



هيئة السوق المالية
CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER
FINANCIAL MARKET COUNCIL

REVUE DU CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER

N° 1 - SEPTEMBRE 2026





هيئة السوق المالية
CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER
FINANCIAL MARKET COUNCIL

REVUE DU CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER

N° 1 - SEPTEMBRE 2026

SOMMAIRE

Avant-propos.....	4
Présentation de la revue.....	6
Note méthodologique.....	6
L'essentiel du semestre en chiffres.....	8
I — INDICATEURS DU MARCHÉ FINANCIER.....	10
1. TUNINDEX & TUNINDEX20.....	11
2. Qualité de la performance.....	15
3. Indices sectoriels.....	18
4. Capitalisation boursière.....	23
5. Volumes des transactions.....	28
6. Participation étrangère.....	35
7. Liquidité du marché	39
8. Volatilité du marché.....	43
9. Marché primaire actions.....	46
10. Marché obligataire corporate.....	49
11. Structure des comptes-titres.....	55
12. Les OPCVM.....	59
13. Opérations financières supervisées par le CMF.....	64
II — ÉTUDES ET ANALYSES.....	66
1. Le Marché des Obligations Privées en Tunisie (2016-2025) : Diagnostic structurel, dysfonctionnements et perspectives de réformes.....	68
2. Le crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières en Tunisie : Cadre réglementaire, leçons des crises européennes et inertie du marché.....	84
3. Reporting ESG des sociétés faisant appel public à l'épargne.....	96
4. Consécration de l'approche fondée sur les risques en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux, le financement du terrorisme et la prolifération des armes...	114
5. La mise en œuvre des exigences LBA-FT-FP par les assujetties au contrôle du CMF..	121
III — ACTUALITÉS DU CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER.....	126
1. Les événements organisés par le CMF.....	128
2. Coopération régionale et internationale.....	134

AVANT-PROPOS

C'est avec une grande satisfaction que nous présentons la première édition de la revue du Conseil du Marché Financier, une publication qui vient enrichir le paysage de la recherche et de l'analyse financière en Tunisie et qui traduit notre volonté constante de renforcer la diffusion d'une information financière rigoureuse, au service de l'ensemble des acteurs du marché.

Le marché financier tunisien évolue dans un environnement économique en mutation permanente, marqué par une complexification croissante des instruments, des risques et des attentes des investisseurs. Face à ces évolutions, le rôle du régulateur ne saurait se limiter à la seule fonction de surveillance et de contrôle. Il lui incombe également de contribuer activement à la production et à la diffusion du savoir, en offrant à la communauté financière, académique et institutionnelle un espace d'analyse et de réflexion sur les grandes questions qui structurent le développement de notre marché. C'est dans cet esprit que le Conseil du Marché Financier a souhaité doter la place tunisienne d'une publication alliant rigueur scientifique et pertinence opérationnelle.

Cette Revue se veut ainsi un espace où se conjuguent la rigueur de l'analyse scientifique et la pratique réglementaire. Elle accueillera des contributions consacrées aux problématiques structurantes du marché financier tunisien et international, portées par l'expertise interne du Conseil du Marché Financier, tout en rendant compte, de manière factuelle et actualisée, des principales évolutions réglementaires et institutionnelles qui rythment la vie du régulateur.

Cette double vocation, à la fois analytique et institutionnelle, répond à une conviction que nous portons de longue date : la solidité et la crédibilité d'un marché financier reposent autant sur la qualité de sa régulation que sur la capacité de ses équipes à produire une réflexion rigoureuse sur son fonctionnement.

Au-delà de sa vocation informative et scientifique, cette publication s'inscrit dans l'engagement permanent du Conseil du Marché Financier en faveur de la transparence, de l'intégrité et du développement du marché financier tunisien. Elle participe également à notre ambition de promouvoir une culture financière plus large, fondée sur l'accès à une information objective, pertinente et accessible à tous ceux qui s'intéressent, à des degrés divers, au fonctionnement de notre marché.

Cette première édition marque ainsi le lancement d'un rendez-vous que nous souhaitons pérenne et exigeant. Nous formons le vœu qu'il constitue, au fil des éditions, une référence utile pour les chercheurs, les praticiens, les investisseurs et l'ensemble des observateurs de l'évolution du marché financier tunisien et de son rôle dans le financement de l'économie nationale.

Je tiens à exprimer mes sincères remerciements à l'ensemble des cadres du Conseil du Marché Financier qui ont contribué, par leur engagement, leur expertise et la qualité de leurs analyses, à la réalisation de cette publication. Je forme le vœu que cette Revue réponde aux attentes de ses lecteurs et qu'elle contribue, à sa mesure, au rayonnement intellectuel de la place financière tunisienne.

Le Président du Collège du Conseil du Marché Financier Délégué
Hatem SMIRI

PRÉSENTATION DE LA REVUE

La revue du Conseil du Marché Financier (CMF) se veut être, un document de référence destiné à offrir aux investisseurs, aux intervenants du marché, aux émetteurs et à l'ensemble des parties prenantes de la place financière tunisienne une lecture consolidée, chiffrée et analytique de l'activité du marché, tout en affirmant son rôle de régulateur engagé dans la transparence et la diffusion d'une information fiable.

Une revue structurée en trois parties

► **La Partie I** — « Indicateurs du marché financier » présente l'essentiel des statistiques de marché arrêtées au 30 juin 2026 : évolution des indices TUNINDEX et TUNINDEX20, qualité et largeur de la performance, analyse sectorielle, capitalisation boursière, volumes de transactions, participation étrangère, liquidité, volatilité, marché primaire des actions, marché obligataire, structure des comptes-titres et activité des OPCVM. Chaque rubrique associe tableaux de données, représentations graphiques et analyse interprétative.

► **La Partie II** — « Études et Analyses » regroupe cinq contributions thématiques réalisées par les cadres du Conseil du Marché Financier, portant sur des enjeux structurels et réglementaires du marché : le marché des obligations privées en Tunisie, le crowdfunding en investissement, le reporting ESG des sociétés faisant appel public à l'épargne, l'approche fondée sur les risques en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, ainsi que la mise en œuvre de ces exigences par les entités assujetties au contrôle du CMF.

► **La Partie III** — « Actualités du Conseil du Marché Financier » retrace la vie institutionnelle du CMF sur le semestre : les événements organisés par le Conseil ainsi que l'organisation ou sa participation à des rencontres et instances internationales.

Cette structure tripartite permet de réunir, dans un même document, la photographie chiffrée du marché, un éclairage sur les thèmes d'actualité et les défis qui le traversent par l'expertise interne du CMF, ainsi que le suivi de l'action institutionnelle du régulateur.

Le CMF tient à remercier l'ensemble des contributeurs internes ainsi que ses partenaires — la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) et Tunisie Clearing — dont les données et la collaboration ont rendu possible l'élaboration de cette revue.

NOTE MÉTHODOLOGIQUE

A — Sources des données

Les données statistiques présentées dans cette revue sont issues des systèmes d'information du Conseil du Marché Financier, de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) et de Tunisie Clearing, ainsi que des déclarations transmises au CMF par les émetteurs, les intermédiaires en bourse et les sociétés de gestion d'OPCVM. Les calculs de synthèse, ratios et indicateurs dérivés sont établis par le Département Études et Statistiques (DES).

B — Période de référence et comparaisons

Sauf mention contraire, les données de la Partie I sont arrêtées au 30 juin 2026 et portent sur le premier semestre 2026 (S1-2026 : 1er janvier – 30 juin 2026). Les comparaisons annuelles sont effectuées par rapport à la même période de l'exercice précédent (S1-2025). Les séries historiques présentées couvrent, selon les rubriques, les cinq derniers premiers semestres (S1-2022 à S1-2026).

Une exception concerne la rubrique « Structure des comptes-titres », dont les données sont arrêtées au 31 mars 2026, date de la dernière consolidation de données transmises par les intermédiaires en bourse et les sociétés de gestion au CMF au moment de la préparation de cette revue. Cette date d'arrêt spécifique est rappelée dans le corps de la section correspondante.

C — Unités et conventions

Convention	Définition
MDT	Million(s) de dinars tunisiens
mDT	Millier(s) de dinars tunisiens (utilisé pour les montants moyens par investisseur ou par compte)
pts	Points d'indice (TUNINDEX, TUNINDEX20)
pp	Points de pourcentage — écart arithmétique entre deux taux exprimés en %
S1	Premier semestre de l'année civile (1er janvier au 30 juin)

D — Définition des principaux indicateurs

Indicateur	Définition et mode de calcul
Ratio <i>market breadth</i>	Nombre de valeurs en hausse rapporté au nombre de valeurs en baisse sur une période donnée. Un ratio supérieur à 1 traduit une hausse diffuse du marché ; un ratio inférieur à 1 signale une détérioration de sa largeur.
Taux de rotation (turnover ratio)	Volume des transactions rapporté à la capitalisation flottante moyenne de la période. Il mesure la vélocité du marché, c'est-à-dire la rapidité avec laquelle les titres changent de mains.
Volatilité annualisée	Écart-type des rendements (logarithmiques) quotidiens du TUNINDEX sur la période, annualisé par multiplication par la racine carrée de 252 (nombre approximatif de séances de bourse par an). Un seuil d'alerte est fixé à 15 % (convention internationale) : en deçà, le marché est considéré en régime de faible volatilité.
Capitalisation flottante	Part de la capitalisation boursière totale effectivement disponible aux échanges sur le marché, à l'exclusion des participations stratégiques (actionnaires de référence, participations croisées, autocontrôle).
Taux de cotation	Somme de jours où chaque titre <i>i</i> a été échangé rapporté au nombre total de titres multiplié par le nombre de jours ouvrés. Il mesure le niveau d'activité global des titres sur une période donnée.

E — Avertissement

Les données et analyses présentées dans cette revue sont fournies à titre d'information générale et ne constituent ni un conseil en investissement, ni une recommandation d'achat ou de vente de valeurs mobilières. Le CMF met tout en œuvre pour garantir l'exactitude des données publiées, sans toutefois pouvoir garantir leur exhaustivité en raison des délais de consolidation propres à certaines sources. Toute reproduction, même partielle, doit mentionner la source.

L'ESSENTIEL DU SEMESTRE EN CHIFFRES

Tableau de bord synthétique — Premier semestre 2026

Cette synthèse consolide les indicateurs clés du marché financier tunisien. Elle offre une vue d'ensemble en un coup d'œil de la dynamique du marché financier au premier semestre 2026, avant le détail statistique et analytique développé section par section.

01 · TUNINDEX & TUNINDEX20 Performance TUNINDEX +47,69 % 19 863,75 pts au 30/06	02 · QUALITÉ DE LA PERFORMANCE Ratio market breadth 1,113 63 valeurs en hausse (84,0 %)	03 · INDICES SECTORIELS Secteurs en hausse 12 / 12 tous les secteurs progressent
04 · CAPITALISATION BOURSIÈRE Capitalisation totale 48 778 MDT +63,4 % vs S1-2025	05 · VOLUMES DES TRANSACTIONS Volume total 2 029,8 MDT +100,6 % vs S1-2025	06 · PARTICIPATION ÉTRANGÈRE Flux nets étrangers +218,2 MDT solde acheteur net
07 · LIQUIDITÉ DU MARCHÉ Taux de rotation 20,70 % +30,2 % vs S1-2025	08 · VOLATILITÉ DU MARCHÉ Volatilité annualisée 11,08 % régime FAIBLE (seuil 15 %)	09 · MARCHÉ PRIMAIRE ACTIONS Introductions en bourse 0 IPO 9 IPO sur 10 ans
10 · MARCHÉ OBLIGATAIRE Émissions primaires 490,2 MDT -15,1 % vs S1-2025	11 · COMPTES-TITRES (31/03/26) Encours total 31 470 MDT 123 714 comptes ouverts	12 · OPCVM Actif net total 11 206 MDT +30,3 % vs S1-2025

Faits marquants du semestre

- ▶ Une hausse historique et généralisée : Le TUNINDEX progresse de 47,69 %, la capitalisation boursière atteint 48 778 MDT (+63,4 %) et les douze secteurs cotés enregistrent tous une performance positive, une configuration inédite sur les cinq dernières années
- ▶ Un doublement de l'activité transactionnelle : le volume des transactions atteint 2 029,8 MDT (+100,6 %), porté en partie par trois opérations de bloc exceptionnelles réalisées en avril 2026.
- ▶ Le premier semestre 2026 confirme le repli du marché primaire actions, marqué par l'absence d'introductions en bourse et de levées de capitaux via augmentations de capital, contrastant avec la vigueur du marché secondaire.
- ▶ Le marché obligataire tunisien présente une configuration contrastée, avec un marché primaire actif mais concentré et un marché secondaire étroit en net recul.
- ▶ L'actif net total des OPCVM atteint 11 205,9 MDT (+30,3 % sur un an), tandis que la collecte nette semestrielle enregistre un record de 2 709,3 MDT, en hausse de 69,6 % par rapport au premier semestre 2025.

I- INDICATEURS DU MARCHÉ FINANCIER



1 - TUNINDEX & TUNINDEX20

Performance et évolution des indices boursiers tunisiens au 30 juin 2026

TUNINDEX AU 30/06/2026	PERFORMANCE DU TUNINDEX	TUNINDEX20 AU 30/06/2026	PERFORMANCE DU TUNINDEX20
19 863,75 points Plus haut : 19 999,59 pts	+47,69 % vs +16,31 % au S1-2025	8 814,29 points Plus haut : 8 878,65 pts	+47,51 % vs +18,80 % au S1-2025

1.1 Valeurs de clôture et écart des indices

À l'issue du premier semestre 2026, le TUNINDEX atteint 19 863,75 points, soit une progression de 47,69 % par rapport à son niveau d'ouverture (13 449,95 points). Le TUNINDEX20

clôture à 8 814,29 points, en hausse de 47,51 % relativement à son niveau du début d'année. L'écart de performance entre les deux indices est minime (-0,17 point de pourcentage), confirmant une hausse large et non concentrée sur les seules principales capitalisations du marché.

INDICATEUR	S1 2026	S1 2025	Unité
TUNINDEX — niveau au 30/06	19 863,75	11 577,09	pts
TUNINDEX — niveau au 01/01	13 449,95	9 953,71	pts
TUNINDEX — performance semestrielle	+47,69 %	+16,31 %	%
TUNINDEX — plus haut semestre	19 999,59	11 577,09	pts
TUNINDEX — plus bas semestre	13 119,98	9 852,65	pts
TUNINDEX20 — niveau au 30/06	8 814,29	5 208,01	pts
TUNINDEX20 — niveau au 01/01	5 975,28	4 383,96	pts
TUNINDEX20 — performance semestrielle	+47,51 %	+18,80 %	%
TUNINDEX20 — plus haut semestre	8 878,65	5 208,01	pts
TUNINDEX20 — plus bas semestre	5 814,06	4 334,94	pts
Écart TUNINDEX 20 / TUNINDEX	-0,17	2,49	pp

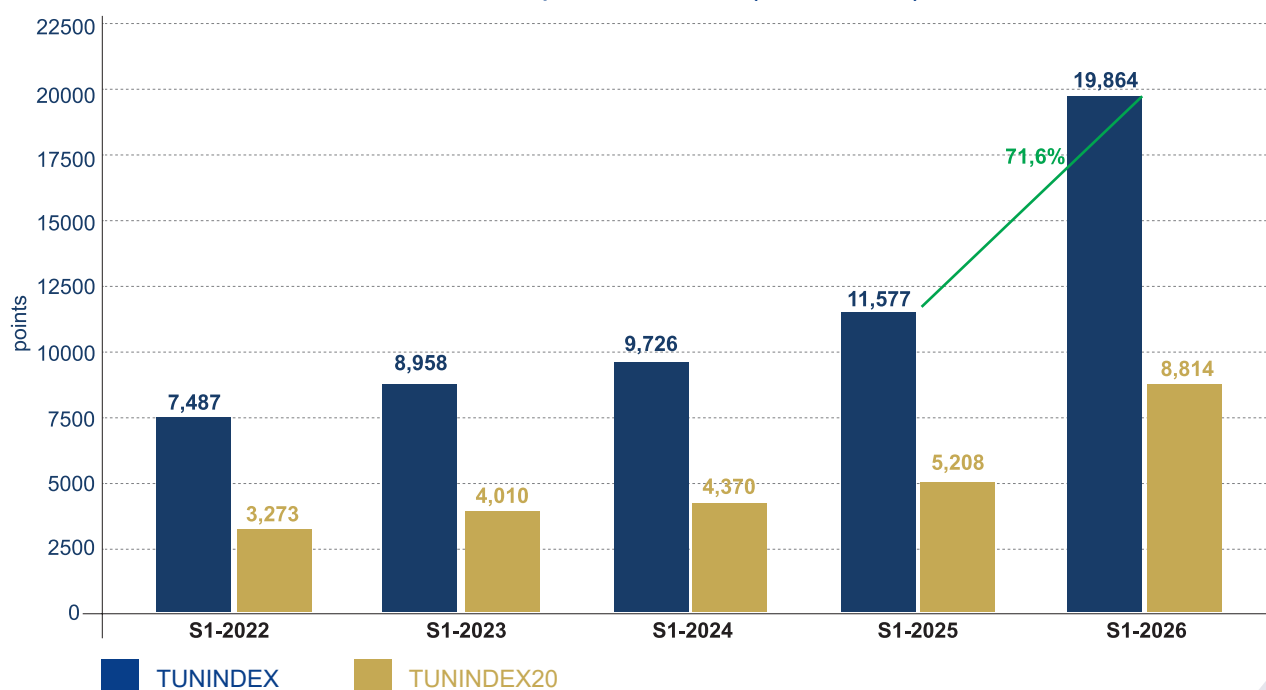
1.2 Historique des niveaux semestriels des indices

Sur cinq ans, la progression du TUNINDEX est continue avec une accélération spectaculaire en 2026 : +71,58 % par rapport

au niveau du premier semestre 2025, très supérieure aux variations précédentes (+3,32 % en 2022, +19,66 % en 2023, +8,57 % en 2024, +19,03 % en 2025).

Indice	S1-2022	S1-2023	S1-2024	S1-2025	S1-2026
TUNINDEX (pts)	7 486,52	8 958,46	9 726,08	11 577,09	19 863,75
TUNINDEX20 (pts)	3 272,85	4 009,74	4 369,81	5 208,01	8 814,29
Variation TUNINDEX (%)	+3,32 %	+19,66 %	+8,57 %	+19,03 %	+71,58 %

TUNINDEX & TUNINDEX20 - Historique semestriel (2022-2026)



Évolution historique des niveaux semestriels des indices (2022–2026) · Source : BVMT

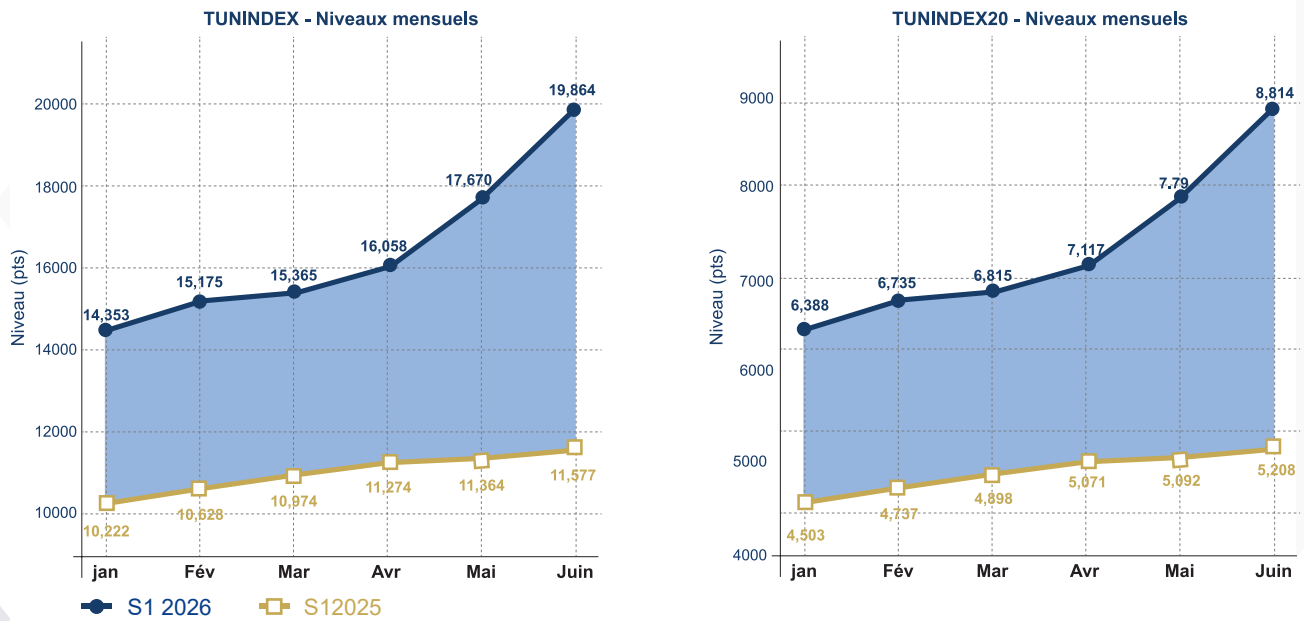
1.3 Niveaux mensuels des indices

La progression mensuelle du TUNINDEX est régulière de janvier à avril (+6,7% à +4,5%), hormis au mois de mars (1,25

%), avant une nette accélération en mai (+10,0%) et surtout en juin (+12,4%), ce dernier constituant la meilleure performance mensuelle du semestre. Le TUNINDEX20 suit une trajectoire quasi-identique, confirmant la largeur de la hausse.

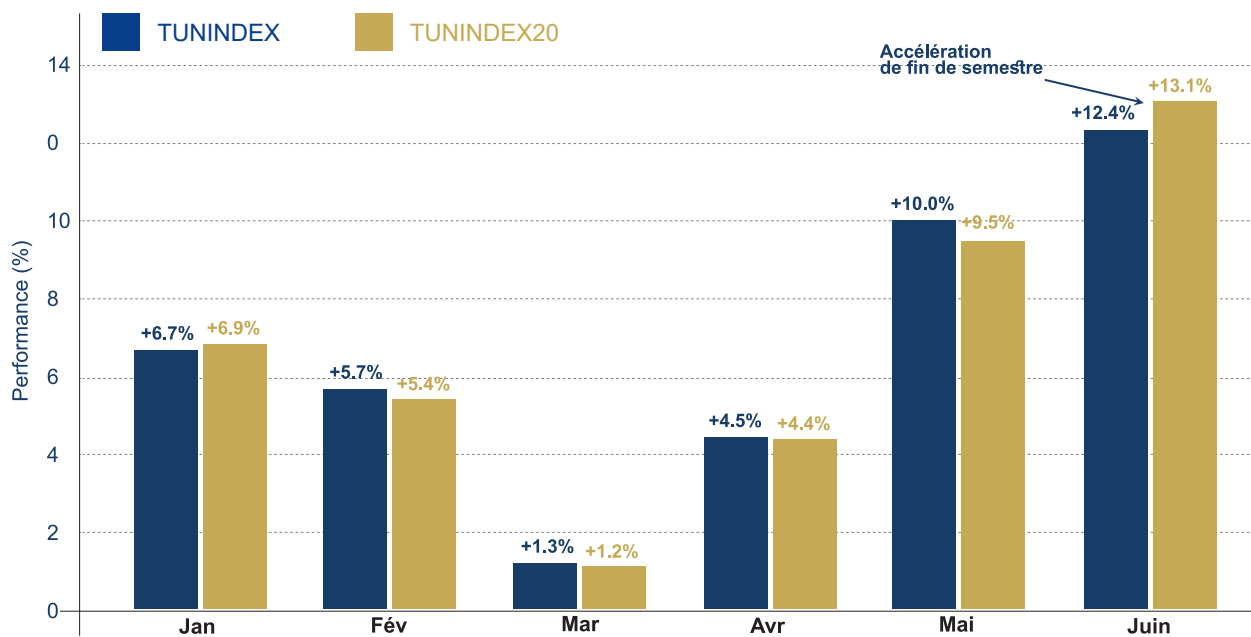
Indice / Mois	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Juin
TUNINDEX — S1-2026	14 353	15 175	15 365	16 058	17 670	19 864
TUNINDEX — S1-2025	10 222	10 628	10 974	11 274	11 364	11 577
TUNINDEX20 — S1-2026	6 388	6 735	6 815	7 117	7 794	8 814
TUNINDEX20 — S1-2025	4 503	4 737	4 898	5 071	5 092	5 208
Perf. mens. TUNINDEX	+6,72%	+5,72%	+1,25%	+4,51%	+10,04%	+12,42%
Perf. mens. TUNINDEX20	+6,91%	+5,43%	+1,19%	+4,44%	+9,51%	+13,09%

Niveau mensuel S1 2026 vs S1 2025



Niveaux mensuels TUNINDEX et TUNINDEX20 : S1 2026 vs S1 2025 · Source : BVMT

Performances mensuelles - S1 2026



Performances mensuelles TUNINDEX & TUNINDEX20 — S1 2026 · Source : BVMT

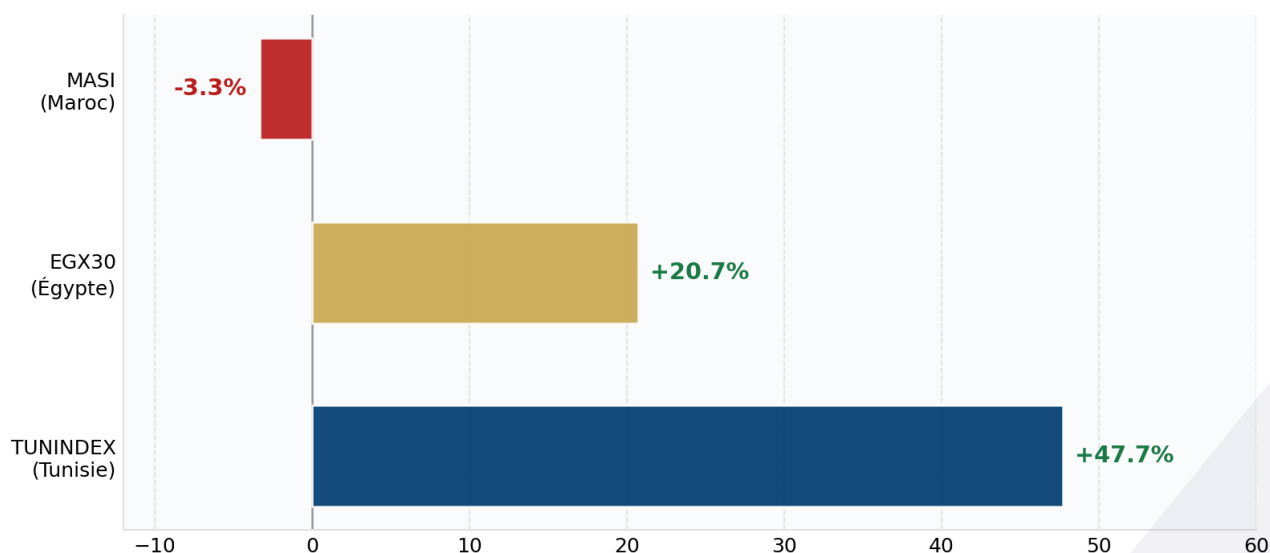
1.4 Benchmark régional — Performances au 30/06/2026

La comparaison avec les places égyptienne et marocaine met en évidence la singularité du marché tunisien : le TUNINDEX affiche une hausse de 47,69 %,

contre +20,70 % pour l'EGX30 (Égypte) et une baisse de 3,34 % pour le MASI (Maroc). Cet écart de plus de 27 points de pourcentage avec l'indice égyptien, et de plus de 51 points avec celui marocain, confirme le statut de marché le plus performant de la zone.

