concerne le contrôle des émetteurs, les inspections du CMF ont été plutôt initiées à l'occasion de leurs opérations d'émission pour vérifier dans quelle mesure les engagements pris par les émetteurs dans les prospectus d'émission étaient respectés. Là aussi, il y a lieu de constater que dans la majorité des cas, les émetteurs qui procèdent à l'établissement et à la publication de prospectus visés par le CMF, semblent céder plutôt à l'accomplissement d'une formalité légale sans avoir l'intention de faire bénéficier l'épargnant de tous les engagements pris dans le prospectus.

4 - Les plaintes :

En vertu de l'article 34 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994, le CMF est habilité à recevoir de tout intéressé les pétitions et plaintes qui entrent, par leur objet, dans sa compétence et à leur donner les suites qu'elles comportent.

A la réception de ces plaintes, le CMF procède à des investigations par des agents qui ont prêté serment devant le Président du Tribunal de Première Instance de Tunis. Les agents habilités peuvent accéder à tous les locaux à usage professionnel, se faire communiquer tout document quel qu'en soit le support, bloquer les titres ou documents susceptibles d'être falsifiés, convoquer et entendre toute personne susceptible de leur fournir des informations.

Au cours de 1996, le CMF a reçu 32 plaintes dont 25 émanant de petits épargnants. Ces plaintes ont été introduites principalement à l'encontre des intermédiaires en bourse (28 sur 32) et accessoirement à l'encontre des sociétés émettrices (2) et de la BVMT (2).

Les plaintes qui ont visé les intermédiaires en bourse ont concerné principalement les manquements à leurs obligations contractuelles et déontologiques liées à l'exécution des ordres de bourse et à la gestion de portefeuilles sous mandat.

Pour ce qui est des plaintes portant sur les ordres de bourse et qui ont été au nombre de 16, les plaignants ont contesté principalement l'inobservation de la procédure d'exécution des ordres ou le non respect de la priorité, notamment par le non respect des termes de l'ordre, la non exécution de l'ordre lui-même, voire même la réalisation en bourse d'opérations sans ordres préalables.

Quant aux plaintes touchant la gestion de portefeuilles sous mandat, elles ont porté surtout sur le dépassement de l'étendue des pouvoirs donnés aux intermédiaires en bourse en tant que gestionnaires de portefeuilles. Les plaintes à l'encontre des intermédiaires en bourse ont également porté sur les retards mis dans le versement du produit des ventes exécutées ou des dividendes encaissés dans les comptes de leurs titulaires.

S'agissant des plaintes à l'égard des sociétés émettrices, elles ont surtout concerné le non paiement des dividendes distribués ou le retard mis dans le paiement de ces dividendes.

Quant aux plaintes dirigées contre la BVMT, elles ont porté sur le recours de cette dernière à la procédure de négociation pour des opérations que les plaignants estiment relever de sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne pour lesquelles la procédure d'enregistrement est la procédure juridiquement appropriée

Toutes les plaintes ont nécessité l'ouverture d'une investigation où les plaignants et les personnes mises en cause ont été convoqués et entendus. De plus, des inspections sur place ont été effectuées pour vérifier le bien-fondé des allégations et des moyens de défense et déterminer les responsabilités

La quasi-totalité des plaintes ont été dénouées au cours de l'année 1996 (29). Seules trois affaires ont vu leur instruction se poursuivre en 1997. Sur les 29 plaintes dénouées en 1996, cinq ont été classées pour défaut d'objet ou de preuve. Sur les 24 restantes, 8 plaintes ont été retirées par leurs introducteurs suite à une solution à l'amiable entre les parties dès que le CMF a ouvert la procédure d'investigation. Les 16 autres, dont 6 ont fait l'objet de délibérations du collège du CMF, ont été dénouées soit par la condamnation de la partie adverse qui a régularisé la situation conformément aux instructions du CMF (8), soit par le rejet de la demande du plaignant, jugée non fondée (8).

IV - L'ACTIVITE DISCIPLINAIRE :

En 1996, le collège du CMF, érigé en conseil de discipline, a eu à connaître d'une affaire relative aux agissements d'un intermédiaire en bourse l'affaire GESIC (General Sharing and Intermediate Company).