MARCHÉ / INDICE	PERFORMANCE S1 2026 (%)
TUNINDEX (Tunisie)	+47,69 %
EGX30 (Égypte)	+20,70 %
MASI (Maroc)	-3,34 %

Benchmark régional — Performances S1 2026 (%)



Benchmark régional : performances au 30 juin 2026 (%) · Source : BVMT, Bourses régionales

Faits marquants & Conclusions

- Le TUNINDEX frôle les 20 000 points, clôturant à 19 863,75 pts (+47,69 %), établissant un record historique et représentant plus de trois fois la performance du S1-2025 (+16,31 %).
- Le TUNINDEX20 progresse quasi à l'identique (+47,51 %), avec un écart de seulement -0,17 pp par rapport au TUNINDEX, confirmant une hausse large, diffuse et non concentrée sur les seules grandes capitalisations.
- L'analyse sur 5 ans révèle une accélération sans précédent : +71,58 % de progression du TUNINDEX entre S1-2025 et S1-2026, contre des hausses annuelles de +3 % à +20 % lors des exercices précédents.
- Juin constitue le mois le plus dynamique du semestre : +12,42 % pour le TUNINDEX et +13,09 % pour le TUNINDEX20.
- Sur le plan régional, la Tunisie s'impose comme le marché le plus performant de la région : +47,69 % pour le TUNINDEX, contre +20,70 % pour l'EGX30 égyptien et -3,34 % pour le MASI marocain, soit des écarts respectifs de plus de 27 et 51 points de pourcentage.
- Cette performance exceptionnelle place la Bourse de Tunis en position de leader régional et reflète un regain de confiance des investisseurs, tant locaux qu'étrangers, dans un contexte de valorisations en forte hausse et de liquidité renforcée sur l'ensemble du marché.

2 - QUALITÉ DE LA PERFORMANCE

Répartition des valeurs et ratio Market Breadth au 30 juin 2026

Chiffres clés du premier semestre 2026

RATIO BREADTH MOYEN S1-2026	VALEURS EN HAUSSE S1-2026	VALEURS EN BAISSSE S1-2026	VALEURS STABLES S1-2026
1,113 Hausse large et diffuse	63 valeurs 84 % de la cote (75 valeurs)	9 valeurs 12 % de la cote (vs 31,1 % S1-25)	3 valeurs 4 % de la cote (même taux en S1-25)

2.1 Ratio hausse/baisse (breadth) mensuel au 30 juin 2026

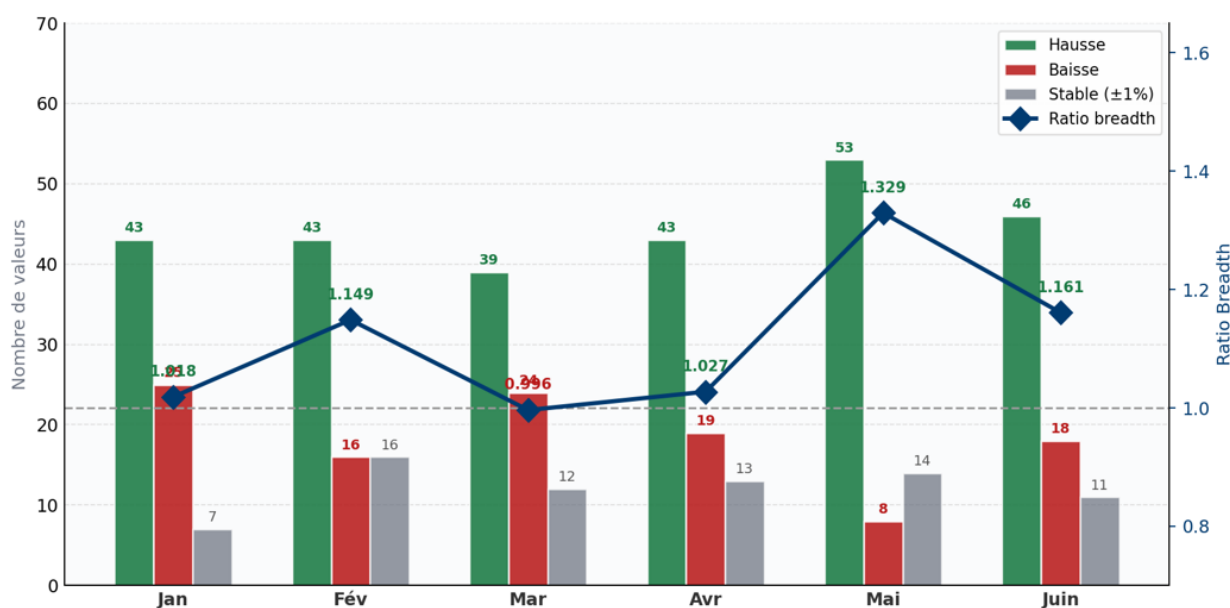
Le ratio Market breadth mensuel rapporte le nombre de valeurs en hausse à celui des valeurs en baisse. Un ratio supérieur à 1 signale une hausse diffuse ; un ratio

inférieur à 1 traduit une détérioration de la largeur du marché. Au terme du premier semestre 2026, le ratio breadth dépasse l'unité lors de 5 mois sur 6, confirmant que la progression des indices est portée par une large majorité de valeurs cotées.

Indicateur	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
Nbre de valeurs en hausse	43	43	39	43	53	46
Nbre de valeurs en baisse	25	16	24	19	8	18
Nbre de valeurs stables (±1%)	7	16	12	13	14	11
Ratio <i>Market Breadth</i>	1,018	1,149	0,996	1,027	1,329	1,161

Qualité de la performance — Ratio Breadth mensuel S1 2026

Nombre de valeurs en hausse / baisse / stable & ratio breadth



Décomposition mensuelle (hausse/baisse/stable) et ratio Market Breadth — S1 2026 · Source : CMF /BVMT

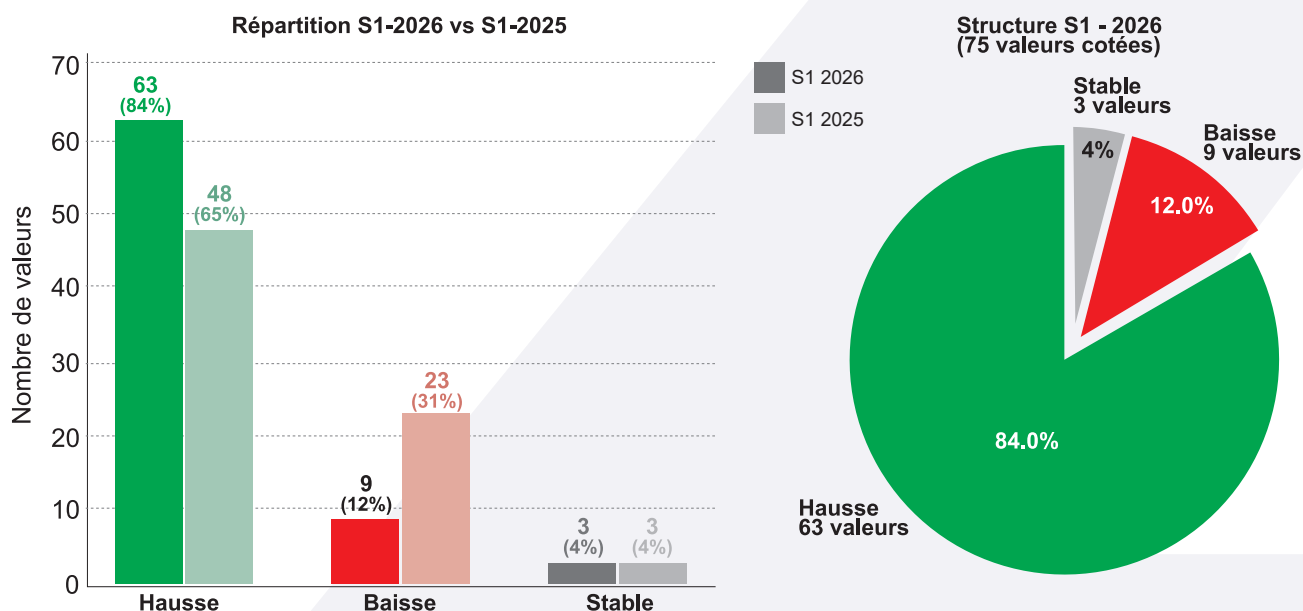
Le ratio Market Breadth atteint son pic en mai (1,329), simultanément à la meilleure performance mensuelle intermédiaire. Mars constitue le seul mois de contraction du ratio (0,996), sans pour autant remettre en cause la tendance haussière de fond. La moyenne mensuelle du semestre (1,113) confirme le caractère large et inclusif de la hausse.

2.2 Répartition des valeurs sur le semestre

Le bilan semestriel agrège les tendances mensuelles en une lecture synthétique du semestre complet. Sur 75 valeurs cotées, 63 affichent un bilan positif sur les six mois (84 %), contre 48 sur 74 à la fin du premier semestre 2025 (64,9 %). Ce constat illustre une amélioration sensible de la diffusion de la hausse et confirme son caractère généralisé.

Indicateur	S1 2026	S1 2025
Nbre de valeurs en hausse	63 (84%)	48 (65 %)
Nbre de valeurs en baisse	9 (12%)	23 (31%)
Nbre de valeurs stables ($\pm 1\%$)	3 (4%)	3 (4%)
Total valeurs cotées	75	74
Ratio <i>Market Breadth</i> semestriel	1,104	0,954

Répartition des valeurs - S1 2026 (%) vs S1 2025



Répartition semestrielle des valeurs (S1 2026 vs S1 2025) et structure de la cote · Source : CMF/BVMT

Le ratio *Market Breadth* semestriel s'établit à 1,104 contre 0,954 en S1-2025, franchissant nettement le seuil d'équilibre. Les valeurs en baisse ne représentent plus que 12 % de la cote contre 31,1 % un an plus

tôt, soit une division par 2,6 de la part des valeurs en repli, confirmant la diffusion large de la performance à travers l'ensemble du marché tunisien.

Faits marquants & Conclusions

- La hausse des indices s'appuie sur une assise élargie : 84 % des valeurs sont en progression au premier semestre 2026, contre 64,9 % un an plus tôt.
- Le ratio *Market Breadth* semestriel passe de 0,954 (S1-2025) à 1,104 (S1-2026), franchissant le seuil d'équilibre et signalant un retournement structurel : la hausse n'est plus l'apanage d'une minorité de valeurs, elle est désormais portée par la majorité de la cote.
- Le ratio de largeur du marché a atteint son pic en mai (1,329), parallèlement à une accélération marquée de la performance des indices, confirmant la corrélation entre l'ampleur de la participation et l'intensité de la hausse.
- Le mois de mars demeure le seul mois du semestre à afficher un ratio *Market Breadth* inférieur à l'équilibre (0,996).
- En un an, la part des valeurs en repli est passée de 31,1 % à 12 % de la cote, illustrant une amélioration notable de la qualité de la hausse et confirmant que la revalorisation des actifs bénéficie à l'ensemble du marché, au-delà de quelques titres isolés.

3 - INDICES SECTORIELS

Performance, évolution et Contributions au 30 juin 2026

Chiffres clés du premier semestre 2026

SECTEUR LE PLUS PERFORMANT	SECTEUR LE MOINS PERFORMANT	SECTEURS EN HAUSSE (/12)	DISPERSION DES PERFORMANCES
Banques +55,35 % (rang 1, vs rang 9 en 2025)	Prod. ménagers +3,50 % (rang 12, vs rang 5 en 2025)	12 / 12 tous les secteurs progressent	51,85 pts écart max-min (Banques – Prod. mén.)

3.1 Performances sectorielles S1 2026 vs S1 2025

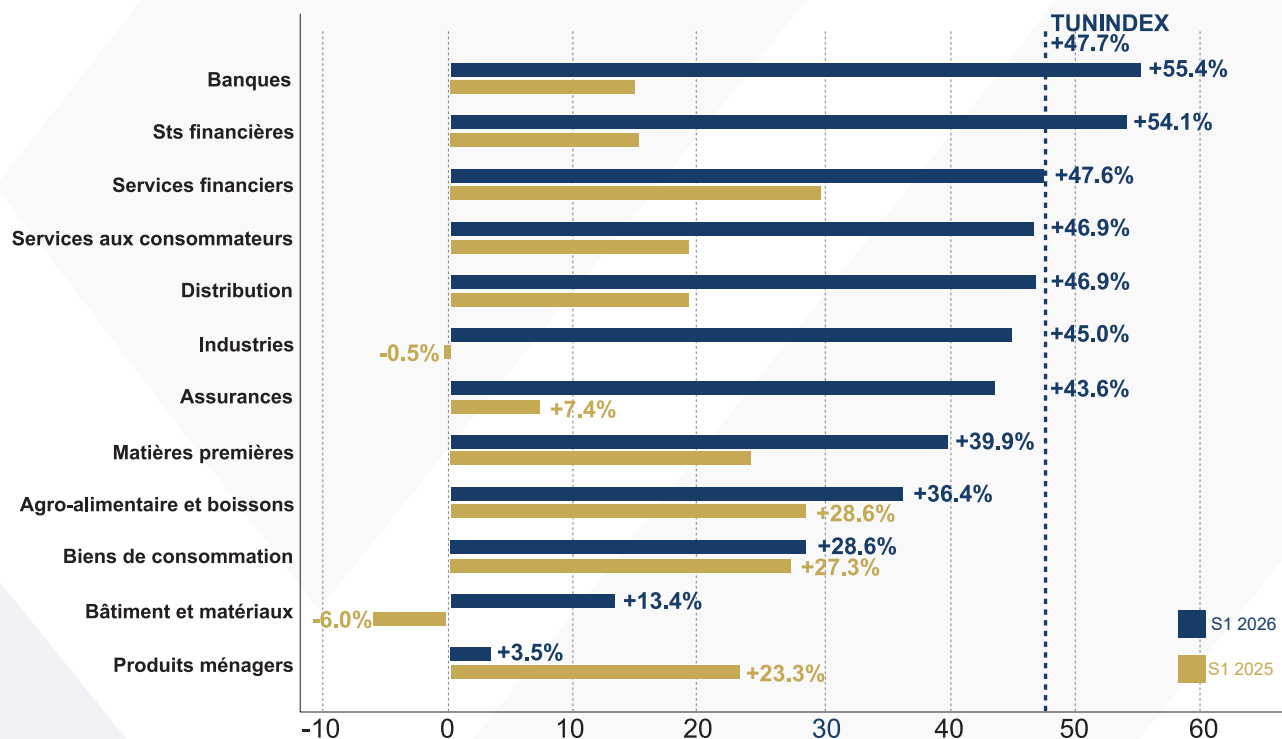
Le premier semestre 2026 se distingue par une situation exceptionnelle : l'ensemble des douze secteurs cotés à la BVMT affiche

une évolution positive, traduisant la portée universelle de la dynamique haussière du marché tunisien. Le classement 2026 bouleverse néanmoins la hiérarchie de 2025, avec des mouvements de rang très marqués.

Rg	Secteur	Perf. S1-2026	Perf. S1-2025	Poids secteur	Évol. rang	Rang N-1
1	Banques	+55,35 %	+14,85 %	58,17 %	▲ +8	9
2	Sociétés financières	+54,12 %	+15,25 %	65,90 %	▲ +6	8
3	Services financiers	+47,64 %	+29,91 %	3,42 %	▼ -2	1
4	Services aux consommateurs	+46,87 %	+19,20 %	3,48 %	▲ +2	6
5	Distribution	+46,87 %	+19,20 %	3,48 %	▲ +2	7
6	Industries	+45,03 %	-0,46 %	7,42 %	▲ +5	11
7	Assurances	+43,65 %	+7,41 %	4,31 %	▲ +3	10
8	Matières premières	+39,88 %	+24,10 %	1,99 %	▼ -4	4
9	Agro-alimentaire et boissons	+36,37 %	+28,62 %	15,08 %	▼ -7	2
10	Biens de consommation	+28,62 %	+27,32 %	18,65 %	▼ -7	3
11	Bâtiment et matériaux	+13,44 %	-6,05 %	2,64 %	▲ +1	12
12	Produits ménagers	+3,50 %	+23,31 %	3,56 %	▼ -7	5
—	TUNINDEX	+47,69 %	+16,31 %	—	—	—

performances sectorielles - S1 2026 vs S1 2025

En % - ligne pointillée = TUNINDEX (+47.7%) - source BVMT



Performances sectorielles au S1 2026 vs S1 2025 (%) · Ligne pointillée = TUNINDEX · Source : BVMT

Les Banques réalisent la plus forte progression de rang du semestre (+8 places, du 9^{ème} au 1^{er} rang), portée par la convergence de plusieurs facteurs favorables : une forte progression des bénéfices, des distributions de dividendes particulièrement attractives et l'amélioration des fondamentaux prudentiels ainsi que le poids prépondérant des banques dans la capitalisation de la Bourse de Tunis. À

l'inverse, les secteurs Agro-alimentaire, Biens de consommation et Produits ménagers reculent chacun de 7 rangs, malgré des performances absolues toujours positives, illustrant une rotation sectorielle vers les valeurs financières et cycliques. La dispersion des performances (51,85 points entre Banques et Produits ménagers) reste significative malgré l'universalité de la hausse.

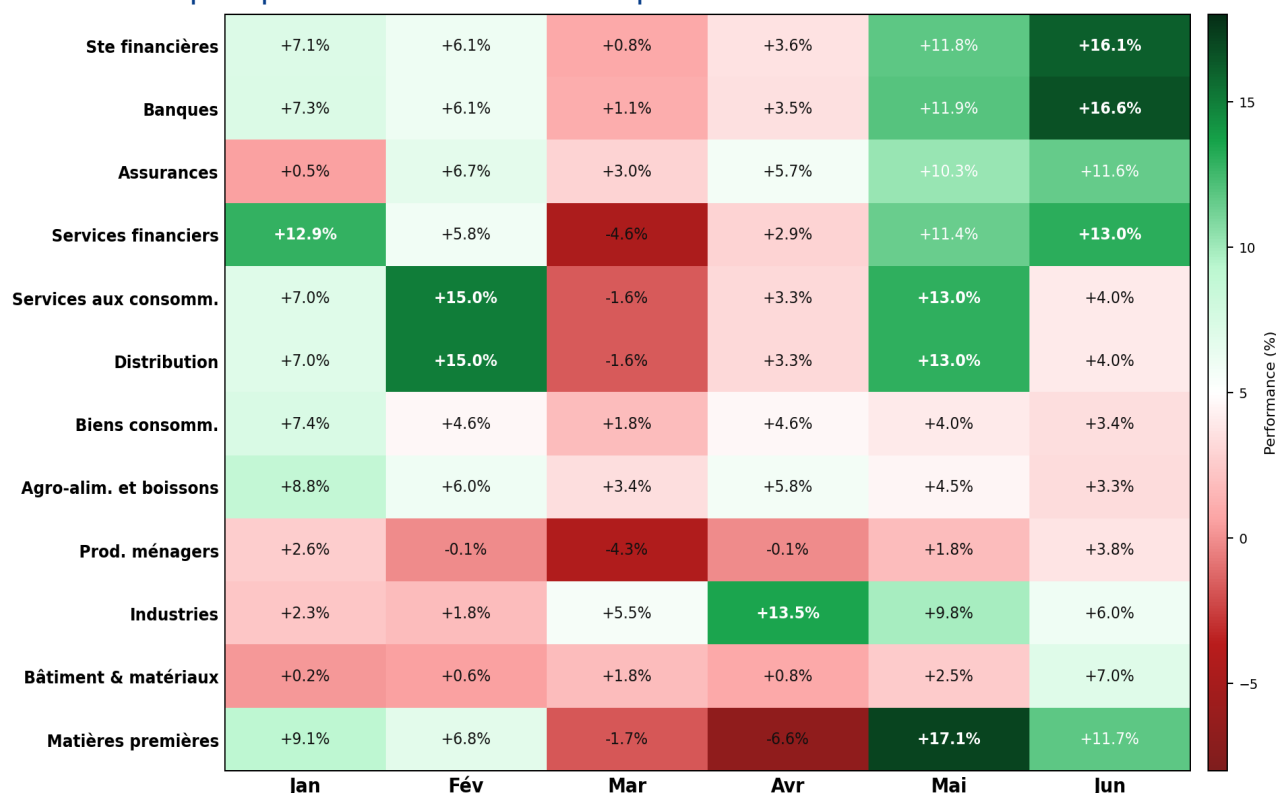
3.2 Carte thermique des performances mensuelles

La carte thermique visualise l'intensité des performances mensuelles par secteur. Le dégradé du rouge au vert foncé permet d'identifier les phases d'accélération et de consolidation.

Le mois de mai concentre les meilleures performances mensuelles tous secteurs confondus, en particulier les Matières premières (+17,1 %). Le mois de juin

confirme la dynamique bancaire (+16,6 %) et financière (+16,1 %). Le mois de mars est le mois le plus difficile : cinq secteurs affichent une performance négative, notamment les Services financiers (-4,6 %) et les Produits ménagers (-4,3 %). Ce dernier secteur cumule trois mois négatifs sur six, expliquant son cumul semestriel limité à +3,5 %.

Carte thermique - performances mensuelles par secteur - S1 2026



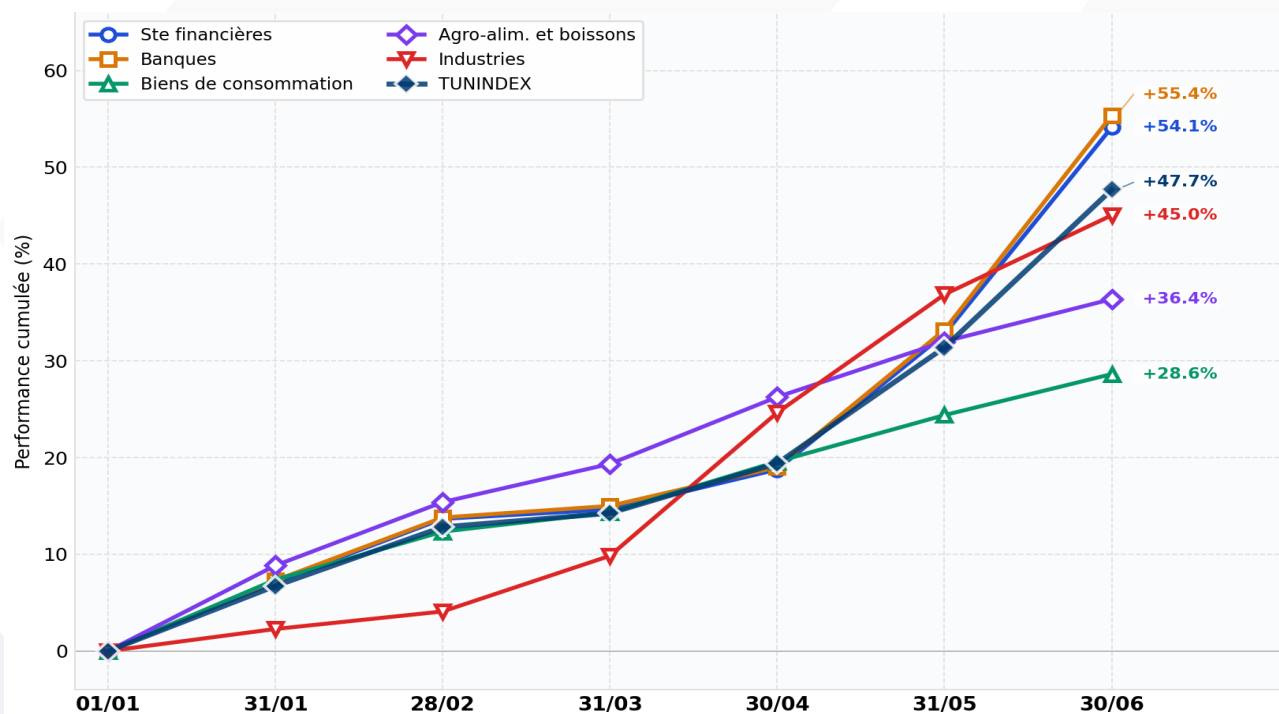
Carte thermique des performances mensuelles par secteur — S1 2026 · Source : CMF /BVMT

3.3 Trajectoires sectorielles normalisées (base 0 = 01/01/2026)

La normalisation à zéro au 1er janvier 2026 permet de comparer la régularité de la progression de chaque secteur, indépendamment des niveaux absolus.

Secteur / Indice	01/01	31/01	28/02	31/03	30/04	31/05	30/06
Ste financières	0,0%	+7,1%	+13,7%	+14,6%	+18,8%	+32,8%	+54,1%
Banques	0,0%	+7,3%	+13,8%	+15,0%	+19,0%	+33,2%	+55,4%
Biens de consomm.	0,0%	+7,4%	+12,3%	+14,3%	+19,6%	+24,4%	+28,6%
Agro-alim. et boissons	0,0%	+8,8%	+15,4%	+19,3%	+26,3%	+32,0%	+36,4%
Industries	0,0%	+2,3%	+4,1%	+9,8%	+24,6%	+36,9%	+45,0%
TUNINDEX	0,0%	+6,7%	+12,8%	+14,2%	+19,4%	+31,4%	+47,7%

Trajectoires sectorielles normalisées - S1 2026



Trajectoires sectorielles normalisées (base 0 = 01/01/2026) · Source : CMF/BVMT

L'analyse sectorielle met en évidence trois trajectoires distinctes. Les Banques et Sociétés financières affichent une progression régulière, systématiquement supérieure à celle du TUNINDEX sur l'ensemble du semestre. Le secteur des Industries connaît une accélération tardive

spectaculaire : quasi-stable jusqu'en février (+4,1 %), il rattrape puis dépasse le TUNINDEX à partir d'avril pour clôturer à +45,0 %. Les Biens de consommation et l'Agro-alimentaire progressent quant à eux plus modérément et de manière régulière, sans pic notable.

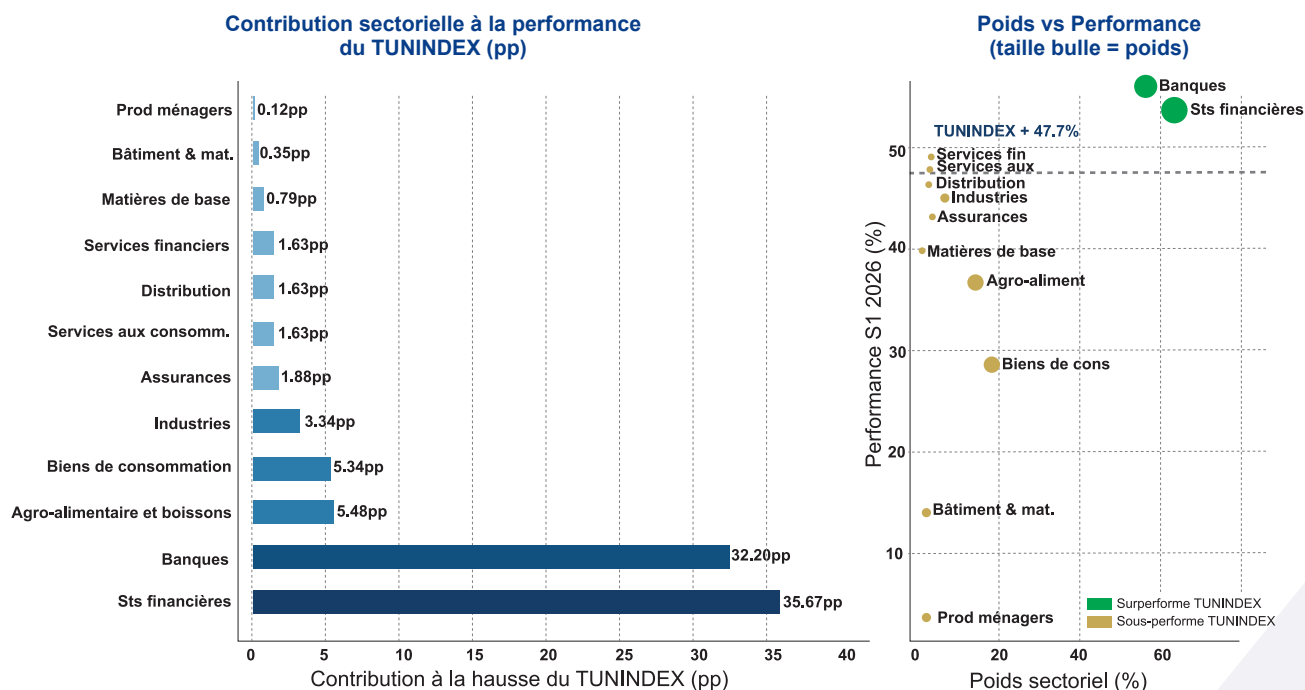
3.4 Contributions sectorielles à la performance du TUNINDEX

La contribution d'un secteur combine son poids et son rendement propre, révélant les véritables moteurs de la hausse de l'indice de référence (TUNINDEX).

Secteur	Poids	Rendement	Contribution (pts)	Rang contrib.
Ste financières	65,90 %	+54,12 %	35,67	1
Banques	58,17 %	+55,35 %	32,20	2
Agro-alimentaire	15,08 %	+36,37 %	5,48	3
Biens de consomm.	18,65 %	+28,62 %	5,34	4
Industries	7,42 %	+45,03 %	3,34	5
Assurances	4,31 %	+43,65 %	1,88	6
Distribution	3,48 %	+46,87 %	1,63	7
Svc aux consommateurs	3,48 %	+46,87 %	1,63	8
Services financiers	3,42 %	+47,64 %	1,63	9
Matières premières	1,99 %	+39,88 %	0,79	10
Bâtiment et matériaux	2,64 %	+13,44 %	0,35	11
Produits ménagers	3,56 %	+3,50 %	0,12	12

Contributions sectorielles & cartographie - S1 2026

Contributions = Poids x rendement sectoriel



Les Sociétés financières concentrent à elles seules 35,67 points de contribution, très largement dominantes dans la formation de la performance globale du TUNINDEX, en cohérence avec leurs poids sectoriels élevés (65,9 %). L'Agro-alimentaire et les Biens de consommation,

malgré des performances plus modestes, contribuent significativement grâce à leur poids important dans l'indice. À l'inverse, les Produits ménagers, en dépit d'un poids non négligeable (3,56 %), n'apportent qu'une contribution marginale (0,12 pt) compte tenu de leur faible performance relative.

Faits marquants & Conclusions

- **Fait inédit** : au premier semestre 2026, les douze secteurs cotés à la BVMT enregistrent tous une performance positive, contre dix seulement un an plus tôt. La hausse du marché tunisien apparaît ainsi totalement généralisée.
- Les Banques (perf. : +55,35 %) opèrent la remontée de rang la plus spectaculaire du semestre : du 9^{ème} au 1^{er} rang (+8 places). Cette performance est portée par l'efficacité opérationnelle de ces institutions financières plutôt qu'une expansion de l'économie réelle.
- Avec une contribution de 35,67 points à la progression du TUNINDEX, les Sociétés financières s'imposent comme le principal vecteur de la hausse, reflet de leur poids prépondérant dans la cote (65,9 %).
- Rotation sectorielle marquée : Agro-alimentaire, Biens de consommation et Produits ménagers reculent chacun de 7 rangs malgré des performances positives, tandis que le secteur Industriel progresse de 5 rangs grâce à une accélération tardive remarquable (de +4,1 % fin février à +45,0 % en juin).
- Les Produits ménagers demeurent le point faible du semestre : performance limitée à +3,50 % (dernier rang), pénalisée par trois mois négatifs sur six, notamment un net repli en mars (-4,3 %).
- Mai et juin concentrent l'essentiel de l'accélération sectorielle généralisée, avec des pics remarquables pour les Matières premières (+17,1 % en mai) et les Banques (+16,6 % en juin), confirmant une dynamique de fin de semestre exceptionnellement forte à travers tous les secteurs.

4 - CAPITALISATION BOURSÈRE

Valeurs globales, structure et répartition sectorielle

Chiffres clés du premier semestre 2026

CAPITALISATION AU 30/06/2026	VARIATION VS S1-2025	CAPI / PIB	STRUCTURE FLOTTANT
48 778 MDT 75 sociétés cotées	+63,4 % vs 29 850 MDT au S1-2025	30,49 % vs 19,90 % au S1-2025 (+10,6 pp)	23,9 % flottant (76,1% stratégique)

4.1 Valeurs globales et historique semestriel

La capitalisation boursière totale de la BVMT atteint 48 778 MDT au 30 juin 2026, contre 29 850 MDT un an plus tôt, soit une

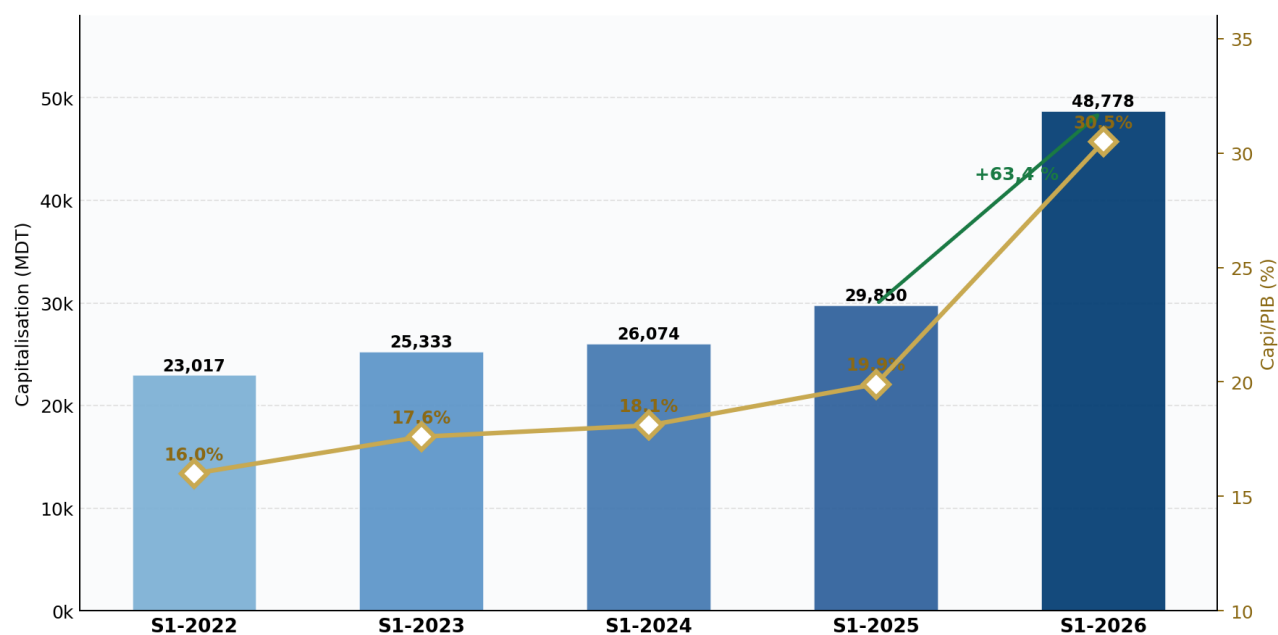
progression de +63,4 %. Ce niveau porte le ratio capitalisation/PIB à 30,49 %, en hausse de 10,6 points de pourcentage, un record historique pour la place tunisienne. Le nombre de sociétés cotées passe de 74 à 75.

Indicateur	S1 2026	S1 2025	Variation
Capitalisation au 30/06 (MDT)	48 778	29 850	+63,4 %
Capitalisation au 01/01 (MDT)	34 666	26 467	+31,0 %
En % du PIB (%)	30,49 %	19,90 %	+10,6 pp
Nombre de sociétés cotées	75	74	+1

Historique semestriel (de S1-2022 à S1-2026)

Semestre	Capitalisation (MDT)	Capi. / PIB (%)	Var. vs N-1
S1-2022	23 017	16,00 %	—
S1-2023	25 333	17,61 %	+10,1 %
S1-2024	26 074	18,10 %	+2,9 %
S1-2025	29 850	19,90 %	+14,5 %
S1-2026	48 778	30,49 %	+63,4 %

Capitalisation boursière et part du PIB - S1 - 2022 à S1 - 2026



Capitalisation boursière (MDT) et part du PIB (%) — de S1-2022 à S1-2026 · Source : BVMT / CMF

La progression de +63,4 % en un an constitue la plus forte hausse annuelle de la période observée, dépassant nettement les rythmes de croissance de 2023-2025 (entre +2,9 % et +14,5 %). Cette accélération

résulte à la fois de la résilience et de la performance des secteurs phares, ainsi que de la revalorisation généralisée des titres, portée par l'effet TUNINDEX (+47,7 %)

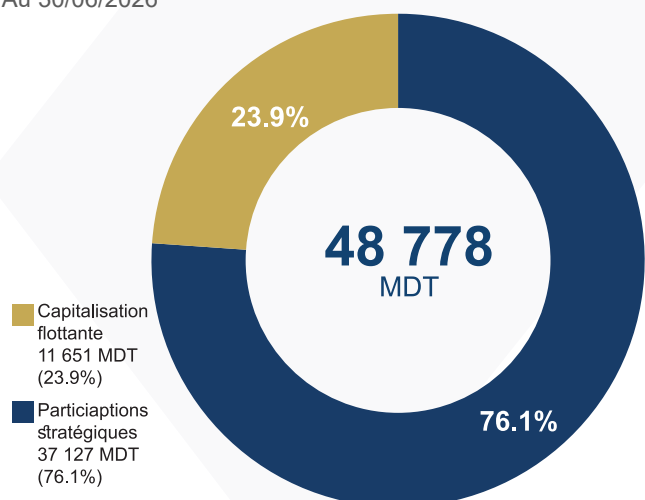
4.2 Structure de la capitalisation : flottant vs participations stratégiques

La capitalisation totale se décompose entre la capitalisation flottante (les actions réellement disponibles à l'échange) et les participations stratégiques détenues par des actionnaires de référence non-cédants.

Composante	Montant (MDT)	Part (%)
Capitalisation flottante	11 651	23,89 %
Participations stratégiques	37 127	76,11 %
TOTAL	48 778	100 %

Structure de la capitalisation flottante vs participation stratégiques

Au 30/06/2026



Au terme du premier semestre 2026, le flottant boursier s'élève à 11 651 MDT, représentant 23,89 % de la capitalisation totale, contre 22,88 % un an plus tôt. Les 76,11 % restants (37 127 MDT) correspondent à des participations stratégiques stables, détenues principalement par l'État, des groupes familiaux et des investisseurs de référence étrangers, confirmant la stabilité de l'actionnariat de contrôle.

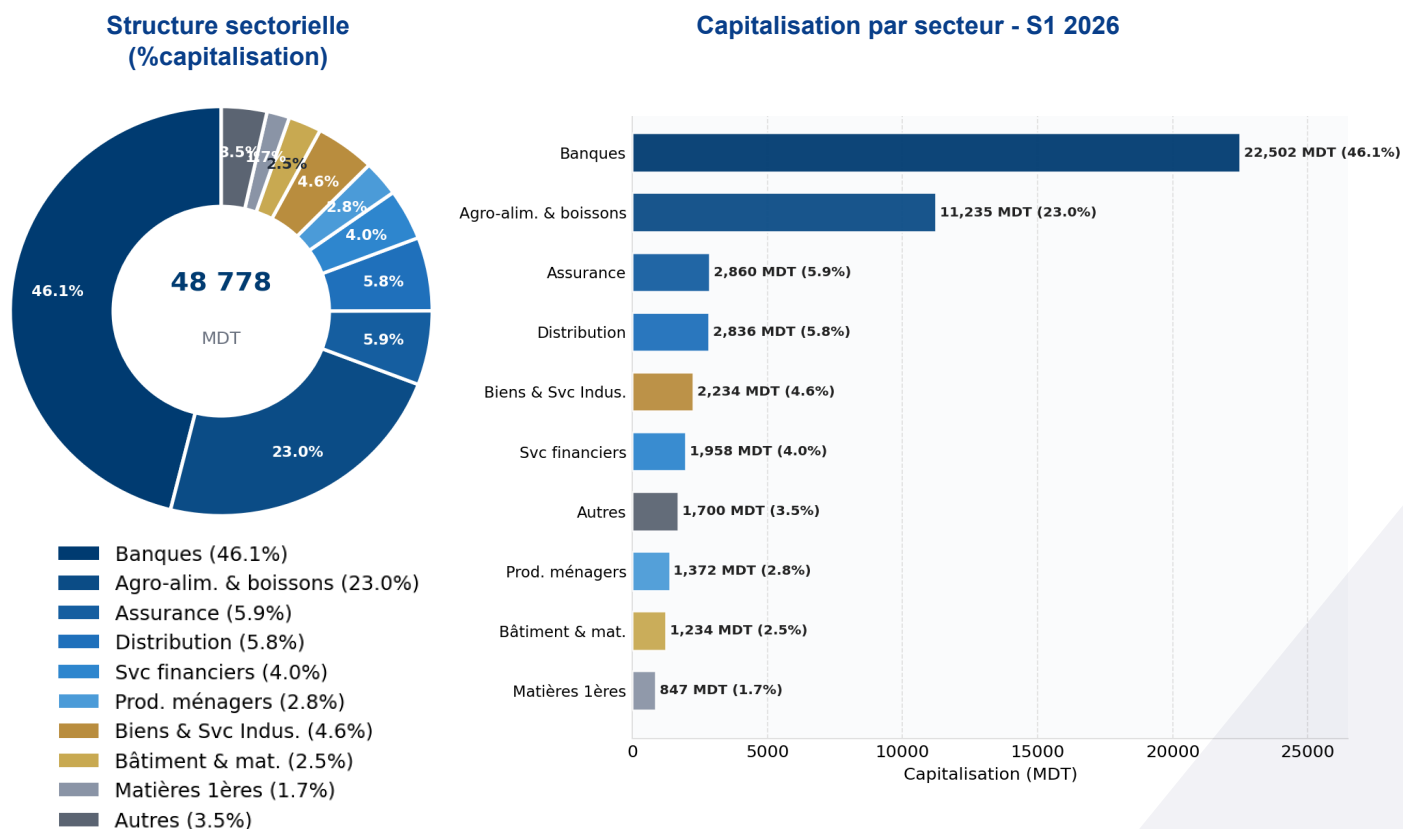
Structure de la capitalisation : flottant vs participations stratégiques — 30/06/2026 · Source : BVMT

4.3 Répartition sectorielle de la capitalisation

La structure sectorielle de la capitalisation tunisienne demeure dominée par les Banques et l'Agro-alimentaire, qui représentent ensemble près de 70 % du marché.

Secteur	Capitalisation (MDT)	Part (%)	Positionnement
Banques	22 502	46,13 %	1er secteur — Poids dominant
Agro-alimentaire et boissons	11 235	23,03 %	2e secteur
Assurance	2 860	5,86 %	3e secteur
Distribution	2 836	5,81 %	4e secteur
Biens & services industriels	2 234	4,58 %	5e secteur
Services financiers	1 958	4,01 %	6e secteur
Produits ménagers	1 372	2,81 %	7e secteur
Bâtiment & matériaux	1 234	2,53 %	8e secteur
Matières premières	847	1,74 %	9e secteur
Autres secteurs	1 700	3,49 %	—
TOTAL MARCHÉ	48 778	100 %	

Répartition sectorielle de la capitalisation boursière - 30 juin 2026



Répartition sectorielle de la capitalisation boursière — 30 juin 2026 · Source : BVMT / CMF

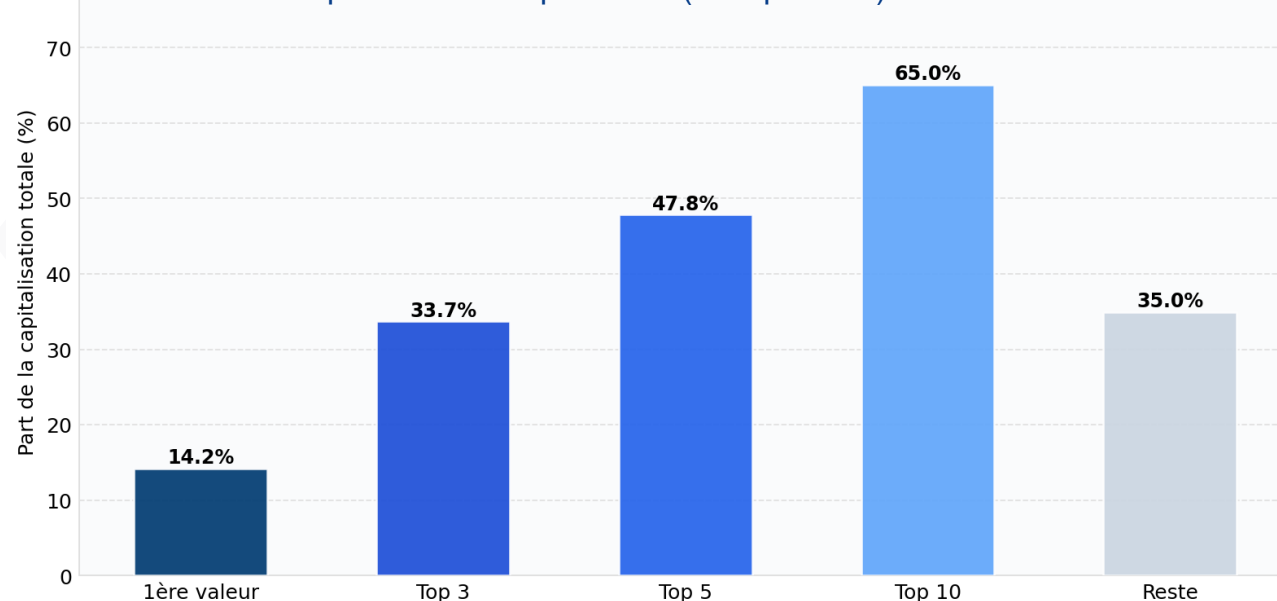
Au 30 juin 2026, le secteur bancaire atteint 22 502 MDT, soit plus de 46 % de la capitalisation totale, confirmant son poids prépondérant grâce à la progression soutenue des cours des grandes banques cotées. L'Agro-alimentaire maintient sa deuxième position (23,03 %). La

capitalisation boursière tunisienne se révèle fortement polarisée : deux secteurs concentrent à eux seuls près de 70 % du total, accentuant la tendance à la concentration sectorielle observée ces dernières années.

4.4 Concentration de la capitalisation (Top valeurs)

Segment	Capitalisation (MDT)	Part (%)
1ère valeur	6 936	14,22 %
Top 3	16 432	33,69 %
Top 5	23 330	47,83 %
Top 10	31 725	65,04 %
Reste (65 valeurs)	17 053	34,96 %

Concentration de la capitalisation - Top Valeurs (% capi totale)



Concentration de la capitalisation — Top valeurs (% capi totale) — 30/06/2026 · Source : BVMT / CMF

La concentration du marché reste stable en proportion : le Top 10 représente 65,04 % de la capitalisation totale, un niveau quasiment identique à celui du 30 juin 2025 (65,2 %), malgré le quasi-doublement de la capitalisation en valeur absolue. Ce

maintien du ratio de concentration signifie que la hausse s'est diffusée de manière proportionnellement homogène entre grandes et moyennes capitalisations, plutôt que de se concentrer exclusivement sur les plus grandes valeurs.

Faits marquants & Conclusions

- La capitalisation boursière de la BVMT franchit pour la première fois le seuil des 48 000 MDT, atteignant 48 778 MDT au 30 juin 2026, en progression de 63,4 % sur un an, une hausse d'une ampleur inédite ces dernières années.
- Le ratio capitalisation/PIB atteint 30,49 %, en hausse de 10,6 points de pourcentage par rapport à S1-2025, rapprochant la Tunisie des standards observés dans les marchés émergents plus matures de la région.
- La structure du marché demeure stable par rapport au S1-2025, avec un flottant représentant 23,9 % de la capitalisation et des participations stratégiques concentrant 76,1 %.
- Les Banques représentent le secteur le plus capitalisé avec 46,13 % du marché, devançant l'Agro-alimentaire (23,03 %). Ces deux secteurs concentrent près de 70 % de la capitalisation totale.
- La concentration du marché reste maîtrisée : le Top 10 des valeurs représente 65% de la capitalisation, un niveau quasi-inchangé par rapport au S1-2025 (65,2 %), signe que la hausse s'est diffusée à l'ensemble de la cote plutôt que de se concentrer sur quelques titres.
- En synthèse, le premier semestre 2026 marque une avancée structurelle : la profondeur financière progresse et le marché des capitaux prend davantage de poids dans l'économie.

5 - VOLUMES DES TRANSACTIONS

Analyse de la liquidité du marché au 30 juin 2026

Chiffres clés du premier semestre 2026

VOLUME TOTAL S1 2026	VARIATION VS S1 2025	VOL. MOYEN JOURNALIER	PART DU MARCHÉ DE BLOCS
2 029,8 MDT 400 345 transactions	+100,6 % vs 1 011,9 MDT au S1-2025	16,6 MDT/j vs 8,4 MDT/j au S1-2025	28,1 % Vs 19,6 % au S1-2025

5.1 Valeurs clés du semestre

Le volume total des transactions atteint 2 029,8 MDT au premier semestre 2026, contre 1 011,9 MDT au premier semestre 2025, soit un doublement quasi-exact

(+100,6%). Cette progression exceptionnelle s'explique par une combinaison de dynamiques de marché très actives, portées tant par des comportements spéculatifs que par des fondamentaux solides ainsi que par la réalisation d'opérations de bloc majeures.

Indicateur	S1 2026	S1 2025	Variation
Volume total (MDT)	2 029,83	1 011,92	+100,6 %
Nombre de transactions	400 345	247 081	+62 %
VMJ - Volume moyen journalier (MDT/j)	16,64	8,36	+99 %
Montant moyen par transaction (DT)	5 070	4 095	+23,8 %
VMJ record du semestre (MDT/j)	229,84	-	-
VMJ le plus bas du semestre (MDT/j)	4,17	-	-
Part Carnet d'ordres central (%)	71,88 %	80,43 %	-10,6 %
Part Marché de blocs (%)	28,12 %	19,57 %	43,7 %

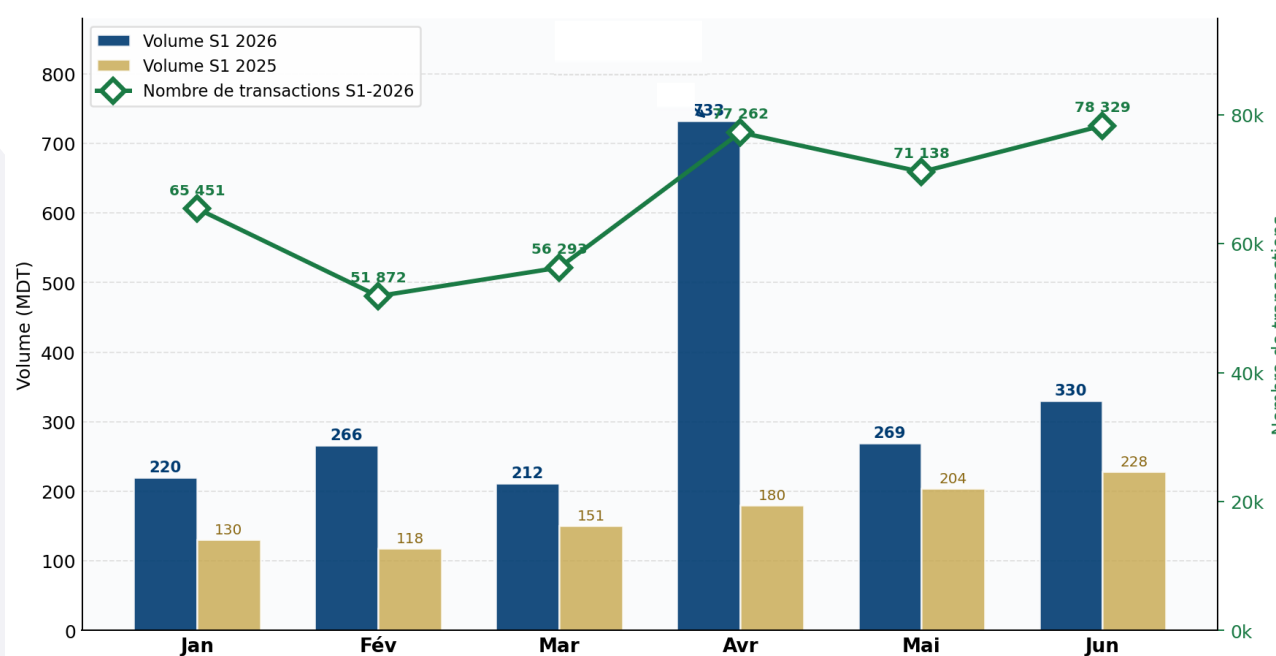
Le semestre marque un record absolu de liquidité pour la BVMT. Le doublement du volume s'accompagne d'une hausse de +23,8 % du montant moyen par transaction, signalant une intervention accrue d'investisseurs à tickets élevés. La part

du marché de blocs bondit à 28,12 % du volume total (contre 19,57 % au S1-2025), moyennant une progression de 43,7%, directement imputable aux transactions exceptionnelles du mois d'avril.

5.2 Volumes mensuels — S1 2026 vs S1 2025 (MDT)

Semestre / Mois	Janv.	Févr.	Mars	Avr.	Mai	Juin	TOTAL
S1 2026 (MDT)	219,9	265,9	211,7	732,9	269,3	330,2	2 029,8
S1 2025 (MDT)	130,3	118,0	150,9	180,2	204,3	228,2	1 011,9
Variation (%)	+68,8 %	+125,3 %	+40,3 %	+306,7 %	+31,8 %	+44,7 %	+100,6 %
Nbre de transactions S1-2026	65 451	51 872	56 293	77 262	71 138	78 329	400 345

Volumes mensuels des transactions - S1 2026 vs S1 2025 (MDT)



Volumes mensuels S1 2026 vs S1 2025 (MDT) et variation % · Source : BVMT

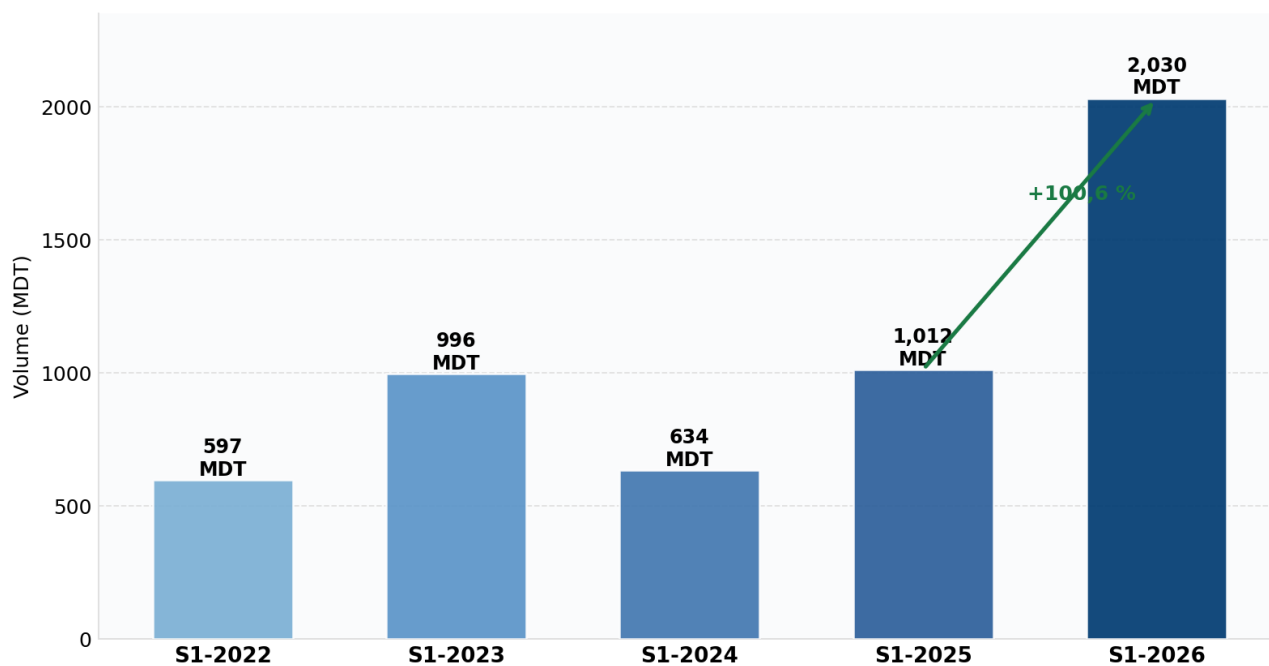
Le mois d'avril concentre à lui seul 36,1 % du volume semestriel (732,9 MDT), avec une variation extraordinaire de +306,7 % par rapport à avril 2025. Ce pic résulte directement des opérations de bloc relatives au transfert de contrôle de SOTUVER (211 MDT) et à Poulina

Group Holding (219 MDT). En dehors de ce mois exceptionnel, les volumes mensuels progressent de manière plus homogène, entre +31,8 % et +125,3 %, traduisant une amélioration structurelle de la liquidité indépendante des opérations exceptionnelles.