Le 23 novembre 1995, la société GESIC intermédiaire en bourse procède à l'achat de 10 100 actions SPDIT pour un montant de 600 112 D. Au terme de la période de dénouement prévue par la réglementation en vigueur (J + 5), la société GESIC n'est pas parvenue à régler les intermédiaires en bourse vendeurs et sa position a été mise en suspens par la STICODEVAM.

De son côté, la BVMT a interdit à la société GESIC l'accès au parquet des négociations, jusqu'à la régularisation de sa situation.

** Jour de la négociation + cinq jours ouvrables pour le paiement des capitaux et la livraison des titres, soit 6 jours pour le dénouement total de l'opération*

A la suite de cet incident, le CMF a désigné une commission d'inspection pour procéder aux investigations nécessaires. L'investigation a révélé plusieurs anomalies et irrégularités commises par la société GESIC dont notamment

- l'absence de tenue d'états et registres des ordres et opérations exigés par la réglementation ,
- l'achat de titres sans ordres préalables de la part de la clientèle, ce qui se traduit par la réalisation par la société GESIC d'opérations pour son propre compte en l'absence d'un agrément spécifique préalable ,
- l'achat de titres, en l'absence de fonds disponibles nécessaires au dénouement de l'opération, contrairement aux prescriptions légales et réglementaires en la matière

Le 22 février 1996, le collège du CMF a décidé de convoquer la société GESIC à comparaître devant le conseil de discipline pour répondre de ces griefs et a chargé le Président du CMF de présenter, conformément à l'article 43 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994, une demande au Président du Tribunal de Première Instance de Tunis afin de prononcer, à l'encontre de GESIC, l'interdiction temporaire d'activité et la saisie, en quelque main qu'ils se trouvent, des fonds, valeurs, titres ou droits revenant à la société GESIC.

En date du 8 mars 1996, le Président du Tribunal de Première Instance de Tunis a prononcé, par voie de référé, à l'encontre de GESIC, l'interdiction temporaire de l'activité professionnelle.

Le conseil de discipline réuni le 19 mars 1996 a estimé que les agissements de la société GESIC ont constitué une infraction à la réglementation, et porté atteinte au bon fonctionnement du marché et à la sécurité des opérations. Il a pris la décision disciplinaire suivante

- l'interdiction à titre définitif de toute l'activité d'intermédiation en bourse à la société GESIC, à son président directeur général et à son délégué général ,
- le retrait de l'agrément à la société GESIC et la confiscation de la caution bancaire par elle versée pour être distribuée aux intermédiaires en bourse

En date du 30 mars 1996, et sur demande du Président du CMF, le Président du Tribunal de Première Instance de Tunis, a rendu une ordonnance prononçant la saisie des fonds, valeurs et titres se trouvant entre les mains de la société GESIC ou des tiers et leur dépôt à la Caisse des Dépôts et Consignations de la Trésorerie Générale de Tunisie

Attaquée en appel devant la Cour d'Appel de Tunis, par la société GESIC et ses dirigeants, la décision du conseil de discipline a été confirmée par un arrêt rendu en date du 13 novembre 1996

Au cours du dernier trimestre de l'année 1996, deux nouvelles affaires disciplinaires ont surgi, l'une concernant une société d'intermédiation en bourse, l'autre mettant en cause le commissaire à la cotation à la BVMT ainsi qu'un nombre de sociétés de bourse. A la date de l'établissement du présent rapport, les deux affaires sont encore en cours d'instruction. Elles seront soumises au conseil de discipline au courant de l'année 1997.

V - LA VULGARISATION ET LE DEVELOPPEMENT DU MARCHE :

Bien que le CMF soit une autorité de régulation de marché, il ne doit pas négliger les aspects relatifs à la sensibilisation des acteurs de ce marché, à la vulgarisation des concepts auprès du public, et à la promotion de l'épargne-valeur. Il ne doit pas, non plus, perdre de vue les actions et recherche de nature à assurer un développement continu du marché.