5.3 Historique des volumes semestriels (S1 2022–S1 2026)

Semestre	Volume (MDT)	Variation vs N-1
S1 2022	596,9	—
S1 2023	996,2	+66,9 %
S1 2024	633,7	-36,4 %
S1 2025	1 011,9	+59,7 %
S1 2026	2 029,8	+100,6 %

Volumes semestriels historiques - S1 2022 vs S1 2026 (MDT)



Volumes semestriels historiques de S1 2022 à S1 2026 (MDT) · Source : BVMT

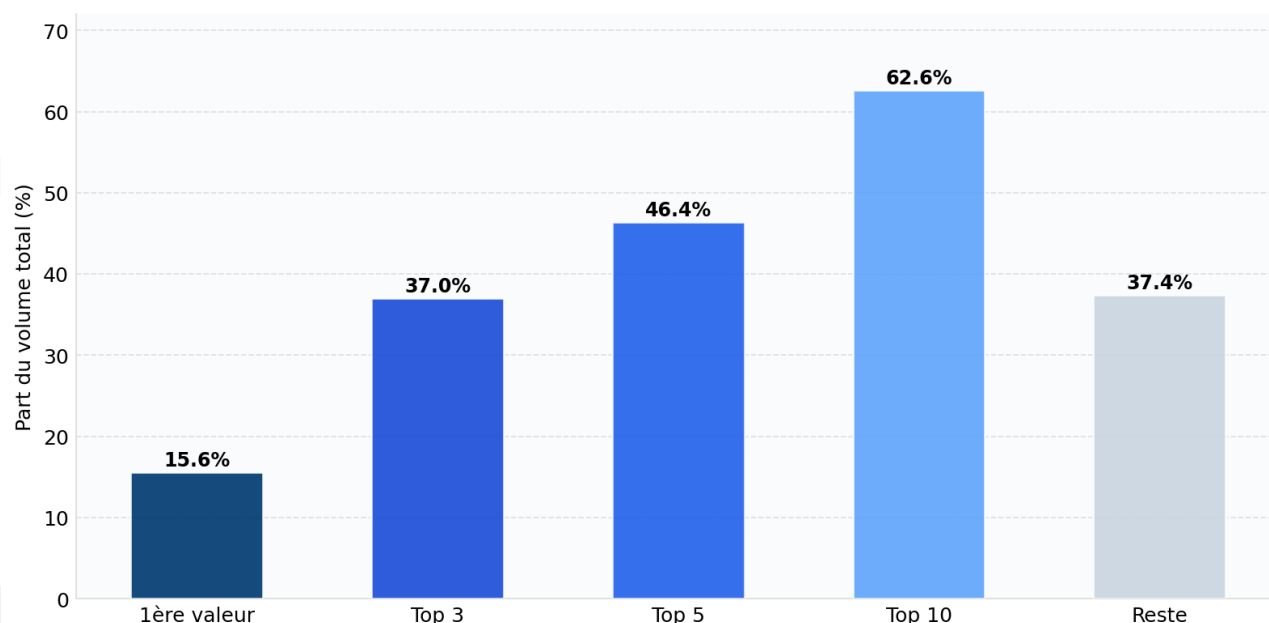
Le premier semestre 2026 établit un nouveau record historique à 2 029,8 MDT, dépassant de loin tous les semestres précédents. Contrairement au cycle 2022-2024, marqué par une alternance de hausses et de replis, la progression 2025-

2026 s'inscrit dans une dynamique haussière continue et accélérée, portée à la fois par la hausse générale du marché et par les opérations capitalistiques exceptionnelles du semestre.

5.4 Concentration des volumes (Top valeurs)

Segment	Volume (MDT)	Part (%)
1ère valeur	316,1	15,57 %
Top 3	751,0	37,00 %
Top 5	941,5	46,38 %
Top 10	1 270,8	62,61 %
Reste (65 valeurs)	759,0	37,39 %

Concentration des volumes - Top valeurs (% volume total)



Concentration des volumes — Top valeurs (% du volume total) — S1 2026 · Source : BVMT

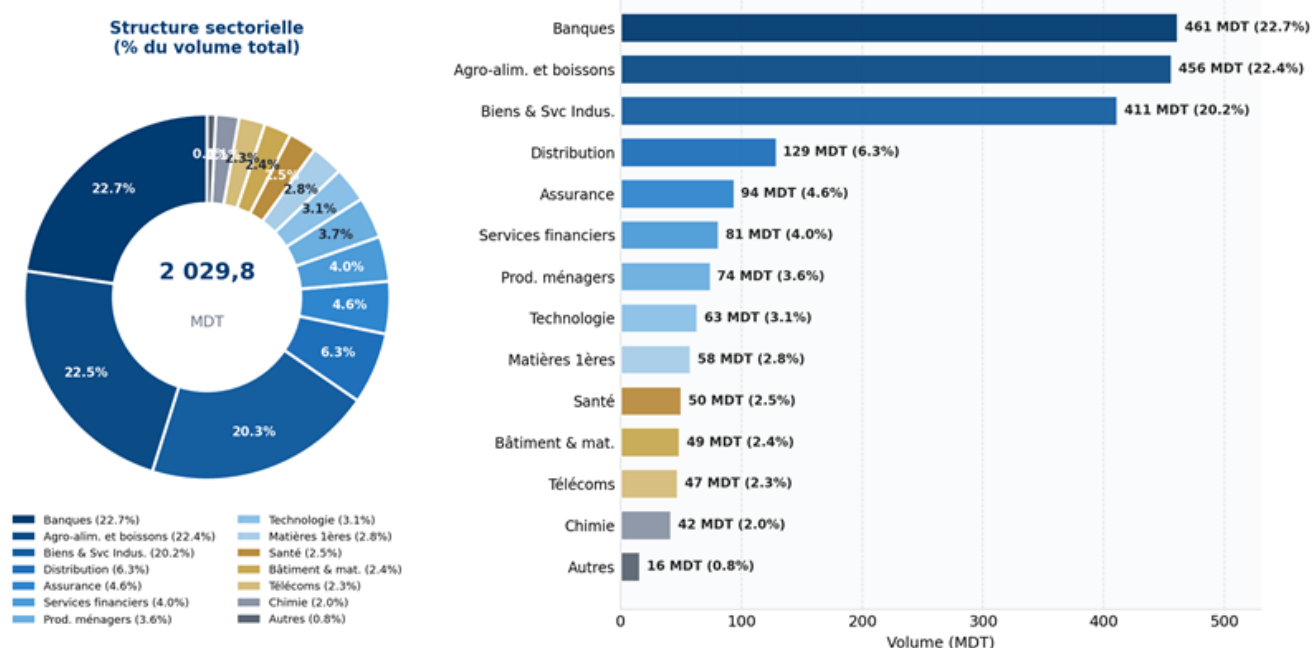
La première valeur concentre à elle seule 15,57 % du volume échangé (316,1 MDT), un niveau élevé directement lié aux opérations de bloc évoquées. Le Top 10 des valeurs les plus actives concentre 62,61 % du volume total, une

proportion cohérente avec la concentration en capitalisation (65,04 %). Toutefois, cette forte polarisation est à relativiser : l'essentiel de cette intensité provient de transactions de bloc exceptionnelles et non une tendance structurelle durable.

5.5 Répartition sectorielle des volumes

Secteur	Volume (MDT)	Part (%)	Positionnement
Banques	461,1	22,71 %	1er secteur
Agro-alimentaire et boissons	455,8	22,45 %	2e secteur
Biens et services industriels	411,1	20,25 %	3e secteur
Distribution	128,8	6,34 %	4e secteur
Assurance	93,9	4,63 %	5e secteur
Services financiers	80,8	3,98 %	6e secteur
Produits ménagers	74,2	3,65 %	7e secteur
Technologie	63,3	3,12 %	8e secteur
Matières premières	57,6	2,84 %	9e secteur
Santé	50,3	2,48 %	10e secteur
Bâtiment et matériaux	48,7	2,40 %	11e secteur
Télécommunications	47,1	2,32 %	12e secteur
Chimie	41,6	2,05 %	13e secteur
Autres	15,7	0,77 %	-
TOTAL MARCHÉ	2 029,8	100 %	

Répartition sectorielle des volumes échangés - S1 2026



Répartition sectorielle des volumes échangés — S1 2026 : Source : BVMF

Les Banques (22,71 %) devancent légèrement l'Agro-alimentaire (22,45 %) au classement des volumes échangés, reproduisant la même hiérarchie observée au premier semestre 2025. Le secteur des Biens et services industriels atteint une

part inhabituelle de 20,25 %, imputable à une transaction de bloc exceptionnelle de taille élevée. Au total, ces trois secteurs regroupent 65,4 % du volume échangé, une concentration proche de celle observée en capitalisation.

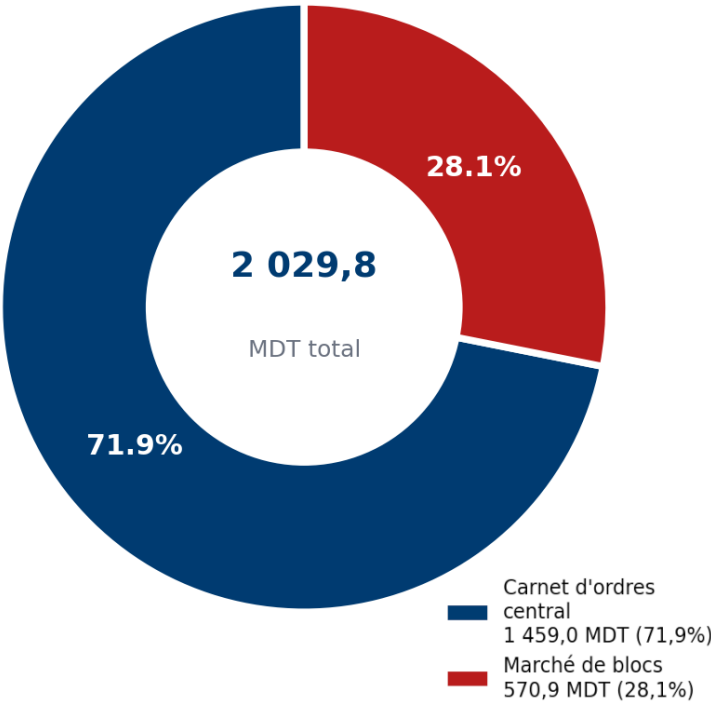
5.6 Structure du marché : Carnet d'ordres vs Marché de blocs

La ventilation des volumes entre le Carnet d'ordres central (échanges continus) et le Marché de blocs (transactions de gré à gré

de taille importante) constitue un indicateur clé de la nature de la liquidité du semestre.

Compartiment	Volume (MDT)	Part (%)
Carnet d'ordres central	1 459,0	71,88 %
Marché de blocs	570,9	28,12 %
TOTAL	2 029,8	100 %

Carnet d'ordres vs Marché de blocs - S1 2026



Carnet d'ordres central vs Marché de blocs — S1 2026 · Source : BVMT

La dynamique du marché de blocs au premier semestre 2026 traduit une rupture ponctuelle : sa part atteint 28,12 % du volume total (570,9 MDT), en forte progression par rapport aux 19,57 % du premier semestre 2025 (+43,7 %). Cette évolution est en partie imputable à trois opérations majeures d'avril : le transfert de contrôle de SOTUVER (211 MDT) et les cessions de Poulina Group Holding (219,2 MDT). Ces transactions concentrent plus des trois quarts du marché de blocs du semestre, confirmant le caractère exceptionnel de la configuration. En l'absence de ces opérations, la structure serait restée conforme aux tendances historiques

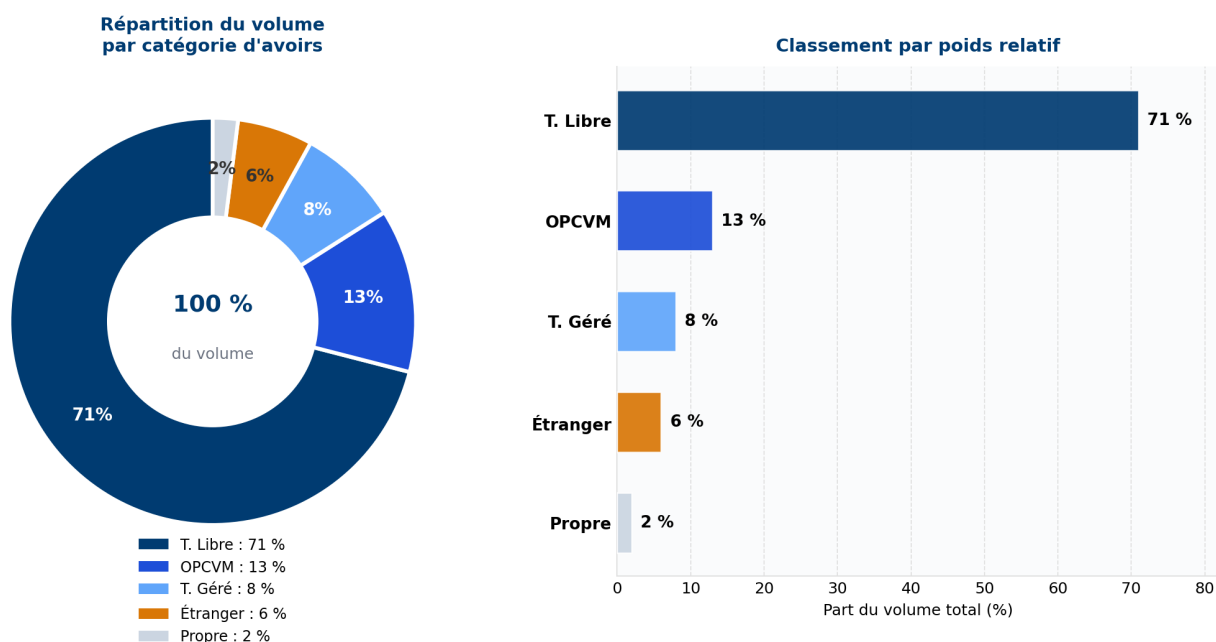
5.7 Structure des intervenants sur le marché

La répartition du volume échangé par catégorie d'avoirs identifie le profil des intervenants actifs sur le marché au cours du premier semestre 2026, distinguant

les comptes en gestion libre, les OPCVM, les comptes en gestion sous mandat, les investisseurs étrangers et les comptes propres des intermédiaires.

Catégorie d'avoirs	Part (%)
T. Libre	70,75%
OPCVM	12,86%
T. Géré	7,97%
Étranger	5,89%
Propre	2,28%
TOTAL	100 %

Structure des intervenants- Répartition par catégorie d'avoirs - (S1 2026)



Répartition du volume par catégorie d'avoirs — S1 2026 · Source : BVMT

Les comptes en gestion libre dominent très largement l'activité transactionnelle avec 71 % du volume échangé, confirmant que l'essentiel de la liquidité du marché tunisien provient de décisions d'investissement directes des donneurs d'ordres, plutôt que de mandats de gestion déléguée. Les OPCVM, avec 13 % du volume, constituent le deuxième intervenant, un poids cohérent avec leur rôle d'investisseur collectif actif mais non dominant sur le marché actions. La gestion sous mandat (8 %) et les

investisseurs étrangers (6 %) occupent des positions plus marginales, tandis que les comptes propres des intermédiaires en bourse ne représentent que 2 % du volume, traduisant non pas une activité de teneur de marché mais simplement le placement ponctuel de leurs liquidités. Cette structure, où les trois quarts du volume proviennent de décisions directes des investisseurs (T. Libre + Étranger), contraste avec les marchés plus intermédiés dominés par la gestion collective ou sous mandat.

Faits marquants & Conclusions

- Le volume total des transactions double quasiment sur un an, atteignant 2 029,8 MDT (+101 %), un record historique absolu pour la BVMT, porté par un VMJ de 16,64 MDT/j (+99 %).
- Le mois d'avril concentre 36 % du volume semestriel (732,9 MDT, +306 % vs avril 2025), sous l'effet de trois transactions de bloc exceptionnelles.
- Ces opérations expliquent également la mutation de la structure du marché : la part du marché de blocs passe de 20 % à 28 % du volume total, soit une évolution notable de 44 %.
- Le montant moyen par transaction progresse de 24 %, atteignant 5 070 DT. Cette évolution confirme une présence accrue d'investisseurs opérant sur des tickets élevés.
- Le classement sectoriel des volumes échangés place en tête les Banques (23 %), suivies de près par l'Agro-alimentaire (22 %). Le secteur des Biens et services industriels complète le trio de tête.
- La structure des intervenants confirme la place centrale de l'investisseur direct : les comptes en gestion libre pèsent 71 % du volume, contre seulement 13 % pour les OPCVM, 8 % pour la gestion sous mandat. Le marché tunisien demeure encore peu intermédié par la gestion collective ou déléguée.
- En synthèse, si le doublement du volume traduit une amélioration tangible et durable de la liquidité du marché tunisien, une part significative de cette progression demeure liée à des opérations capitalistiques exceptionnelles et non récurrentes.

6 - PARTICIPATION ÉTRANGÈRE

Flux, portefeuille et répartition sectorielle au 30 juin 2026

Chiffres clés du premier semestre 2026

ACHATS BRUTS ÉTRANGERS	FLUX NETS ÉTRANGERS	ENCOURS PORTEFEUILLE ÉTRANGERS	% DE LA CAPI. DU MARCHÉ
229,0 MDT dont 212,2 MDT en avril (SOTUVER)	+218,2 MDT Solde acheteur net sur le semestre	8 974,6 MDT +55,0 % vs S1-2025	18,40 % vs 19,40 % au S1-2025 (-1,0 pp)

6.1 Flux étrangers mensuels

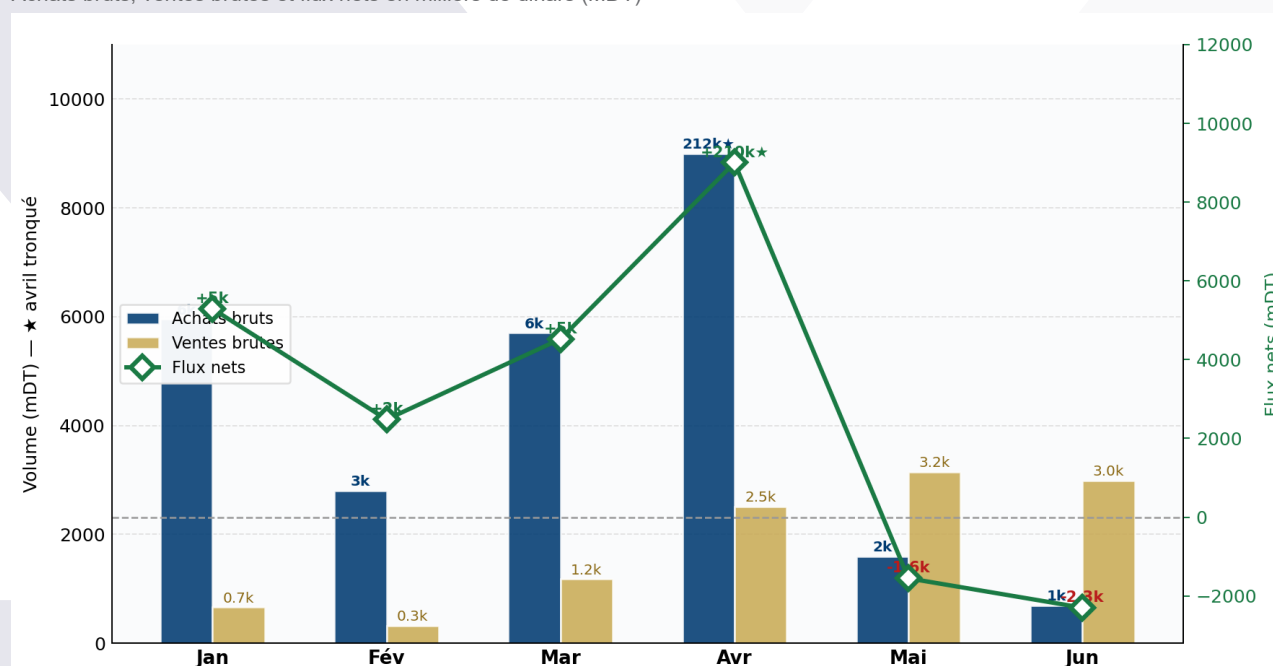
Les flux étrangers mesurent les mouvements d'achat et de vente des investisseurs non-résidents sur les titres cotés à la BVMT. Le premier semestre 2026

est marqué par un afflux exceptionnel en avril, directement lié à l'acquisition par le groupe néerlandais BA Glass B.V. de 41,28 % du capital de SOTUVER (16 204 636 actions valorisées à 211 MDT).

Flux étrangers (mDT)	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	TOTAL S1
Achats bruts étrangers	5 952	2 803	5 701	212 247	1 600	695	228 998
Ventes brutes étrangères	664	323	1 177	2 513	3 152	2 992	10 821
Flux nets étrangers	+5 288	+2 480	+4 524	+209 734	-1 552	-2 297	+218 177
Signal acheteur / vendeur	Acheteur	Acheteur	Acheteur	Fort acheteur	Vendeur	Vendeur	Net acheteur

Flux étrangers mensuels - S1 2026 (MDT)

Achats bruts, ventes brutes et flux nets en milliers de dinars (MDT)



Flux étrangers mensuels S1 2026 (mDT) · ★ Valeur avril tronquée pour lisibilité · Source : BVMT

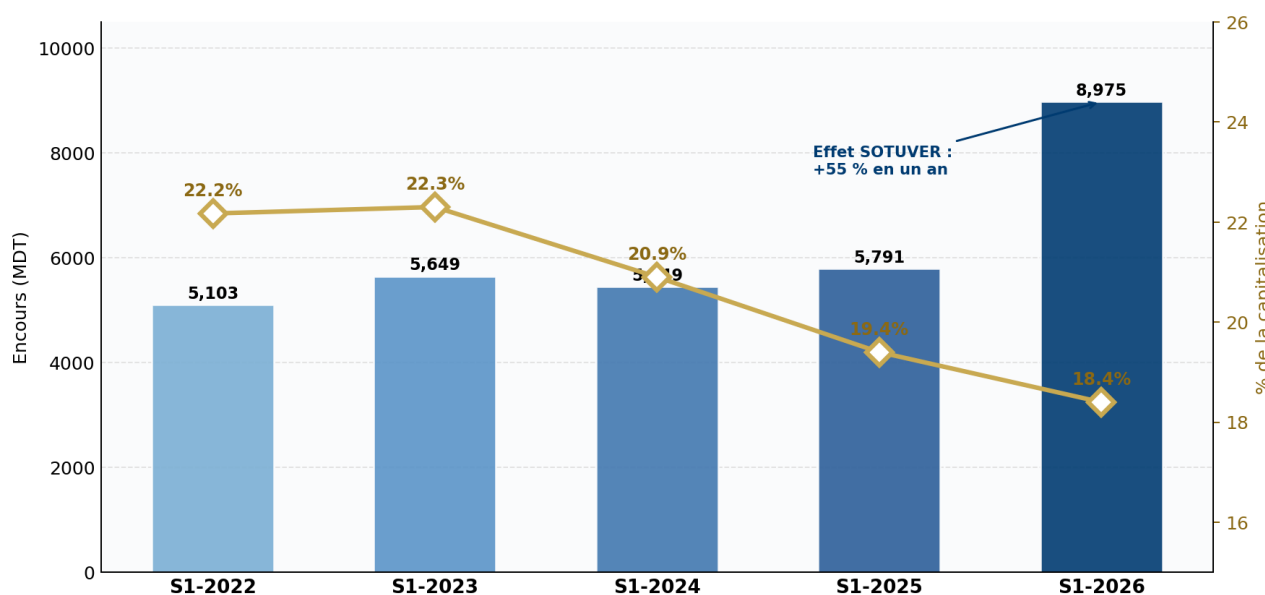
Le mois d'avril représente à lui seul 92,7 % des achats bruts étrangers du semestre (212 247 mDT sur 228 998 mDT), générant un flux net de +209 734 mDT, représentant l'essentiel de l'excédent

acheteur net du semestre (+218 177 mDT). En excluant cet effet exceptionnel, le flux net des cinq autres mois ressort à seulement +8 443 mDT, avec deux mois vendeurs nets (mai et juin).

6.2 Évolution du portefeuille étranger (S1-2022 à S1-2026)

Semestre	Encours portefeuille (MDT)	% capitalisation du marché	Variation encours
S1-2022	5 102,98	22,17 %	—
S1-2023	5 649,26	22,30 %	+10,7 %
S1-2024	5 449,47	20,90 %	-3,5 %
S1-2025	5 790,90	19,40 %	+6,3 %
S1-2026	8 974,55	18,40 %	+55,0 %

Portefeuille étranger - Encours et part de la capitalisation



Encours du portefeuille étranger (MDT) et part de la capitalisation (%) — S1-2022 à S1-2026 · Source : CMF / BVMT

En un an, l'encours du portefeuille étranger s'est accru de 55,0 %, atteignant 8 974,6 MDT, ce qui traduit un intérêt marqué des investisseurs non-résidents pour le marché tunisien. Paradoxalement, la part relative des étrangers dans la capitalisation totale recule légèrement (18,40 % contre 19,40 % au S1-2025), car la capitalisation

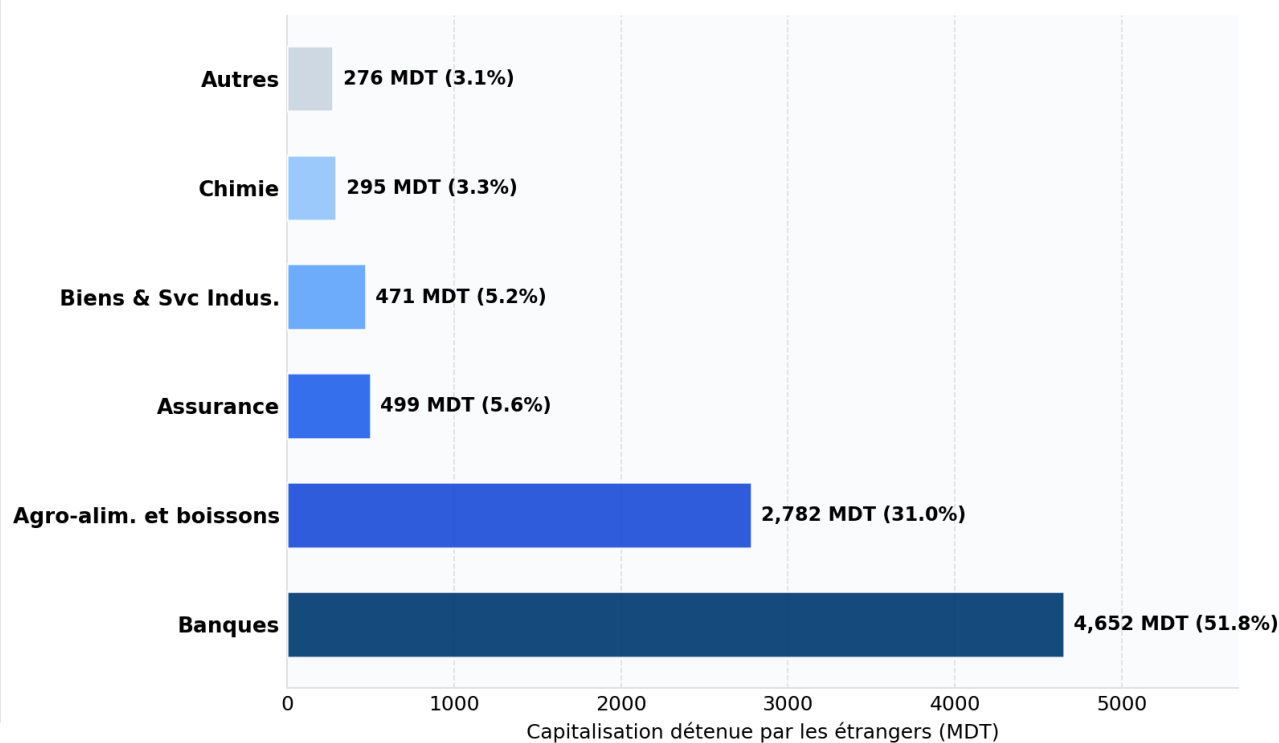
globale du marché a crû encore plus vite (+63,4 %) sous l'effet de la revalorisation générale des titres. Ce découplage entre progression en valeur absolue et recul en part relative illustre un phénomène de dilution mécanique : la présence étrangère s'accroît en volume, mais moins vite que le marché dans son ensemble.

6.3 Secteurs les plus détenus par les investisseurs étrangers

Secteur	Encours détenu (MDT)	Part (%)
Banques	4 651,8	51,83 %
Agro-alimentaire et boissons	2 781,8	31,00 %
Assurance	499,3	5,56 %
Biens et services industriels	470,8	5,25 %
Chimie	294,9	3,29 %
Autres secteurs	275,9	3,07 %
TOTAL	8 974,6	100 %

Secteurs les plus détenus par les investisseurs étrangers - 2026

Total détenu = 8.975 MDT



Secteurs les plus détenus par les investisseurs étrangers — S1 2026 · Source : CMF / BVMT

La composition sectorielle de l'actionnariat étranger confirme une forte polarisation : les Banques (51,83 %) et l'Agro-alimentaire (31 %) regroupent ensemble plus de quatre cinquièmes de l'encours détenu par les étrangers. Cette configuration reflète la continuité historique des choix d'investissement étrangers,

centrés sur les grands groupes bancaires et agroalimentaires. En troisième position, le secteur des Assurances (5,6 %) illustre une diversification limitée mais significative, traduisant un intérêt croissant pour les services financiers au-delà du noyau bancaire.

Faits marquants & Conclusions

- ▶ Les flux étrangers nets s'établissent à +218,2 MDT sur le semestre, un niveau exceptionnel dominé à 96 % par le seul mois d'avril (+209,7 MDT).
- ▶ Hors cet effet exceptionnel, le flux net étranger ordinaire des cinq autres mois du semestre ne ressort qu'à +8,4 MDT.
- ▶ L'encours du portefeuille étranger bondit de 55,0 % en un an, atteignant 8 974,6 MDT, une progression annuelle d'une ampleur inédite.
- ▶ Paradoxalement, la part des étrangers dans la capitalisation totale recule légèrement à 18,40 % (contre 19,40 % au S1-2025), la capitalisation globale du marché ayant progressé encore plus vite (+63,4 %) sous l'effet de la revalorisation générale des titres tunisiens.
- ▶ Les Banques et l'Agro-alimentaire concentrent 82,83 % de l'encours étranger, une structure sectorielle stable.
- ▶ En synthèse, le premier semestre 2026 est marqué par l'entrée d'un investisseur stratégique européen de premier plan au capital d'une valeur industrielle tunisienne. Toutefois, cette dynamique demeure concentrée sur une opération unique et ne reflète pas encore un mouvement diversifié de flux entrants.

7 - LIQUIDITÉ DU MARCHÉ

Taux de rotation, taux de cotation et analyse sectorielle au 30 juin 2026

Chiffres clés du premier semestre 2026

TAUX DE ROTATION SEMESTRIEL	VARIATION VS S1 2025	TAUX DE ROTATION DU SECTEUR INDUSTRIEL	TAUX DE COTATION MOYEN S1-26
20,70 % Volume / capi. flottante moy.	+30,17 % vs 15,90 % au S1-2025	90,07 % 4,4× rotation du marché	86,42 % vs 82,58 % au S1-2025

7.1 Taux de rotation semestriel (Turnover Ratio)

Le taux de rotation (turnover ratio) rapporte le volume échangé à la capitalisation flottante moyenne. Il mesure la vélocité du marché c'est-à-dire la rapidité avec laquelle

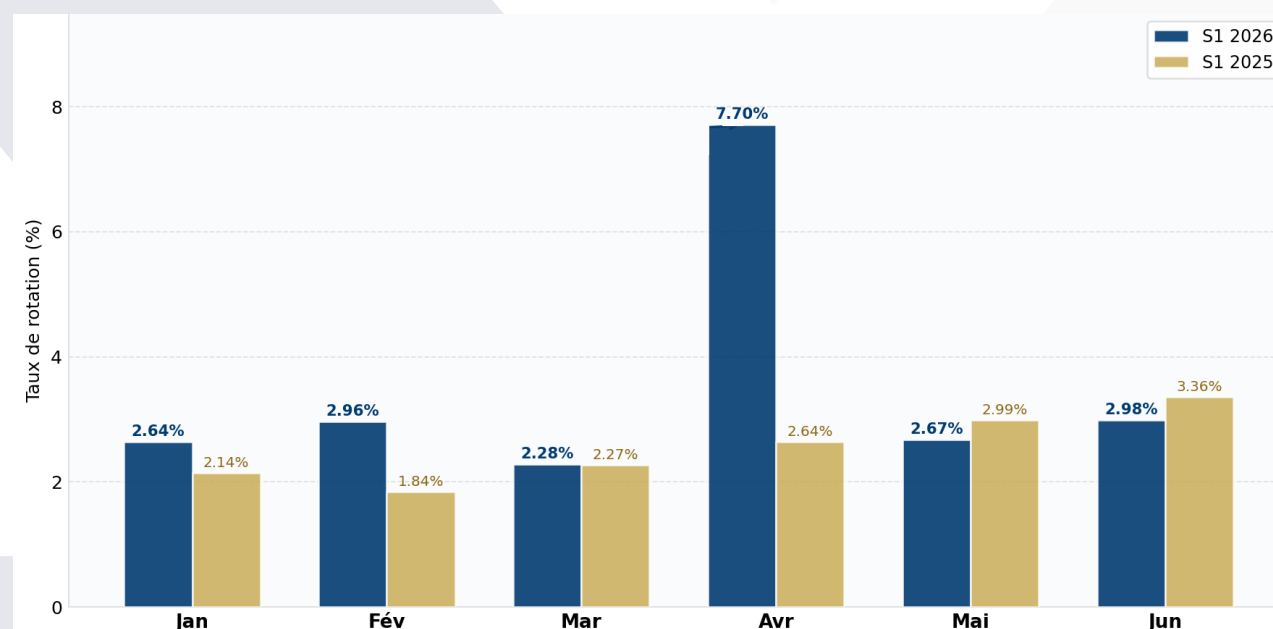
les titres changent de mains. Le premier semestre 2026 affiche un taux de 20,70 %, en hausse de 30,2 % par rapport au premier semestre 2025 (15,90 %), confirmant une nette amélioration de la liquidité du marché tunisien.

Indicateur de liquidité	S1 2026	S1 2025	Variation (%)
Taux de rotation semestriel (%)	20,70 %	15,90 %	+30,17 %

7.2 Taux de rotation mensuel — S1 2026 vs S1 2025

Taux de rotation	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Jun	Moyenne
S1 2026 (%)	2,64 %	2,96 %	2,28 %	7,70 %	2,67 %	2,98 %	3,54 %
S1 2025 (%)	2,14 %	1,84 %	2,27 %	2,64 %	2,99 %	3,36 %	2,54 %
Variation S1-2026 vs S1-2025	+1,23×	+1,61×	+1,00×	+2,92×	+0,89×	+0,89×	+1,39×

Taux de rotation mensuel - S1 2026 vs S1 2025 (%)



Taux de rotation mensuel S1 2026 vs S1 2025 (%) · Source : CMF

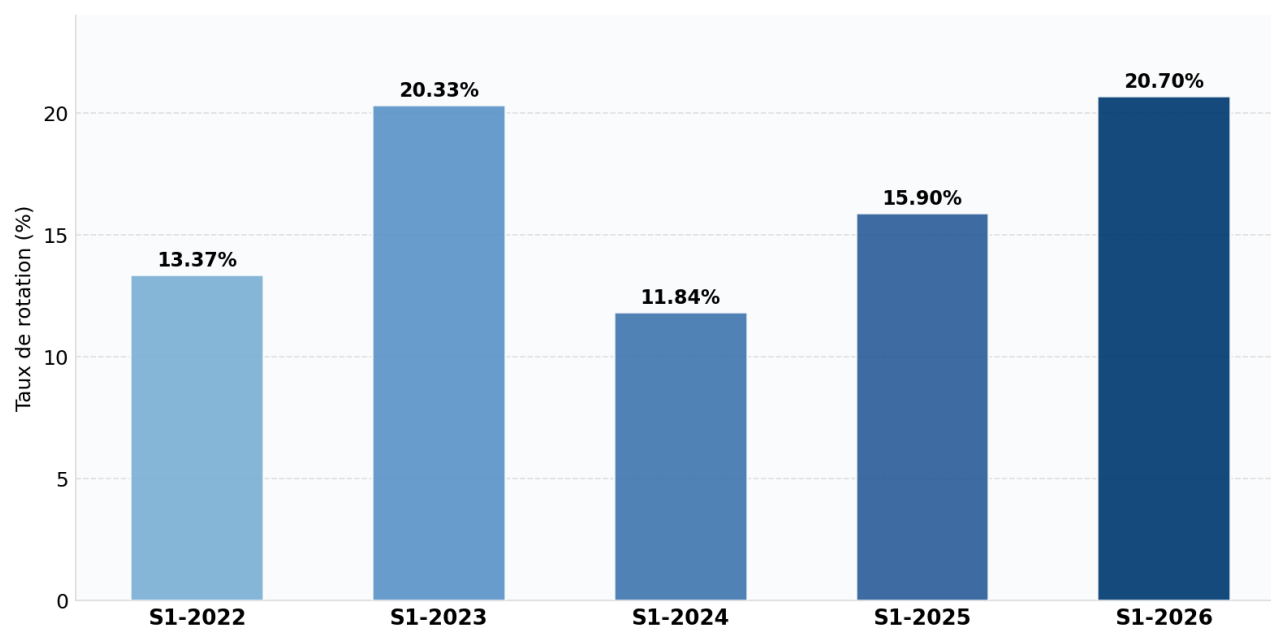
L'analyse mensuelle confirme le rôle prépondérant du mois d'avril, avec un taux de rotation mensuel de 7,70 %, soit 2,92 fois le niveau d'avril 2025 (2,64 %). Cette anomalie s'explique en partie par les trois opérations de bloc majeures survenues en avril. En dehors du mois d'avril, le taux de

rotation mensuel reste dans une fourchette comparable à celle de S1-2025, avec même un léger recul relatif en mai et juin (0,89×), signe que l'amélioration structurelle de la liquidité hors effet exceptionnel reste modeste.

7.3 Évolution historique du taux de rotation semestriel (S1-2022 à S1-2026)

Semestre	Taux de rotation (%)	Variation vs S1 N-1
S1-2022	13,37 %	—
S1-2023	20,33 %	+52,1 %
S1-2024	11,84 %	-41,8 %
S1-2025	15,90 %	+34,3 %
S1-2026	20,70 %	+30,2 %

Taux de rotation semestriel - de S1-2022 à S1-2026 (%)



Taux de rotation semestriel - historique : de S1-2022 à S1-2026 (%) · Source : CMF

L'historique quinquennal révèle une trajectoire heurtée mais globalement ascendante : après un pic en S1-2023 (20,33 %), le taux chute fortement en S1-2024 (11,84 %, -41,8 %) avant de rebondir en S1-2025 (15,90 %) puis d'atteindre un nouveau record en S1-2026 (20,70%). Cette

hausse de 30,2 % doit être interprétée avec prudence : elle intègre l'effet exceptionnel et non récurrent des opérations de bloc d'avril, sans refléter nécessairement une amélioration durable de la liquidité organique du marché.

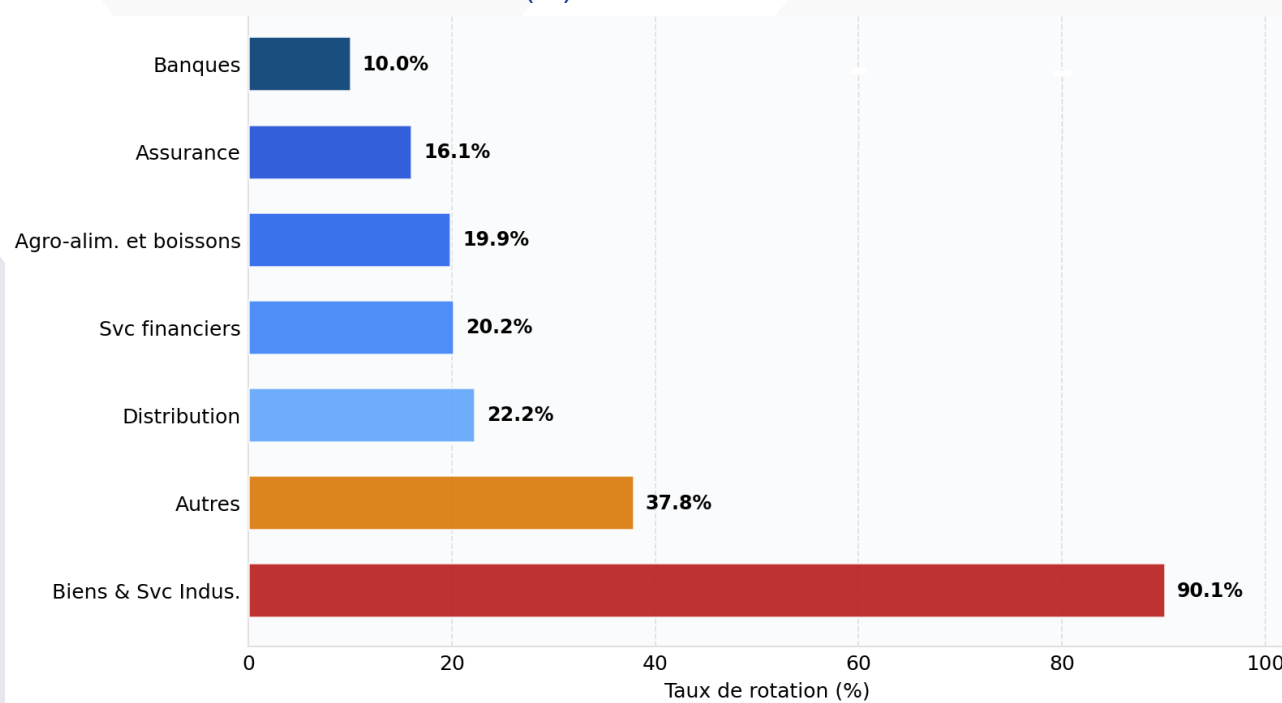
7.4 Taux de rotation sectoriel au 30/06/2026

La décomposition sectorielle du taux de rotation identifie les secteurs dont les titres changent le plus rapidement de mains. Le secteur Biens et services industriels affiche un taux exceptionnel de 90,07%, très

largement supérieur aux autres secteurs, directement imputable au bloc de SOTUVER (211 MDT), qui représente à lui seul un peu plus de la moitié du volume total de ce compartiment sectoriel (51,3%).

Secteur	Taux de rotation (%)	Signal
Biens et services industriels	90,07%	Très élevé
Distribution	22,22 %	Modéré
Services financiers	20,20 %	Modéré
Agro-alimentaire et boissons	19,86 %	Modéré
Assurance	16,07 %	Normal
Banques	10,03 %	Faible
Autres	37,84 %	Élevé

Taux de rotation sectoriel - S1 2026 (%)



Taux de rotation sectoriel — S1 2026 (%) · Source : CMF

La dynamique sectorielle révèle des taux de rotation modérés (20-22 %) pour la Distribution, les Services financiers et l'Agro-alimentaire et boissons. Cette stabilité suggère une liquidité régulière mais sans accélération notable, en contraste avec les secteurs marqués par des opérations

exceptionnelles. Les Banques affichent le taux de rotation le plus faible (10,03%), cohérent avec le profil d'investisseurs de long terme (institutionnels, détenteurs stratégiques) qui caractérise historiquement ce secteur, malgré son poids dominant dans la capitalisation totale (46,1 %).

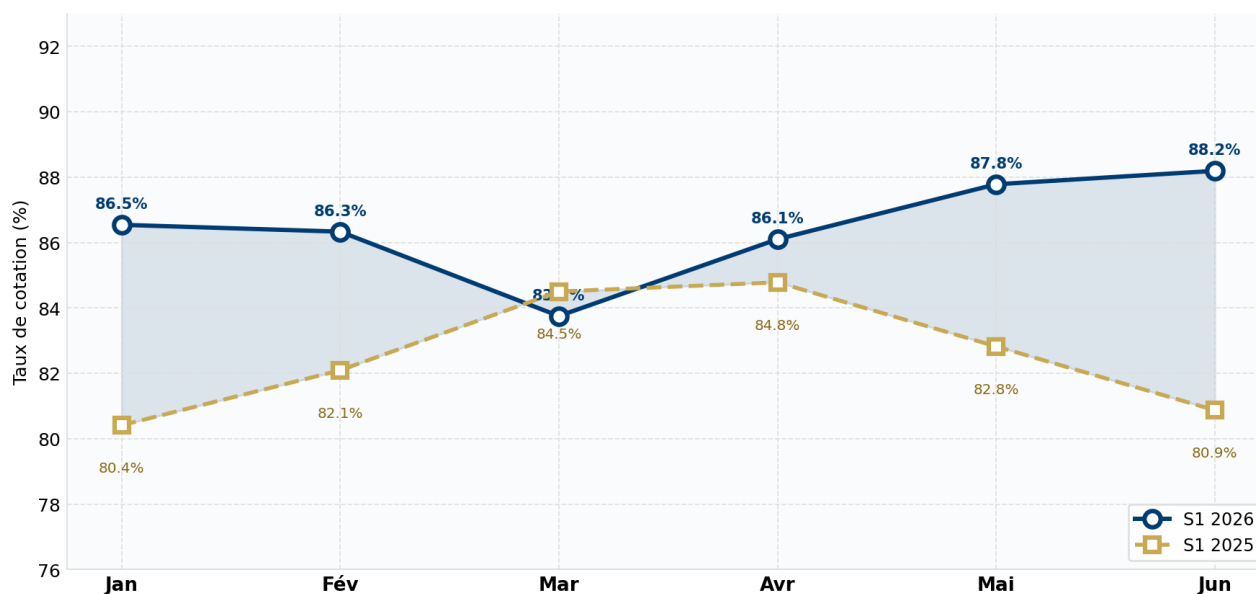
7.5 Taux de cotation mensuel moyen du marché

Le Taux de cotation moyen du marché mesure la fréquence moyenne à laquelle les titres cotés font l'objet de transactions sur une période donnée. Il traduit le dynamisme

et la liquidité de la cote. Il complète le taux de rotation en mesurant l'étendue de l'activité transactionnelle plutôt que son intensité.

Taux de cotation moyen (%)	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Jun	SEMESTRE
S1 2026 (%)	86,5 %	86,3 %	83,8 %	86,1 %	87,8 %	88,2 %	86,4 %
S1 2025 (%)	80,4 %	82,1 %	84,5 %	84,8 %	82,8 %	80,9 %	82,6 %
Variation (%)	7,59%	5,12%	-0,83%	1,53%	6,04%	9,02%	4,60%

Taux de cotation mensuel moyen - S1 2026 vs S1 2025 (%)



Taux de cotation mensuel moyen S1 2026 vs S1 2025 (%) · Source : CMF

Le taux de cotation moyen du premier semestre 2026 s'établit à 86,4 %, en hausse de 4,6 % par rapport au premier semestre 2025 (82,6 %). Cette progression confirme que l'amélioration de la liquidité est à la fois intense (taux de rotation) et large (taux de cotation), avec un nombre croissant de valeurs cotées participant activement au marché. Mars 2026 constitue

l'unique exception, avec un léger recul (83,8 % contre 84,5 % en mars 2025, soit -0,83 %), cohérent avec la pause observée sur les indices sectoriels et les volumes ce mois-là. Juin affiche le taux le plus élevé du semestre (88,2 %), signe d'un élargissement croissant de la base active en fin de période.

Faits marquants & Conclusions

- ▶ Le taux de rotation semestriel atteint 20,7 %, en hausse de 30,2 % par rapport au S1-2025 (15,90 %), signe d'une intensification notable des échanges.
- ▶ Cette performance est relativement influencée par les opérations de bloc exceptionnelles d'avril, qui portent le taux de rotation mensuel d'avril à 7,70 %, soit 2,92× le niveau d'avril 2025.
- ▶ Hors effet avril, l'amélioration de la liquidité reste plus modeste : les taux de mai et juin sont même légèrement inférieurs à ceux de S1-2025 (0,89×), signe que la dynamique organique du marché progresse moins vite que ne le suggère la moyenne semestrielle.
- ▶ Le taux de rotation sectoriel du secteur Biens et services industriels atteint 90,07%, un niveau extrême directement causé par le bloc SOTUVER, à interpréter avec prudence et non comme une tendance structurelle du secteur.
- ▶ Sur cinq ans, le taux de rotation semestriel suit une trajectoire heurtée sans tendance linéaire claire. Toutefois, le niveau du S1-2026 constitue le pic de la période d'analyse.
- ▶ Le taux de cotation moyen sur le semestre progresse de 4,60% (82,6 % → 86,4%), signe d'une amélioration plus large et plus structurelle, non concentrée sur un seul mois.
- ▶ En synthèse, la liquidité du marché tunisien s'améliore sur les deux dimensions mesurées (intensité (rotation) et largeur (cotation)), mais la part exceptionnelle des opérations de bloc d'avril appelle à distinguer, dans le suivi futur, la liquidité structurelle de la liquidité épisodique liée à des transactions ponctuelles de grande taille.

8 - VOLATILITÉ DU MARCHÉ

Volatilité semestrielle, mensuelle et sectorielle au 30 juin 2026

Chiffres clés du premier semestre 2026

VOLATILITÉ ANNUALISÉE	VARIATION VS S1-2025	MOYENNE 5 ANS	RÉGIME DE VOLATILITÉ
11,08 % Sous le seuil d'alerte (15 %)	+78,1 % vs 6,22 % au S1-2025	6,28 % Moyenne des 5 dernières années	FAIBLE Seuil de 15 % non franchi

8.1 Volatilité historique annualisée

La volatilité annualisée est calculée comme l'écart-type des rendements journaliers du TUNINDEX, multipliée par $\sqrt{252}$. Elle mesure l'amplitude des

fluctuations du marché indépendamment de sa direction. Un seuil d'alerte est fixé à 15 % : en deçà, le marché est considéré en régime de faible volatilité.

Indicateur de volatilité	S1 2026
Volatilité annualisée S1-2026 (%)	11,08 %
Volatilité S1-2025 (%)	6,22 %
Volatilité moyenne sur 5 ans (06-21 au 06-26)	6,28 %
Seuil d'alerte (%)	15 %
Régime de volatilité	FAIBLE

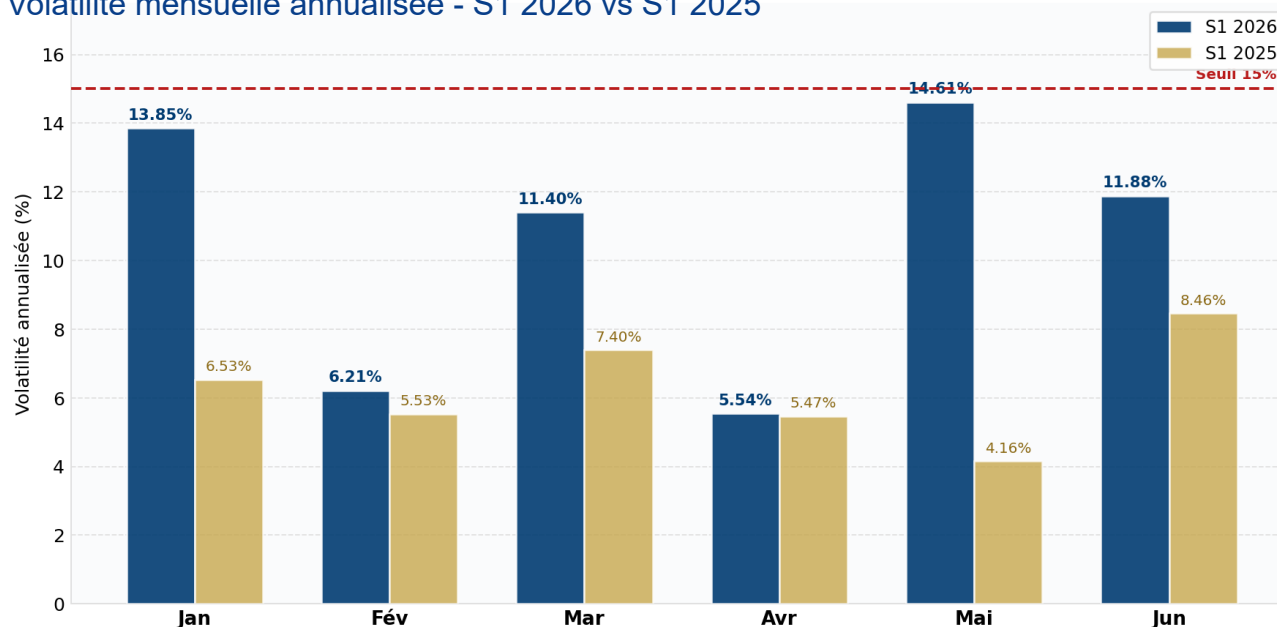
Malgré la progression de 78,1 % en un an, la volatilité du TUNINDEX reste maîtrisée et se maintient nettement sous le seuil d'alerte de 15 %. Ce paradoxe apparent, marquée par une forte hausse des cours (+47,7 %) associée à une volatilité modérée illustre le comportement caractéristique d'un marché

en tendance haussière soutenue sans excès spéculatif notable. La hausse de la volatilité par rapport au premier semestre 2025 traduit néanmoins un regain d'activité et de mouvement de prix, cohérent avec l'intensification des volumes et des flux observée sur la période.

8.2 Volatilité mensuelle — S1 2026 vs S1 2025

Volatilité mensuelle (%)	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Jun	Moy. S1
S1 2026 (%)	13,85 %	6,21 %	11,40 %	5,54 %	14,61 %	11,88 %	11,08 %
S1 2025 (%)	6,53 %	5,53 %	7,40 %	5,47 %	4,16 %	8,46 %	6,22 %
Variation (%)	112,10%	12,30%	54,05%	1,28%	251,20%	40,43%	78,14%

Volatilité mensuelle annualisée - S1 2026 vs S1 2025



Volatilité mensuelle annualisée S1 2026 vs S1 2025 (%) · Ligne pointillée = seuil 15 % · Source : CMF

La volatilité mensuelle affiche un profil bimodal, avec deux pics en janvier (13,85 %) et en mai (14,61 %), encadrant une période de calme en avril (5,54 %). Paradoxalement, avril est le mois le plus intense en volumes, mais les opérations de bloc (SOTUVER, PGH), réalisées à prix fixes, n'ont pas généré de mouvements

erratiques sur le cours coté en continu. Le pic de mai (14,61 %) demeure le plus proche du seuil d'alerte sans le franchir. Tous les mois du premier semestre 2026 se situent au-dessus des niveaux du premier semestre 2025, la hausse la plus marquée étant observée en mai (+251 %).