En effet, le phénomène boursier étant d'apparition relativement récente dans les pays du sud connus par l'absence de traditions dans ce domaine, l'action de sensibilisation et de vulgarisation revêt toute son importance dans la mesure où elle contribue à la propagation de la culture financière aussi bien chez les demandeurs que chez les offreurs de capitaux. Cette sensibilisation s'impose du fait que les marchés financiers dans le monde évoluent à un rythme accéléré créant un chambardement permanent dans les concepts acquis et les techniques utilisées et un besoin renouvelé de leur maîtrise.

En procédant à la réforme de son marché financier par la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994, la Tunisie s'est alignée sur les standards internationaux les plus modernes réalisant certes un saut qualitatif important, mais créant également chez tous les intervenants dans le marché un bouleversement de taille exigeant une adaptation rapide.

Dès son installation, le CMF a accordé une grande attention à l'action de sensibilisation que ce soit par le contact direct avec son environnement, par l'envoi de correspondances, par la publication d'avis et communiqués sur son bulletin officiel, par le recours aux organismes de relais (mass-média) ou par l'organisation de rencontres spécialisées avec les professionnels.

Le besoin d'une action d'explication et de vulgarisation a été d'autant plus crucial que l'année 1996 a été marquée par une correction sensible des cours sur le marché, provoquant ainsi un amalgame chez le public qui est allé chercher les causes de cette correction dans la réforme institutionnelle du marché plutôt que de voir, dans la correction des prix, une rationalisation de la sphère financière.

C'est dans ce cadre qu'un séminaire explicatif de la loi n° 94-117 a été organisé à Tunis au mois de juin 1996, en collaboration avec la Cour d'Appel de Tunis. Ont pris part à ce séminaire, en plus des magistrats des différentes juridictions de la capitale et des cadres du CMF, des universitaires, des intermédiaires en bourse, des dirigeants de sociétés faisant appel public à l'épargne, des experts comptables, des journalistes de la presse spécialisée etc .

Au mois d'octobre 1996, après l'adoption du Règlement Général de la bourse par le collège du CMF dans sa première lecture, et à la veille de l'introduction de la cotation électronique qui allait démarrer à la fin du mois, un séminaire spécialisé sur ce Règlement Général a été organisé à Tunis en collaboration avec la BVMT et l'Association des Intermédiaires en Bourse. Etaient présents à ce séminaire, en plus des cadres du CMF et de la BVMT, les intermédiaires en bourse, la presse financière spécialisée, ainsi que les experts de la Société des Bourses Françaises -SBF-.

En collaboration avec l'Institut Supérieur de Comptabilité et d'Administration des Entreprises -ISCAE- un collectif de chercheurs et enseignants de cet institut, de cadres supérieurs du CMF, d'experts en matière d'appel public à l'épargne, d'experts de la COB, d'avocats, de magistrats et d'experts comptables a été constitué depuis le mois de septembre 1996 pour engager des recherches qui seront communiquées lors d'un colloque programmé pour le mois d'avril 1997.

Ces travaux de recherche ont porté sur la nature juridique du CMF, sa mission de régulation du marché, le contentieux de ses actes et règlements, la notion d'appel public à l'épargne, la responsabilité contractuelle des intermédiaires en bourse, les innovations apportées par la réforme comptable en Tunisie et le rôle du marché financier dans le programme de mise à niveau des entreprises.

Au cours de la même année, et à un niveau régional, le CMF a participé à une rencontre similaire organisée à Sfax, à l'initiative des autorités régionales.

Mais la mission de sensibilisation et de vulgarisation est une mission de longue haleine ; elle nécessite un effort soutenu et la mise en place d'une stratégie qui en définit aussi bien les axes que le plan et les priorités d'action. Si au cours de sa première année d'existence, le CMF n'a pas été en mesure d'arrêter cette stratégie, étant donné la diversité et la multitude des tâches prioritaires auxquelles il a dû faire face, au cours de sa phase de démarrage, un programme de sensibilisation et de vulgarisation sera arrêté, dans un proche avenir, en concertation avec les autres structures du marché et mis en œuvre avec le conseil d'experts en communication.