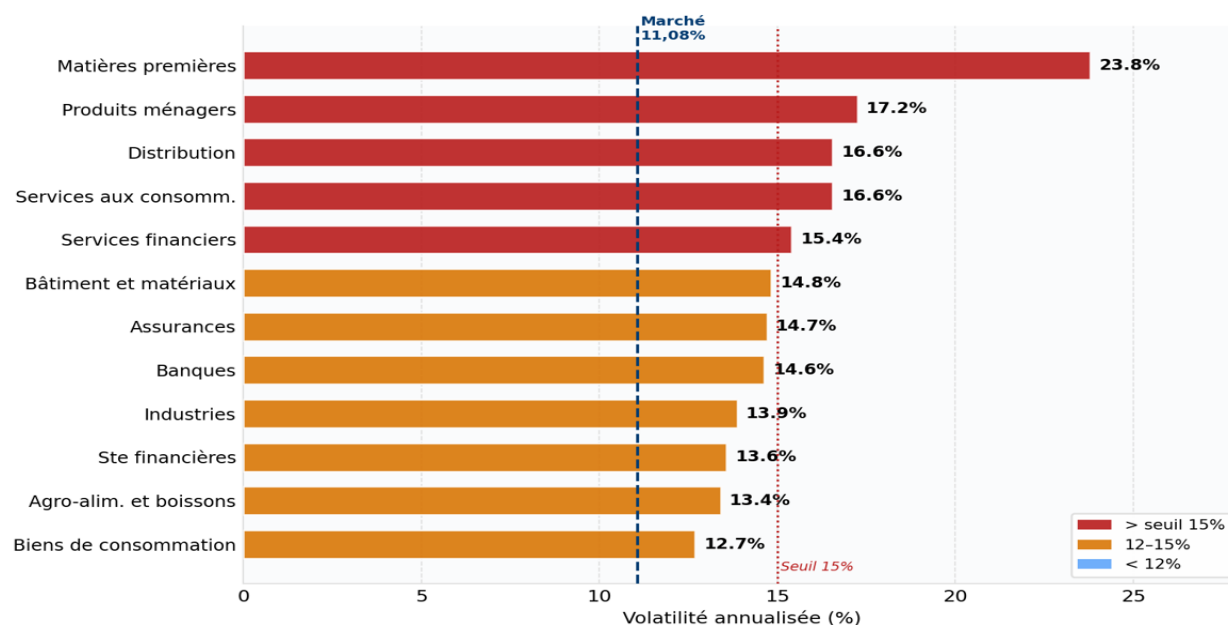
8.3 Volatilité sectorielle 30 juin 2026

La décomposition sectorielle de la volatilité identifie les secteurs dont l'amplitude de fluctuation dépasse la

moyenne du marché (11,08 %) et ceux franchissant le seuil d'alerte de 15 %.

Secteur	Volatilité S1 2026 (%)	Etat
Matières premières	23,78 %	Élevée
Produits ménagers	17,25 %	> seuil
Distribution	16,56 %	> seuil
Services aux consommateurs	16,55 %	> seuil
Services financiers	15,40 %	> seuil
Bâtiment et matériaux	14,83 %	≈ seuil
Assurances	14,71 %	Modérée
Banques	14,64 %	Modérée
Industries	13,87 %	Modérée
Sociétés financières	13,58 %	Modérée
Agro-alimentaire et boissons	13,41 %	Modérée
Biens de consommation	12,70 %	Faible
MARCHÉ (TUNINDEX)	11,08 %	Régime faible

Volatilité sectorielle annualisée - S1 2026 (%)



Volatilité sectorielle annualisée S1 2026 (%) · Ligne pointillée bleue = marché · Ligne pointillée rouge = seuil 15 % · Source : CMF

Cinq secteurs sur douze dépassent le seuil d'alerte de 15 % : les Matières premières (23,78 %, volatilité la plus élevée du marché), les Produits ménagers (17,25%), la Distribution (16,56 %) et les Services aux consommateurs (16,55 %). Le secteur Services financiers se situe juste au-dessus du seuil (15,40 %). Ces secteurs présentent une amplification de leurs oscillations de prix, cohérente avec les rotations sectorielles observées par ailleurs.

À l'inverse, les secteurs Agro-alimentaire et boissons et Industries affichent des volatilités faibles (13,4 % et 13,9 %), en ligne avec un profil de progression plus régulière et moins heurtée. Notons que ces deux secteurs, dont les taux de rotation sont artificiellement élevés du fait des blocs PGH/SOTUVER apparaissent en bas du classement de la volatilité, confirmant que les transactions de bloc à prix négocié n'ont pas déstabilisé les cours desdits titres.

Faits marquants & Conclusions

- ▶ La volatilité annualisée du TUNINDEX s'établit à 11,08 % au S1-2026, en hausse de +78,1 % par rapport au S1-2025 (6,22 %), mais demeure nettement sous le seuil d'alerte de 15 %.
- ▶ Le paradoxe apparent, caractérisé par une forte hausse des cours (+47,7 % du TUNINDEX) associée à une volatilité maîtrisée, signale une tendance haussière soutenue et structurée, sans excès spéculatif marqué ni panique de marché.
- ▶ Le profil mensuel est bimodal, avec des pics en janvier (13,85 %) et mai (14,61 %) encadrant une accalmie en avril (5,54 %).
- ▶ Quatre secteurs dépassent le seuil d'alerte de 15 % : Matières premières (23,78%, le plus volatil du marché), Produits ménagers (17,25 %), Distribution (16,56 %) et Services aux consommateurs (16,55 %). Il s'agit des poches de risque à surveiller pour les investisseurs sensibles à la volatilité.
- ▶ Les secteurs Agro-alimentaire et boissons et Industries affichent des volatilités faibles, tandis que leurs taux de rotation sont artificiellement élevés en raison des blocs PGH/SOTUVER. Cela confirme que les transactions de bloc à prix négocié n'ont pas déstabilisé les cours des titres concernés.
- ▶ En synthèse, le marché tunisien conjugue au premier semestre 2026 une performance exceptionnelle et une volatilité sous contrôle, une combinaison rare qui traduit la solidité de la dynamique haussière. La vigilance doit néanmoins porter sur les secteurs dépassant le seuil d'alerte et sur la pérennité de cette maîtrise si la hausse venait à s'accélérer davantage au second semestre.

9 - MARCHÉ PRIMAIRE ACTIONS

Introductions en bourse (IPO) et augmentations de capital au 30 juin 2026

Chiffres clés du premier semestre 2026

INTRODUCTIONS EN BOURSE (IPO)	AUGMENTATIONS DE CAPITAL	HISTORIQUE IPO (2016–2025)	DOSSIERS EN PIPELINE CMF
0 IPO au S1-2026 vs 1 IPO au S1-2025	10 MDT 1 opération au S1-2026 -80,8 % vs 52,0 MDT (S1-2025)	9 IPO en 10 ans (2016–2025) Soit 0,9 IPO/an en moyenne	0 dossier IPO en instruction au 30/06/2026

9.1 Introductions en bourse (IPO)

Le marché primaire actions n'enregistre aucune introduction en bourse au premier semestre 2026, après une IPO recensée au premier semestre 2025 (IPO sans opération de placement auprès du public). Aucun dossier n'est actuellement en instruction auprès du CMF, ce qui laisse présager une poursuite de cette pause au second semestre 2026, sauf initiative nouvelle.

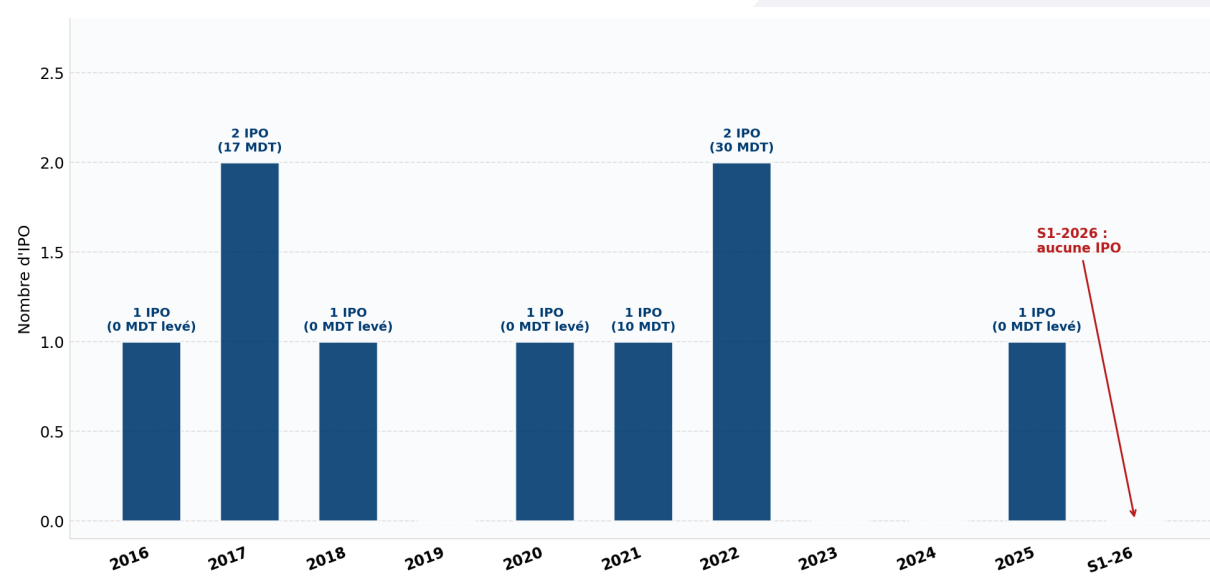
Indicateur IPO	S1-2026	S1-2025
Nombre d'IPO	0	1
Montant total levé (MDT)	0	0
Dossiers en pipeline au CMF	0	-

9.2 Historique des IPO (2016 – S1-2026)

An- née	Taille de l'offre (MDT)	Montant levé (MDT)	Nb d'IPO
2016	43	0	1
2017	25	17	2
2018	22	0	1
2019	0	0	0
2020	75	0	1
2021	56	10	1
2022	56	30	2
2023	0	0	0
2024	0	0	0
2025	76	0	1
S1-2026	0	0	0

Historique des introductions en bourse (IPO) - 2016 à S1 2026

Nombre d'IPO par an et montant levé



Historique des introductions en bourse (IPO), 2016 à S1-2026 · Source : CMF

Sur les dix dernières années (2016–2025), la BVMT n’a enregistré que 9 introductions en bourse, soit une moyenne de 0,9 IPO par an, ponctuée de longues périodes d’inactivité (2019, 2023, 2024 sans aucune IPO). L’année 2025 a marqué un retour ponctuel avec 1 IPO, mais sans capital levé associé (76,33 MDT de taille

d’offre pour 0 MDT de montant levé). Cette IPO est réalisée par inscription directe, via un transfert depuis le marché Hors-Cote, plutôt que par une levée de fonds primaire classique. Le premier semestre 2026 renoue avec l’inactivité observée les années précédentes.

9.3 Augmentations de capital — S1-2026 vs S1-2025

Les augmentations de capital des sociétés cotées se limitent à une seule opération au premier semestre 2026, pour un montant total de 10 MDT, exclusivement réalisée par incorporation de réserves (sans

apport en numéraire). Ce niveau marque un net recul par rapport au premier semestre 2025, qui comptait deux opérations pour un montant cumulé de 52 MDT, dont 12 MDT en numéraire.

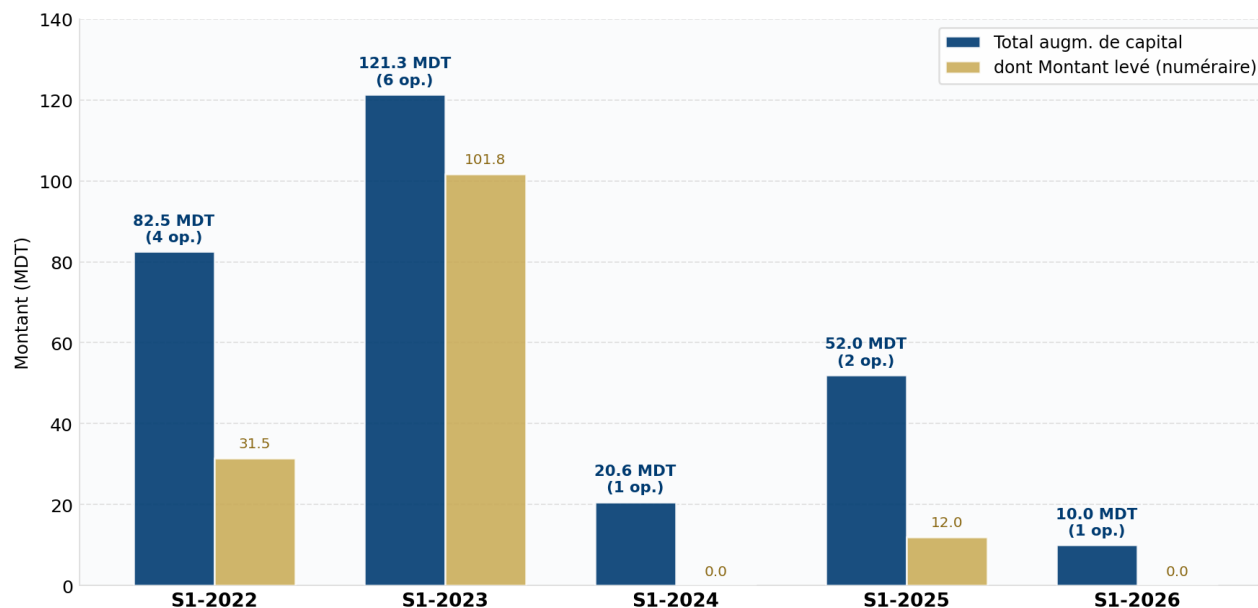
Indicateur	S1-2026	S1-2025	Variation
Nombre d’opérations	1	2	–50 %
Total augmentations de capital (MDT)	10	52	–80,8 %
dont Numéraire — Nbre d’op.	0	1	—
dont Numéraire — Montant (MDT)	0	12	–100 %
dont Incorporation réserves — Nbre d’op.	1	1	=
dont Incorporation réserves — Montant (MDT)	10	40	–75,0 %
dont Compensation créances — Nbre d’op.	0	0	=
dont Compensation créances — Montant (MDT)	0	0	=

9.4 Historique semestriel des augmentations de capital

Semestre	Total augm. capital (MDT)	Montant levé (MDT)	Nbre op.
S1-2022	82,51	31,47	4
S1-2023	121,32	101,76	6
S1-2024	20,63	0	1
S1-2025	52,00	12,00	2
S1-2026	10,00	0	1

Augmentations de capital - Historique semestriel (MDT)

Montant total vs montant en numéraire



Augmentations de capital, historique semestriel (MDT) · Source : CMF

L'historique quinquennal des augmentations de capital révèle une forte irrégularité, sans tendance directionnelle claire : d'un pic à 121,3 MDT au S1-2023 (6 opérations), le marché est retombé à 20,6 MDT au S1-2024 (1 seule opération), avant un rebond modéré à 52 MDT au S1-2025. Le S1-2026, avec seulement 10 MDT et une opération unique réalisée

par simple incorporation de réserves (sans apport en numéraire), marque le niveau le plus bas de la période analysée. L'absence totale d'apport en numéraire au premier semestre 2026 traduit une pause complète du financement primaire sous forme d'injection de liquidités nouvelles dans le marché.

Faits marquants & Conclusions

- ▶ Aucune introduction en bourse au premier semestre 2026, faisant suite à une unique IPO au premier semestre 2025 sans montant levé, signe d'un marché primaire actions en pause quasi-totale.
- ▶ Sur dix ans (2016-2025), seules neuf IPO ont été recensées, soit 0,9 par an en moyenne, avec trois années blanches (2019, 2023 et 2024). Ce rythme d'introduction demeure structurellement faible pour une place financière en développement.
- ▶ Aucun dossier IPO n'est actuellement en instruction auprès du CMF au 30/06/2026, ce qui ne laisse entrevoir aucune reprise à court terme des introductions.
- ▶ Les augmentations de capital chutent à 10 MDT (1 opération) contre 52,0 MDT (2 opérations) au S1-2025, soit -80,8 %. L'opération du S1-2026 est réalisée exclusivement par incorporation de réserves, sans aucun apport en numéraire, signe que les sociétés cotées ne sollicitent pas le marché pour lever de nouveaux fonds propres externes.
- ▶ L'absence d'IPO et la quasi-absence d'augmentation de capital en numéraire contraste fortement avec la vigueur du marché secondaire sur la même période (TUNINDEX +47,7 %, capitalisation +63,4 %). La hausse des cours ne se traduit pour l'instant par aucun effet d'entraînement sur le financement primaire des entreprises tunisiennes par le marché boursier.
- ▶ La réactivation du marché primaire (introductions en bourse et levées de capital en numéraire) constitue un axe de développement prioritaire pour transformer la performance boursière actuelle en financement effectif de l'économie réelle.

10 - MARCHÉ OBLIGATAIRE CORPORATE

Marché primaire et marché secondaire au 30 juin 2026

Chiffres clés du premier semestre 2026

ÉMISSIONS PRIMAIRES	ENCOURS OBLIGATAIRE	TAUX MOYEN DES ÉMISSIONS	MARCHÉ SECONDAIRE
490,2 MDT 10 émissions au S1-2026 -15,1 % vs 577,0 MDT (S1-2025)	3 622 MDT encours total au 30/06/2026 +9,3 % vs 3 313 MDT (S1-2025)	9,94 % taux moyen pondéré -0,43 pp vs 9,98 % (S1-2025)	11,3 MDT volume échangé (rotation 0,33 %) -69,0 % vs 36,4 MDT (S1-2025)

10.1 MARCHÉ PRIMAIRE

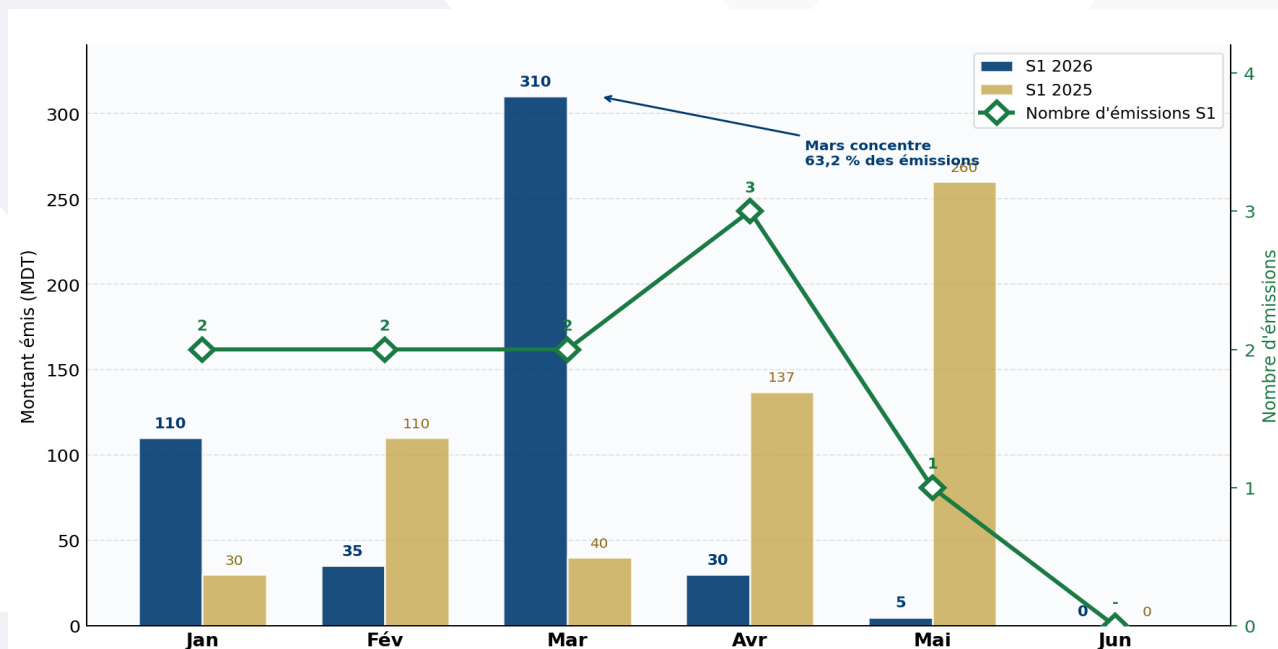
10.1.1 Émissions mensuelles - S1-2026 vs S1-2025

Les émissions obligataires corporate totalisent 490,2 MDT au premier semestre 2026, réparties sur 10 opérations, en recul

de 15,1 % par rapport aux 577,0 MDT du premier semestre 2025 (11 émissions). La répartition mensuelle est très irrégulière, avec une forte concentration sur le mois de mars.

Émissions (MDT)	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Juin	Total
S1-2026	110	35,2	310	30	5	0	490,2
S1-2025	30	110	40	137	260	0	577
Nbre d'émissions S1-2026	2	2	2	3	1	0	10

Émissions obligataires mensuelles - S1 2026 vs S1 2025 (MDT)



Émissions obligataires mensuelles S1-2026 vs S1-2025 (MDT) · Source : CMF

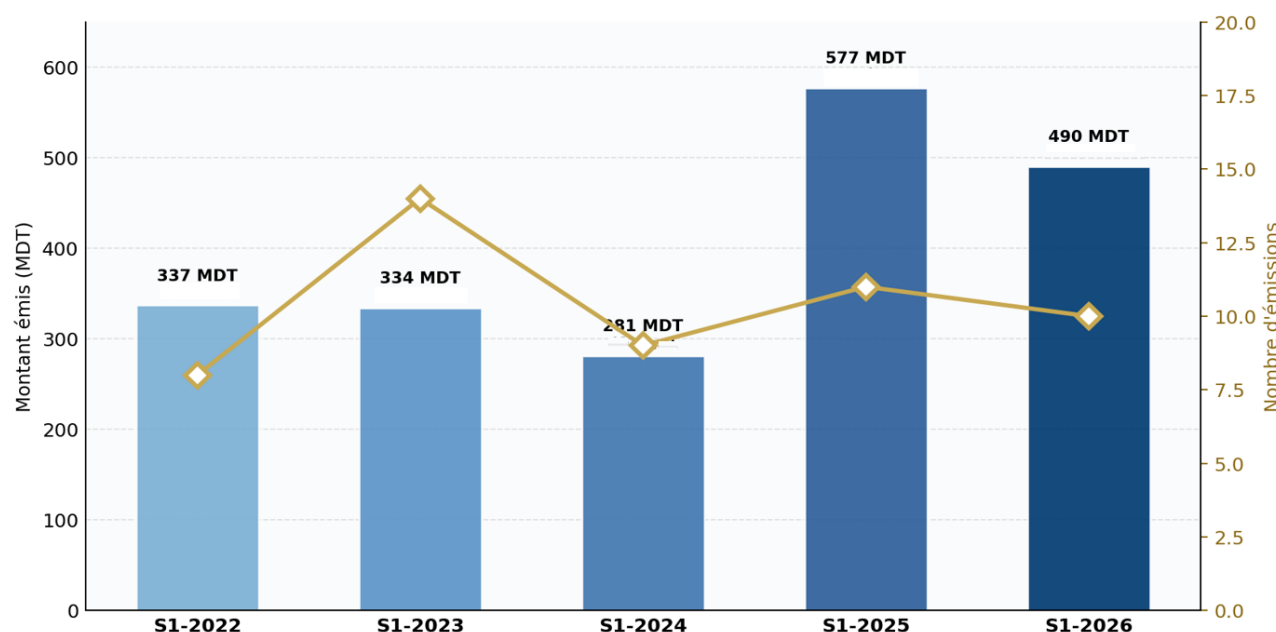
Le mois de mars concentre à lui seul 310 MDT, soit 63,2 % du volume d'émissions du semestre, contre une moyenne de 36 MDT sur les cinq autres mois. Cette concentration extrême traduit une activité

très ponctuelle plutôt qu'un flux régulier d'émissions, contrairement au profil plus étalé du premier semestre 2025 (entre 30 et 260 MDT par mois). Juin 2026 n'enregistre aucune émission, comme en S1-2025.

10.1.2 Historique semestriel des émissions

Semestre	Émissions (MDT)	Nbre d'émissions
S1-2022	337,0	8
S1-2023	333,9	14
S1-2024	281,4	9
S1-2025	577,0	11
S1-2026	490,2	10

Émissions obligataires - Historique semestriel (MDT)



Émissions obligataires corporate, historique semestriel (MDT) · Source : CMF

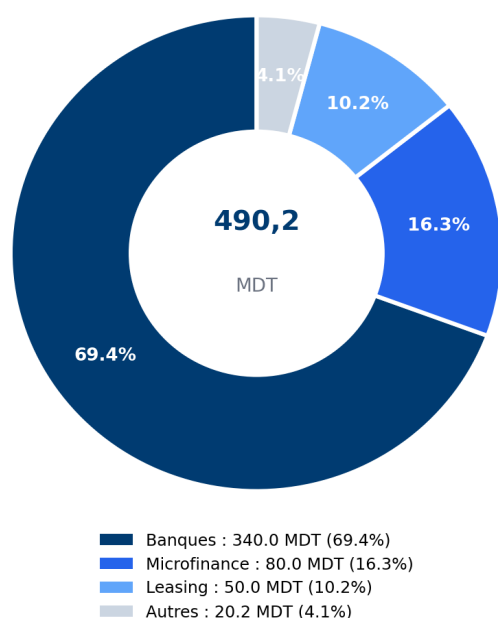
L'historique quinquennal montre une stabilité relative des émissions entre S1-2022 et S1-2024 (autour de 280-340 MDT), suivie d'un pic exceptionnel au S1-2025 (577,0 MDT, plus haut niveau de la période). Le premier semestre 2026, bien

qu'en retrait de 15,1 % par rapport à ce pic, reste supérieur à la moyenne des trois premiers semestres observés, confirmant un maintien du marché primaire obligataire à un niveau d'activité soutenu.

10.1.3 Répartition sectorielle des émissions au 30/06/2026

Secteur émetteur	Montant (MDT)	Part (%)
Banques	340,0	69,3 %
Microfinance	80,0	16,3 %
Leasing	50,0	10,2 %
Autres	20,2	4,1 %
TOTAL	490,2	100 %

Répartition sectorielle des émissions - Marché primaire S1 2026



Répartition sectorielle des émissions obligataires — S1-2026 · Source : CMF

Le secteur bancaire domine très largement les émissions obligataires avec 340 MDT, soit 69,3 % du total, confirmant son rôle central dans le financement de marché. La microfinance (80 MDT, 16,3 %) et le leasing (50 MDT, 10,2 %) complètent l'essentiel du volume, tandis que les autres émetteurs ne représentent que 4,1 % du marché. Cette concentration sectorielle reflète la structure classique du marché obligataire tunisien, où les établissements financiers demeurent les principaux émetteurs.

10.1.4 Caractéristiques générales des émissions

Caractéristique	S1-2026	S1-2025
Maturité moyenne (ans)	5,87	5,81
Taux moyen des émissions	9,94 %	9,98 %
Émissions APE (MDT)	180	190,0
Émissions non APE (MDT)	310,2	387,0
Émissions notées (MDT)	120,0	160,0
Émissions non notées (MDT)	370,2	417,0
Encours total (MDT)	3 622	3 313

Les caractéristiques générales des émissions restent globalement stables d'un semestre à l'autre : la maturité moyenne s'allonge légèrement (5,87 ans contre 5,81 ans) et le taux moyen se détend marginalement (9,94 % contre 9,98 %, soit un recul de 0,04 point). La part des émissions notées recule (120 MDT contre 160 MDT), tout comme celle des émissions dans le cadre d'un appel public à l'épargne (APE: 180 MDT contre 190 MDT), suggérant un recours accru aux émissions privées non notées. L'encours total du marché obligataire progresse de 9,3 % à 3 622 MDT, confirmant la croissance structurelle de ce compartiment malgré le repli des flux d'émission du semestre.

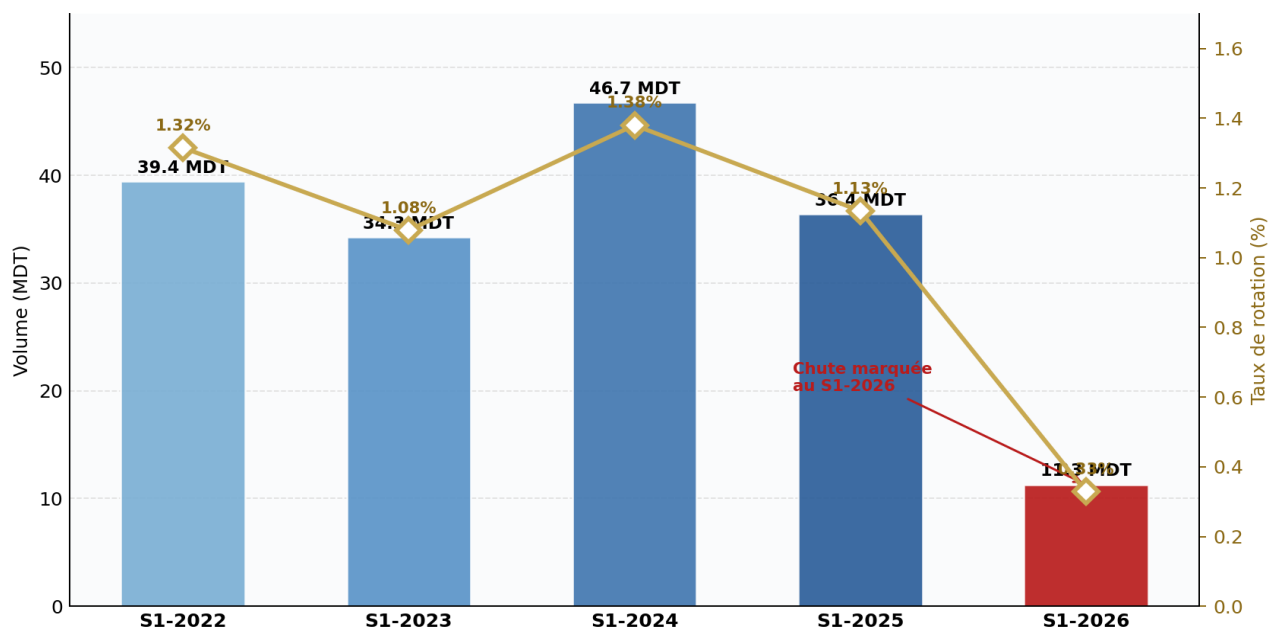
10.2 MARCHÉ SECONDAIRE

10.2.1 Volumes et taux de rotation — Historique semestriel

Le marché secondaire obligataire tunisien enregistre un net recul de son activité au premier semestre 2026 : le volume échangé chute à 11,29 MDT, contre 36,38 MDT au premier semestre 2025, soit une baisse de 69 %. Le taux de rotation correspondant tombe à 0,33 %, contre 1,13 % un an plus tôt.

Semestre	Volume (MDT)	Taux de rotation (%)
S1-2022	39,42	1,32 %
S1-2023	34,26	1,08 %
S1-2024	46,74	1,38 %
S1-2025	36,38	1,13 %
S1-2026	11,29	0,33 %

Marché secondaire obligataire - Volumes et taux de rotation historiques



Marché secondaire obligataire, volumes et taux de rotation historiques · Source : CMF / BVMT

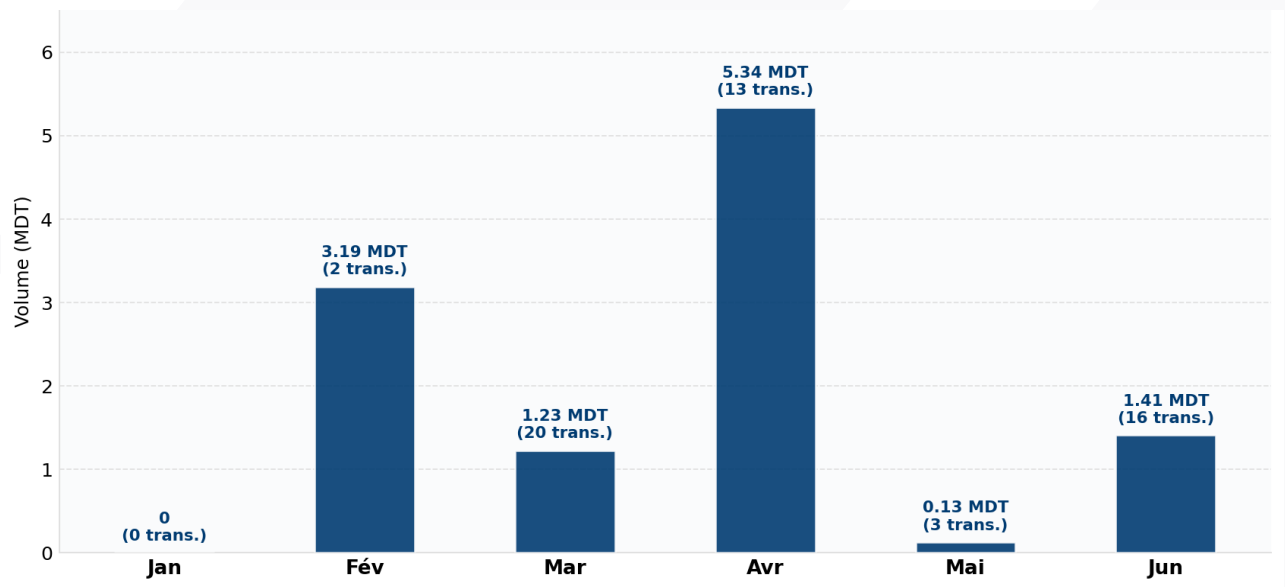
Sur cinq ans, le marché secondaire obligataire tunisien n'a jamais dépassé un taux de rotation de 1,4 %, confirmant sa nature structurellement peu liquide, les obligations corporate tunisiennes étant majoritairement détenues jusqu'à échéance plutôt qu'activement échangées. Le repli du

premier semestre 2026 (0,33 %, plus bas niveau des cinq semestres observés) accentue cette tendance et pose la question de la profondeur du marché secondaire face à un encours pourtant croissant (3 622 MDT).

10.2.2 Volumes mensuels du semestre — S1-2026

Mois	Volume (MDT)	Nb de transactions
Janvier	0	0
Février	3,19	2
Mars	1,23	20
Avril	5,34	13
Mai	0,13	3
Juin	1,41	16
TOTAL	11,29	54

Volumes mensuels - Marché secondaire S1-2026



Volumes mensuels du marché secondaire obligataire S1-2026 · Source : CMF / BVMT

La distribution mensuelle du marché secondaire est erratique : janvier n'enregistre aucune transaction, tandis qu'avril concentre le volume le plus élevé (5,34 MDT, 47,3 % du total semestriel) mais avec un nombre de transactions modéré (13), suggérant des opérations de taille unitaire importante. À

l'inverse, mars affiche le plus grand nombre de transactions (20) pour un volume plus faible (1,23 MDT), révélant une activité plus fragmentée. Cette irrégularité confirme le caractère peu structuré et opportuniste des échanges sur ce compartiment.

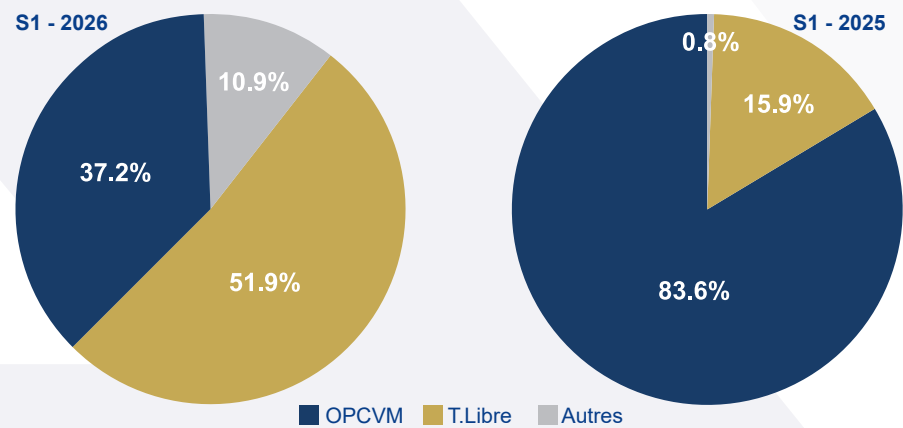
10.2.3 Répartition par type d'intervenant

La structure des intervenants sur le marché secondaire obligataire connaît un bouleversement majeur entre les deux

semestres, avec une inversion du rapport de force entre OPCVM et les investisseurs locaux en gestion libre.

Catégorie d'avoir	S1-2026	S1-2025
OPCVM	37,10 %	83,56 %
Comptes en gestion libre	51,83 %	15,87 %
Autres	11,07 %	0,57 %
TOTAL	100 %	100 %

Répartition du marché secondaire par type d'intervenant



Volumes mensuels du marché secondaire obligataire S1-2026 · Source : CMF / BVMT

Le renversement observé est spectaculaire: les OPCVM, qui représentaient 83,56 % des avoirs échangés au premier semestre 2025, ne pèsent plus que 37,10% au premier semestre 2026, cédant leur position dominante à l'investisseur direct en gestion libre, dont la part bondit de 15,87% à 51,83 %. La catégorie « Autres »

qui regroupe les comptes gérés, étrangers et propres progresse également fortement (0,57 % à 10,91 %). Ce basculement traduit un changement de profil des intervenants actifs sur le marché secondaire obligataire, dans un contexte où les volumes globaux du compartiment sont en forte baisse.

Faits marquants & Conclusions

- Les émissions primaires *corporate* reculent de 15 % à 490 MDT, après un pic historique au S1-2025 (577 MDT). Le mois de mars concentre à lui seul 63,2 % du volume semestriel, révélant une activité très ponctuelle plutôt qu'un flux régulier.
- Le secteur bancaire domine les émissions avec 69 % du total (340 MDT), suivi par la microfinance (16 %) et le leasing (10 %), une structure typique du marché obligataire tunisien.
- L'encours obligataire total progresse néanmoins de 9,3 % à 3 622 MDT, confirmant la croissance structurelle du compartiment malgré le repli conjoncturel des flux d'émission du semestre.
- Le marché secondaire obligataire s'effondre : volume à 11,29 MDT (-69 %) et taux de rotation à 0,33 %, plus bas niveau des cinq derniers semestres, confirmant la nature structurellement illiquide de ce compartiment, où les titres sont majoritairement détenus jusqu'à échéance.
- Renversement majeur dans la structure des intervenants du marché secondaire : la part des OPCVM chute de 83,6 % à 37,1 %, au profit de l'investisseur direct dont la part bondit de 15,9 % à 51,8 %.
- Le marché obligataire tunisien affiche un profil contrasté : un marché primaire actif mais concentré (émissions bancaires dominantes, calendrier irrégulier) adossé à un marché secondaire étroit en net repli, dont le développement de la liquidité demeure un chantier structurel prioritaire pour la profondeur de la place financière tunisienne.

11 - STRUCTURE DES COMPTES-TITRES

Profil des investisseurs et répartition des encours

Chiffres clés du premier semestre 2026

TOTAL COMPTES-TITRES	ENCOURS TOTAL	MONTANT MOYEN / INVESTISSEUR	PART DES PM DANS L'ENCOURS
123 714 comptes ouverts Ord. : 96 608 · CEA : 27 106	31 470 MDT encours total des comptes Ord. : 30 397 · CEA : 1 073 MDT	361,3 mdt par investisseur 254,4 mDT par compte	74,5 % PM tunisiennes + étrangères pour 5,2 % des investisseurs
78,1 % de comptes ordinaires, 21,9 % de CEA	96,6 % de l'encours en comptes ordinaires	PM étrangères : 5 702,3 mDT (moy. la + élevée)	Non-résidents : 901 investisseurs et 1 321 MDT (4,2 % de l'encours)

11.1 Structure par type de compte

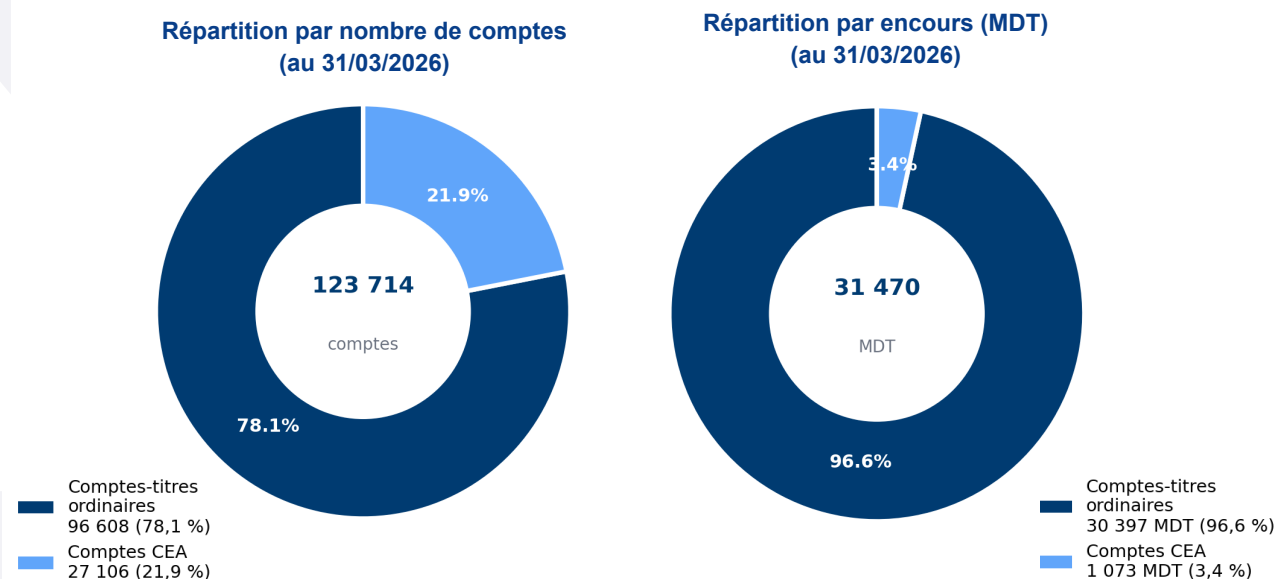
Les intermédiaires en bourse et les sociétés de gestion qui pratiquent la gestion sous mandat comptent 123 714 comptes-titres ouverts au 31 mars 2026, répartis en deux catégories : les comptes-titres ordinaires, destinés à la détention de valeurs

mobilières sans avantage fiscal spécifique, et les Comptes d'Épargne en Actions (CEA), bénéficiant d'une fiscalité allégée pour encourager l'investissement en bourse. L'encours total s'élève à 31 470 MDT.

Type de compte	Nombre	% nombre	Montant (MDT)	% montant	Moy./compte (mDT)
Comptes-titres ordinaires	96 608	78,09 %	30 396,6	96,59 %	314,6
Comptes CEA	27 106	21,91 %	1 073,1	3,41 %	39,6
TOTAL	123 714	100 %	31 469,6 *	100 %	254,4

* Le montant total inclut la valeur des titres détenus et les espèces.

Structure des comptes-titres - Répartition nombre & encours au 31/03/2026



Répartition des comptes-titres par nombre et par encours (%) — 31/03/2026 · Source : intermédiaires en bourse et sociétés de gestion

Les comptes-titres ordinaires dominent la structure avec 78,1% du nombre de comptes et 96,6% de l'encours total (30 397 MDT). Le montant moyen par compte ordinaire s'établit à 314,6 mDT, soit 7,9 fois le montant moyen des CEA (39,6mDT). Cette différence s'explique par le profil des titulaires de CEA, majoritairement

des personnes physiques ayant souscrit à des montants modestes pour bénéficier de l'avantage fiscal. L'écart entre la part du nombre (78,1 %) et la part de l'encours (96,6 %) des comptes ordinaires confirme que ces comptes hébergent en moyenne des portefeuilles nettement plus importants que les CEA.

11.2 Détenteurs par catégorie au 31/03/2026

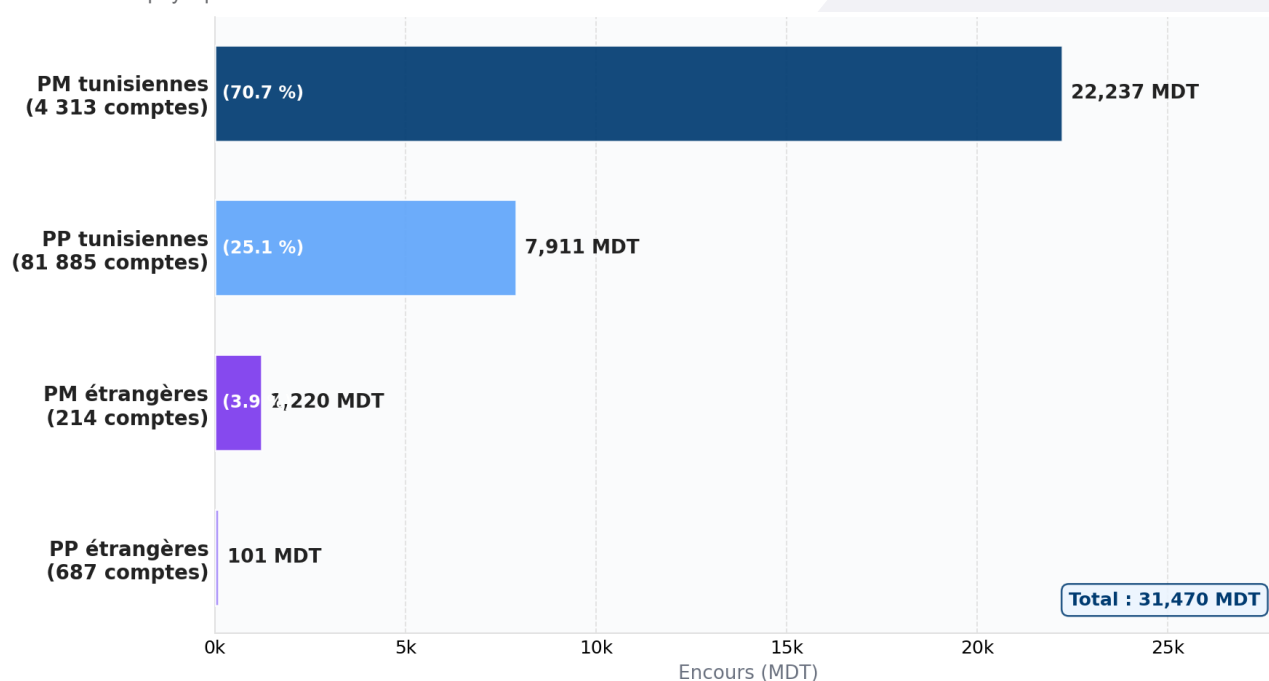
L'analyse par catégorie de détenteurs distingue résidents et non-résidents, et au sein de chaque groupe, personnes physiques et personnes morales. Le nombre

total d'investisseurs uniques (87 099) diffère du nombre de comptes (123 714) car un même investisseur peut détenir plusieurs comptes.

Catégorie de détenteur	Nombre	% nombre	Encours (MDT)	% encours	Moy./invest. (mDT)
RÉSIDENTS TUNISIENS					
Personnes physiques tunisiennes	81 885	94,01 %	7 911,2	25,14 %	96,6
Personnes morales tunisiennes	4 313	4,95 %	22 237,2	70,66 %	5 155,9
Sous-total résidents	86 198	98,97 %	30 148,5	95,80 %	349,8
NON-RÉSIDENTS (INVESTISSEURS ÉTRANGERS)					
Personnes physiques étrangères	687	0,79 %	100,8	0,32 %	146,8
Personnes morales étrangères	214	0,25 %	1 220,3	3,88 %	5 702,4
Sous-total non-résidents	901	1,03 %	1 321,1	4,20 %	1 466,3
TOTAL GÉNÉRAL	87 099	100 %	31 469,6	100 %	361,3

Encours par catégorie de détenteur - 31/03/2026 (MDT)

PP=Personnes physique PM = Personnes morales



Encours par catégorie de détenteur (MDT) et part de l'encours total — 31/03/2026 · Source : intermédiaires en bourse et sociétés de gestion

La répartition par catégorie de détenteurs met en évidence une forte concentration de l'encours sur les personnes morales tunisiennes : avec seulement 4 313 investisseurs (4,95 % du total), elles détiennent 22 237 MDT, soit 70,66 % de l'encours global. Cette dominance institutionnelle est caractéristique des marchés financiers en développement, où les grands acteurs institutionnels concentrent l'essentiel des actifs investis.

Les personnes physiques tunisiennes, qui représentent 94,01 % du nombre d'investisseurs, ne détiennent que 25,14 % de l'encours, reflétant la faiblesse relative de l'épargne boursière des ménages. Les non-résidents, marginaux en nombre (901 investisseurs, 1,03 %), pèsent néanmoins 4,20 % de l'encours, témoignant d'un intérêt externe pour les valeurs tunisiennes.

11.3 Montant moyen par investisseur selon la catégorie

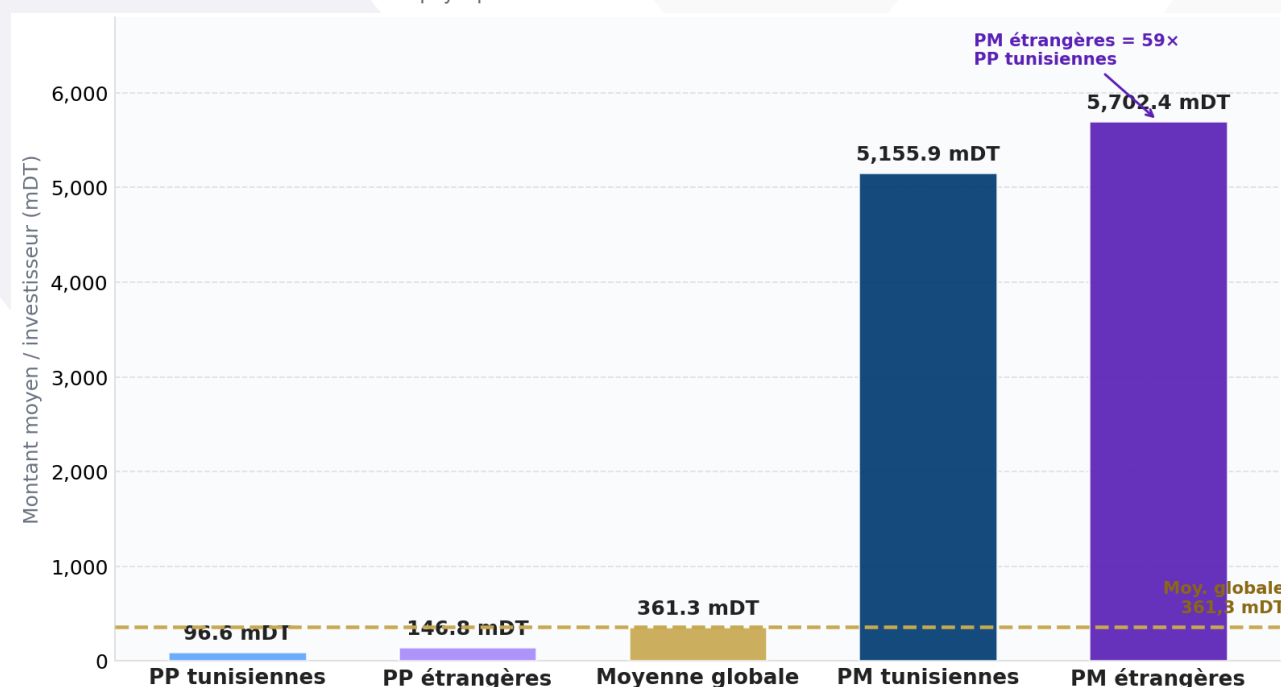
L'analyse du montant moyen par investisseur constitue un indicateur clé de la structure économique de la

base d'investisseurs. Elle révèle une hétérogénéité extrême selon le profil du détenteur.

Catégorie	Montant moyen (mDT)	Ratio vs PP tunisiennes
Personnes physiques tunisiennes	96,6	1× (référence)
Personnes physiques étrangères	146,8	1,5×
Moyenne globale (toutes catégories)	361,3	3,7×
Personnes morales tunisiennes	5 155,9	53,4×
Personnes morales étrangères	5 702,4	59×

Montant moyen par investisseur selon la catégorie - 31/03/2026 (mDT)

mDT = Milliers de dinars . PP = Personnes physiques . PM = Personnes morales



Montant moyen par investisseur selon la catégorie (mDT) — 31/03/2026 · Source : intermédiaires en bourse et sociétés de gestion

La différence entre le montant moyen le plus bas (PP tunisiennes : 96,6mDT) et le plus élevé (PM étrangères : 5 702,4 mDT) est considérable, de l'ordre de 59 fois. Cette dispersion extrême illustre la dualité du marché boursier tunisien : d'un côté, une base large de petits épargnants individuels aux portefeuilles modestes ; de l'autre, une minorité d'investisseurs institutionnels dont les tickets d'investissement unitaires

sont considérables. La moyenne globale (361,31 mDT) est tirée vers le haut par les personnes morales et masque cette réalité bimodale. La moyenne des PM tunisiennes (5 155,87 mDT) est 53 fois supérieure à celle des PP tunisiennes, soulignant le rôle dominant des institutionnels résidents dans la formation des prix et de la liquidité du marché.

Faits marquants & Conclusions

- ▶ 123 714 comptes-titres ouverts pour un encours total de 31 470 MDT, détenus par 87 099 investisseurs, traduisant une base large mais économiquement peu profonde côté retail.
- ▶ Les CEA représentent 21,9 % du nombre de comptes et 3,4 % de l'encours, avec un montant moyen de 39,6 mDT, soit près de huit fois inférieur à celui des autres comptes-titres (314,6 mDT).
- ▶ Asymétrie institutionnelle majeure : les personnes morales tunisiennes (4,95 % des investisseurs) détiennent 70,66 % de l'encours, soit 22 237 MDT avec un montant moyen de 5 155,9 mDT. Ces investisseurs institutionnels sont le véritable moteur de liquidité du marché et conditionnent de façon déterminante la formation des prix et l'orientation des indices.
- ▶ Les personnes physiques tunisiennes (94,01 % des investisseurs) ne représentent que 25,14 % de l'encours, avec un montant moyen de 96,6 mDT. Ce niveau, bien que significatif à l'échelle individuelle, reste modeste par rapport aux standards internationaux.
- ▶ Les investisseurs étrangers (901 investisseurs, 1,03 % du total) détiennent 1 321 MDT (4,20 % de l'encours), avec un montant moyen de 1 466,3 mDT, soit 15× la moyenne des PP tunisiennes. Leur profil est essentiellement institutionnel et stratégique : actionnaires de référence plus qu'investisseurs de portefeuille actifs.
- ▶ Le marché boursier tunisien présente une structure duale à deux vitesses : une large base retail de petits épargnants individuels coexistant avec une concentration institutionnelle très forte des encours, configuration caractéristique des marchés financiers en développement.

12 - LES OPCVM

Actif net, Collecte nette et performance au 30 juin 2026

Chiffres clés du premier semestre 2026

ACTIF NET TOTAL	COLLECTE NETTE	PERF. MOYENNE TOUTES CATÉG.	OPCVM ACTIONS (MEILLEURE PERF.)
11 206 MDT +30,3 % vs S1-2025 (128 OPCVM actifs)	2 709 MDT +69,6 % vs S1-2025 (1 597 MDT)	+6,66 % vs +3,47 % au S1-2025	+31,35 % vs +9,49 % au S1-2025

12.1 Actif net total au 30 juin 2026

L'actif net total des OPCVM tunisiens franchit pour la première fois le seuil des 11 000 MDT, s'établissant à 11 206 MDT au 30 juin 2026, contre 8 602 MDT un an

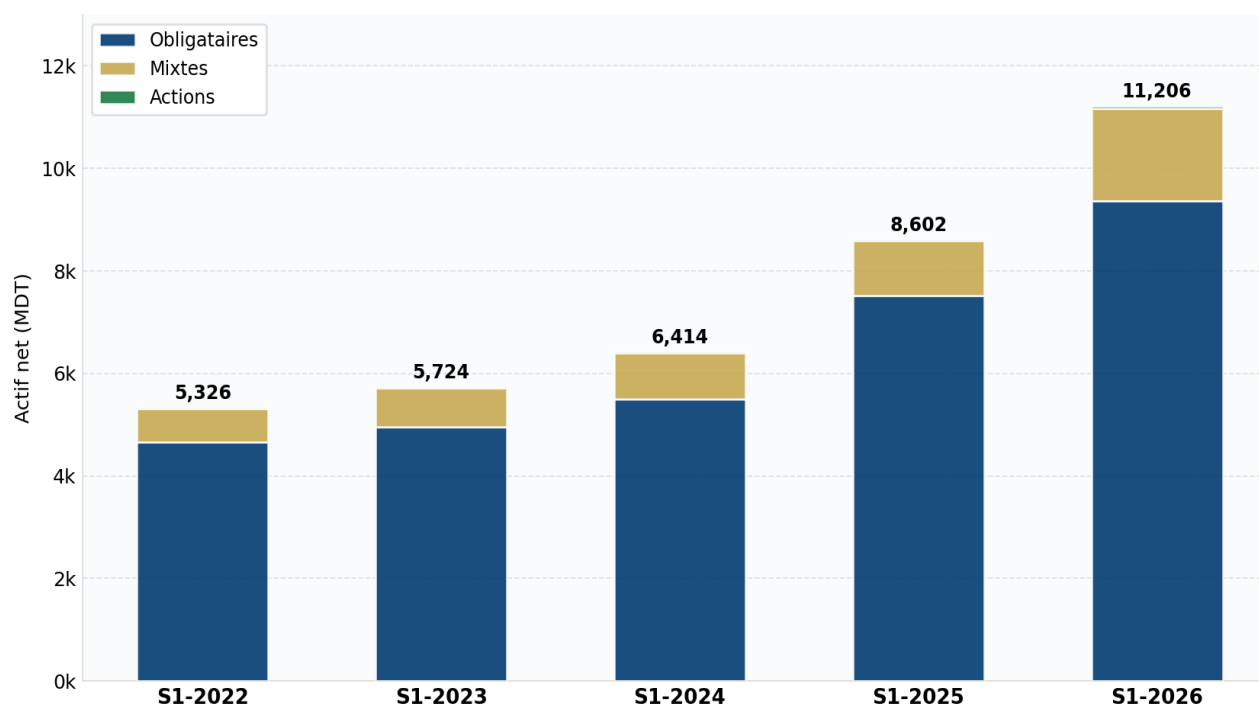
plus tôt (+30,3 %). Le secteur compte 128 OPCVM actifs, un niveau stable par rapport au S1-2025.

Indicateur	S1 2026	S1 2025	S1 2024	Var.
Actif net total (MDT)	11 205,9	8 601,6	6 414,2	+30,3 %
Nombre d'OPCVM actifs	128	128	125	=
Obligataires (MDT)	9 362,9	7 511,8	5 503,3	+24,6 %
Mixtes (MDT)	1 803,4	1 070,1	895,9	+68,5 %
Actions (MDT)	39,6	19,6	15,0	+101,7 %

Actif net mensuel par catégorie — S1 2026 (MDT)

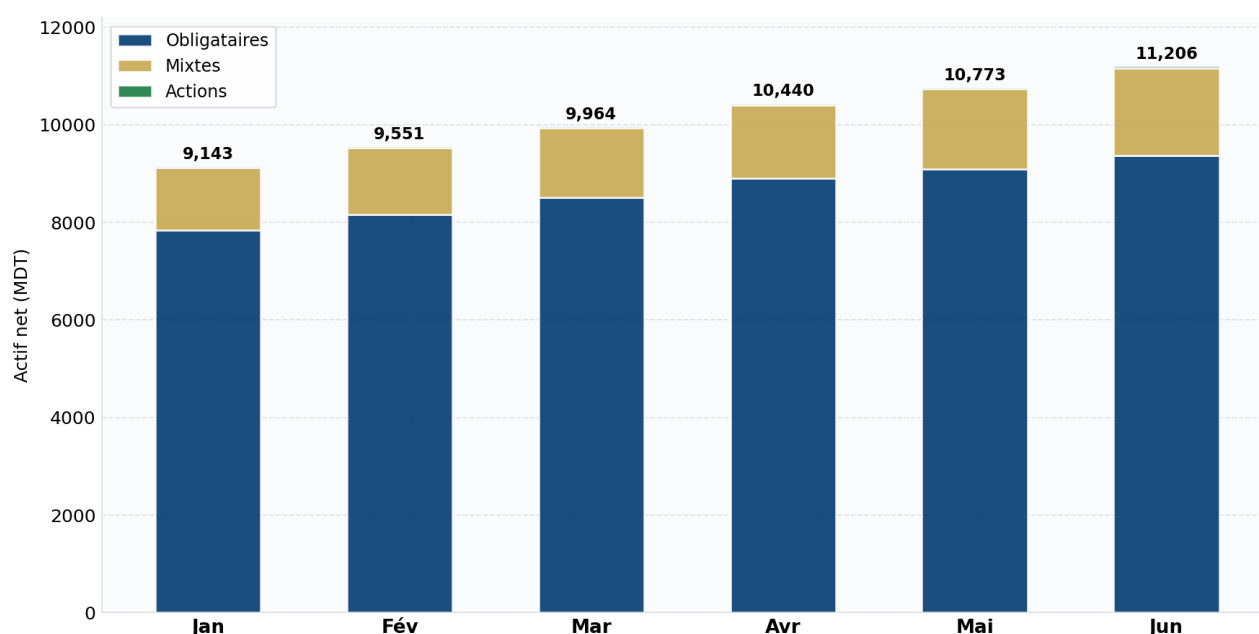
Catégorie (MDT)	Jan.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Juin	Var. / 01-01-26
Obligataires	7 840	8 166	8 507	8 898	9 096	9 363	29,08%
Mixtes	1 279	1 358	1 429	1 510	1 642	1 803	47,58%
Actions	24,3	27,5	28,3	31,8	35,6	39,6	86,81%
TOTAL (MDT)	9 143	9 551	9 964	10 440	10 773	11 206	31,89%

Actif net OPCVM par catégorie - Historique S1-2022 à S1-2026 (MDT)



Actif net OPCVM par catégorie — Historique S1-2022 à S1-2026 (MDT) · Source : CMF

Actif net mensuel par catégorie - S1 2026 (MDT)



Actif net mensuel par catégorie — S1 2026 (MDT) · Source : CMF

Les OPCVM obligataires dominent toujours la structure avec 83,6 % de l'actif net total (9 362,9 MDT), en progression de +24,6 % sur un an et de 29,08% depuis le début de l'année. Les OPCVM mixtes affichent la dynamique la plus marquée en relatif : +68,5 % à 1 803,4 MDT, un rythme de croissance nettement supérieur à celui des OPCVM obligataires, signe d'un

rééquilibrage progressif des portefeuilles vers des profils rendement/risque plus dynamiques. Les OPCVM actions, bien que marginaux en poids (39,6 MDT, 0,35 % du total), doublent quasiment leur actif net en un an (+101,7 %), portés par la performance exceptionnelle du marché actions tunisien (+47,7 % du TUNINDEX).

12.2 Collecte nette au 30 juin 2026

La collecte nette (solde entre souscriptions et rachats) atteint un niveau record de 2 709,28 MDT au premier semestre 2026, en hausse de +69,6 % par rapport aux 1 597,20 MDT du premier semestre

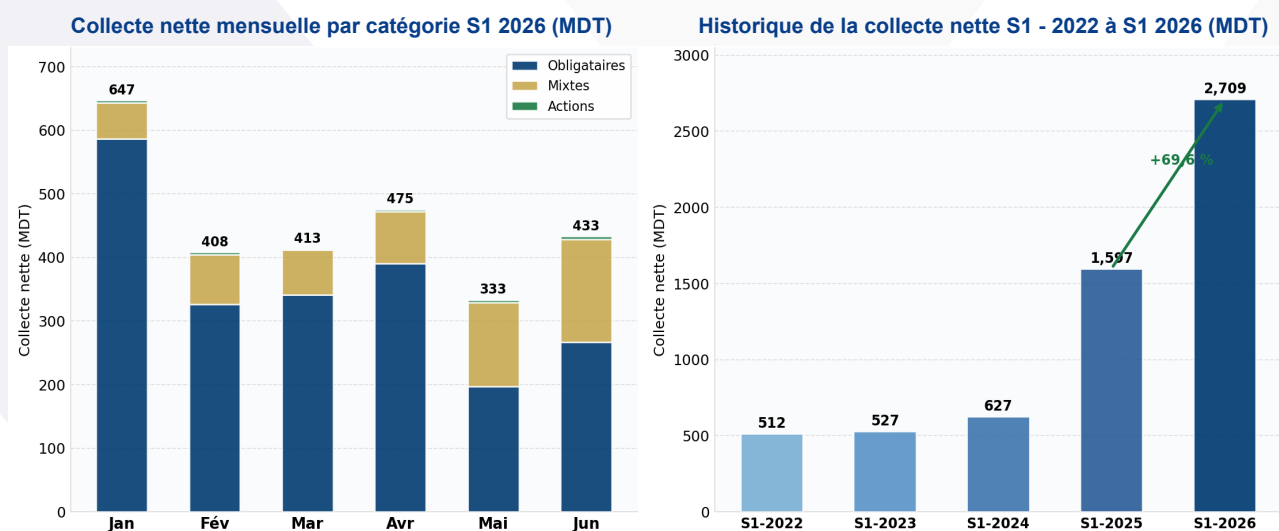
2025. Ce montant représente 24,18% du total actif net au 30 juin 2026, confirmant le rôle central des OPCVM comme vecteur de collecte de l'épargne nationale.

Indicateur de collecte	S1 2026	S1 2025	Var.
Collecte nette globale (MDT)	2 709,3	1 597,2	+69,6 %
Mois avec collecte positive	6 / 6	—	—
Collecte nette Obligataires	2 109,5 MDT	1 486,5 MDT	+41,9 %
Collecte nette Mixtes	581,4 MDT	107,2 MDT	+442,3 %
Collecte nette Actions	18,4 MDT	3,4 MDT	+435,0 %
Mois de collecte maximale	Janvier (646,7 MDT)	—	—

Collecte nette mensuelle par catégorie — S1 2026 (MDT)

Catégorie (MDT)	Jan.	Fév.	Mar.	Avr.	Mai	Juin	Total S1-26
Obligataires	586,4	325,9	341,3	390,7	197,6	267,4	2 109,5
Mixtes	57,2	78,8	70,7	81,2	131,9	161,7	581,4
Actions	3,1	3,2	0,8	3,5	3,7	4,1	18,4
TOTAL (MDT)	646,7	407,9	412,9	475,4	333,2	433,1	2 709,3

OPCVM - Collecte mensuelle & historique semestriel - S1 2026



Collecte nette mensuelle OPCVM par catégorie & historique semestriel S1-2022 à S1-2026 (MDT) · Source : CMF

Le mois de janvier concentre le pic de collecte mensuelle totale (646,7 MDT, 23,9% de la collecte semestrielle totale). La collecte sur les OPCVM mixtes bondit de +442,3 % en un an (107,2 → 581,4 MDT), portée par un afflux particulièrement marqué en mai (131,9 MDT) et juin (161,7 MDT), période coïncidant avec l'accélération du marché

actions. La collecte des OPCVM actions, bien que modeste en absolu (18,4 MDT), quintuple quasiment par rapport à l'année précédente (+435 %), confirmant l'appétit croissant des épargnants pour l'exposition actions via les OPCVM plutôt qu'en direct.

12.3 Performance des OPCVM par catégorie

La performance semestrielle moyenne des OPCVM toutes catégories confondues atteint +6,66 % au premier semestre 2026, quasiment le double du niveau du premier semestre 2025 (+3,47 %). Les OPCVM actions enregistrent une performance exceptionnelle de +31,35 %, tandis que les

OPCVM mixtes progressent de +24,53 %, bénéficiant directement de la hausse historique du TUNINDEX. La performance des OPCVM obligataires demeure stable, en raison de la méthode de valorisation des titres obligataires appliquée en Tunisie.

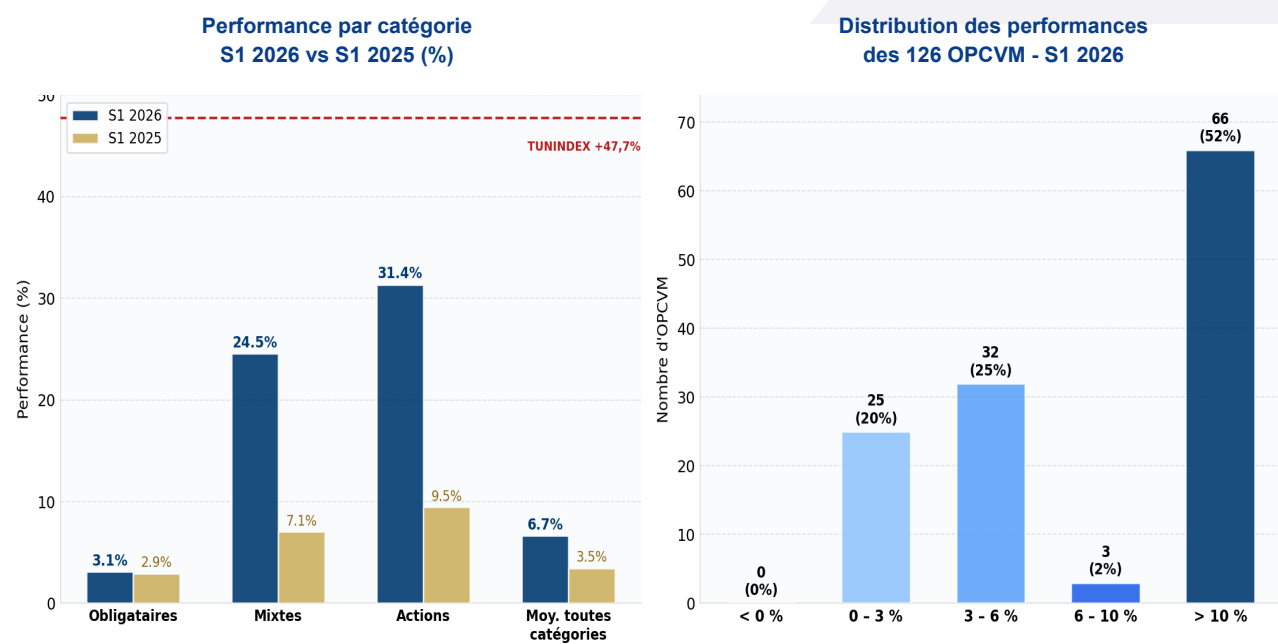
Catégorie	Perf. S1 2026	Perf. S1 2025	Progression
OPCVM Actions	+31,35 %	+9,49 %	3,3 ×
OPCVM Mixtes	+24,53 %	+7,07 %	3,5 ×
OPCVM Obligataires	+3,12 %	+2,94 %	1,1 ×
Moyenne toutes catégories	+6,66 %	+3,47 %	1,9 ×
TUNINDEX (référence)	+47,69 %	+16,31 %	2,9 ×

Distribution des performances au 30/06/2026

Tranche de performance	Nb d'OPCVM	Part (%)
0 à 3 %	25	19,8 %
3 à 6 %	32	25,4 %
6 à 10 %	3	2,4 %
> 10 %	66	52,4 %
TOTAL	126 *	100 %

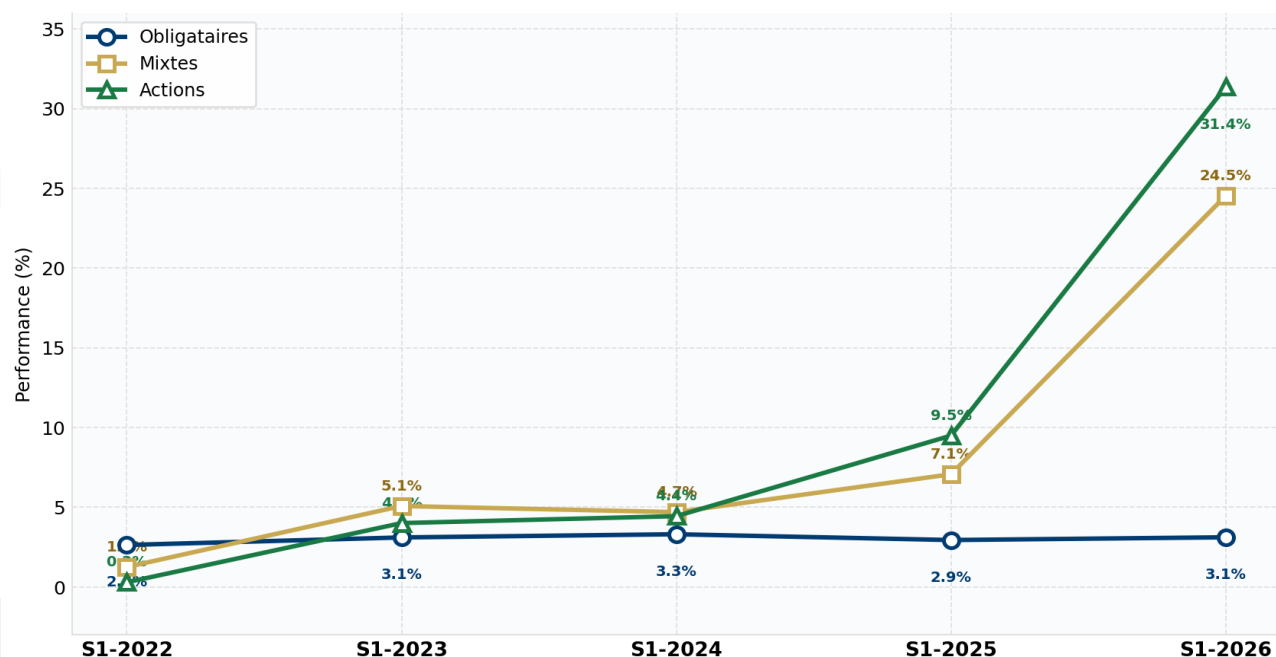
* les OPCVM ouverts au public au cours de l'année 2026 ne sont pas inclus.

OPCVM - Performance par catégorie & distribution - S1 2026



Performance OPCVM par catégorie S1 2026 vs S1 2025 & distribution des OPCVM par tranche · Source : CMF

Performance OPCVM par catégorie - Historique S1 2022 à S1 2026 (%)



Performance OPCVM par catégorie — Historique S1-2022 à S1-2026 (%) · Source : CMF

La distribution des performances marque un changement radical par rapport aux semestres précédents : 66 OPCVM sur 126 (52,4 %) affichent désormais une performance supérieure à 10 %, contre 22 seulement au 30 juin 2025. Cette bascule reflète la contagion de la hausse exceptionnelle du marché actions vers les OPCVM mixtes et actions. Seuls 25 OPCVM (19,8 %) restent dans la tranche 0–3 %,

typiquement les OPCVM obligataires purs dont la performance demeure bornée par les taux d'intérêt de référence. L'historique sur cinq ans confirme une divergence croissante entre catégories : les OPCVM obligataires évoluent dans une bande étroite (2,6 % à 3,3 %) depuis 2022, tandis que les OPCVM mixtes et actions décollent nettement à partir de S1-2025 pour atteindre des sommets historiques en S1-2026.

Faits marquants & Conclusions

- L'actif net total des OPCVM franchit pour la première fois le seuil des 11 000 MDT (11 205,9 MDT), en hausse de +30,3 % sur un an, avec 128 OPCVM actifs.
- La collecte nette semestrielle atteint un record absolu à 2 709,3 MDT (+69,6 % vs S1-2025), avec six mois consécutifs de collecte positive, signe d'une confiance soutenue des épargnants tout au long du semestre.
- Les OPCVM mixtes affichent la dynamique la plus spectaculaire : une progression de +68,5 % d'actif net et +442,3 % de collecte nette en un an, tirés par une performance de +24,53 % (contre +7,07% au S1-2025).
- Les OPCVM actions réalisent la meilleure performance semestrielle catégorielle (+31,35 %, contre +9,49 % au S1-2025), directement portée par la hausse historique du TUNINDEX, tout en restant marginaux en poids (0,35 % de l'actif total).
- La distribution des performances bascule radicalement : 52,4 % des OPCVM dépassent 10 % de performance semestrielle, contre 22 en S1-2025. La hausse du marché actions se diffuse largement à l'épargne collective.
- Les OPCVM obligataires, toujours dominants (83,6 % de l'actif total), conservent une performance stable et bornée (+3,12 %), en ligne avec les pratiques de valorisation et les taux d'intérêt en vigueur.
- En synthèse, le premier semestre 2026 marque une transformation qualitative de l'industrie tunisienne des OPCVM : au-delà de la croissance quantitative de l'actif net et de la collecte, c'est la performance qui change de nature, avec une contribution croissante des catégories mixtes et actions.

13 - OPÉRATIONS FINANCIÈRES SUPERVISÉES PAR LE CMF

1 - Liste d'opérations financières réalisées par appel public à l'épargne (S1-2026)

Type d'opération	Émetteur	Date visa	Montant (MDT)	Description de l'opération
Emprunt obligataire	Taysir Microfinance	27/01/2026	60	Lancement d'un emprunt obligataire ordinaire sur une période de cinq ans
Emprunt obligataire	BTK Leasing	30/01/2026	50	Lancement d'un emprunt obligataire subordonné sur une période de cinq ans
Emprunt obligataire	Amen Bank	04/03/2026	60	Lancement d'un emprunt obligataire subordonné sur une période de cinq ans
Ouverture au public d'un OPCVM	FCPR ReStart Fund	17/03/2026	50	Démarrage des souscriptions publiques des parts du Fonds Commun de Placement à Risque bénéficiant d'une procédure allégée dénommé FCPR ReStart Fund
Ouverture au public d'un OPCVM	FCPR INJAZ FUND	17/03/2026	30	Démarrage des souscriptions publiques des parts du Fonds Commun de Placement à Risque bénéficiant d'une procédure allégée dénommé FCPR INJAZ FUND
Ouverture au public d'un OPCVM	FCP Valeurs Monétaire	25/03/2026	0,1	Démarrage des opérations de souscriptions publiques et de rachats des parts de « FCP Valeurs Monétaire » de catégorie monétaire
Autorisation d'acquisition de bloc de contrôle	SOTUVER	02/04/2026	211	Acquisition d'un bloc majoritaire de 41 % du capital de SOTUVER par BA Glass B.V. et soumission à une OPA obligatoire
Ouverture au public d'un OPCVM	FCPR AMEN TAAHIL 1	06/04/2026	40	Démarrage des souscriptions publiques des parts du Fonds Commun de Placement à Risque bénéficiant d'une procédure allégée dénommé FCPR AMEN TAAHIL 1
Emprunt obligataire	DAAM Tamweel	14/04/2026	10	Lancement d'un emprunt obligataire subordonné sur une période de 7 ans dont 5 ans de grâce
Ouverture au public d'un compartiment	FIS IMPACT	13/05/2026	50	Démarrage des souscriptions publiques des parts du « Compartiment CORRIDOR » relevant du Fonds d'Investissement Spécialisé à compartiments dénommé IMPACT
Augmentation du capital	Total Energies	01/06/2026	2	Augmentation du capital par l'émission de 75 968 actions réservée aux salariés du groupe adhérant au Plan d'Épargne Groupe (PEG)
Ouverture au public d'un OPCVM	FCP Leptis CEA	19/06/2026	0,1	Démarrage des opérations de souscriptions publiques et de rachats des parts de « FCP Leptis CEA » de catégorie mixte

2 - Opérations financières réalisées sans appel public à l'épargne / placement privé (S1-2026)

Type d'opération	Émetteur	Montant (MDT)	Description de l'opération
Emprunt obligataire	Banque Internationale Arabe de Tunisie	250	Lancement d'un emprunt obligataire subordonné sur une période de cinq ans
Emprunt obligataire	Banque Tuniso-Koweïtienne	30	Lancement d'un emprunt obligataire subordonné sur une période de cinq ans
Emprunts obligataires convertibles en actions	Société Les Laboratoires Polypharma	5,2	Lancement d'un emprunt obligataire convertible en actions sur une période de cinq ans
Réduction du capital	SODEK SICAR	0,5	Réduction du capital par l'annulation de 109 760 actions détenues par une banque
Augmentation du capital	SODEK SICAR	1	Augmentation de capital par l'émission de 199 867 actions exclusivement réservées à trois banques avec suppression du droit préférentiel de souscription
Emprunt obligataire	La Lyre Immobilière	10	Lancement d'un emprunt obligataire ordinaire sur une période de dix ans
Titres participatifs	Microcred SA	10	Emission de titres participatifs en numéraire sur une période de sept ans
Emprunt obligataire	Société Biosphère	5	Lancement d'un emprunt obligataire ordinaire sur une période de 5 ans dont 2 ans de grâce
Augmentation du capital	Assurances Maghrebria	10	Augmentation de capital par l'émission de 1 000 000 actions suite à l'incorporation des réserves de la société

II - ÉTUDES ET ANALYSES



Au-delà de sa mission de régulation et de surveillance du marché financier tunisien, le Conseil du Marché Financier s'investit activement dans la production d'analyses et de réflexions approfondies sur les enjeux structurels, réglementaires et prospectifs qui traversent le marché des capitaux. Cette activité de recherche interne, portée par l'expertise de ses cadres et de ses départements spécialisés, participe pleinement à la mission du CMF de renforcement de la transparence, de protection de l'épargne et de développement du marché financier tunisien.

Convaincu que la qualité de la régulation repose autant sur la solidité du contrôle que sur la capacité à produire une réflexion rigoureuse sur le fonctionnement du marché, le CMF associe à cette revue semestrielle les travaux de recherche menés par ses équipes. Cette démarche s'inscrit dans une tradition consolidée de contribution du régulateur au débat scientifique et professionnel, en résonance avec les évolutions internationales en matière de régulation financière.

La Partie II de cette revue rassemble ainsi cinq contributions thématiques, élaborées par les cadres du Conseil du Marché Financier, qui portent un regard analytique et parfois critique sur des problématiques structurantes du marché, dans une perspective à la fois diagnostique et prospective :

► Le Marché des Obligations Privées en Tunisie (2016-2025)
Diagnostic structurel, dysfonctionnements et perspectives de réformes

► Le crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières en Tunisie
Cadre réglementaire, leçons des crises européennes et inertie du marché

► Reporting ESG des sociétés
faisant appel public à l'épargne

► Consécration de l'approche fondée sur les risques en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux, le financement du terrorisme et la prolifération des armes

► La mise en œuvre des exigences LBA-FT-FP par les assujetties au contrôle du CMF

Ces travaux ont été réalisés par des cadres appartenant à plusieurs départements du CMF. Ils illustrent la diversité et la profondeur de l'expertise interne mobilisée au service du marché financier tunisien, et s'inscrivent dans une démarche continue d'appui à la décision réglementaire.

En donnant à ces analyses une place dans la présente revue, le Conseil du Marché Financier entend démontrer que la recherche appliquée constitue un levier essentiel de la régulation moderne : elle permet d'anticiper les mutations du marché, d'objectiver le diagnostic des dysfonctionnements observés et d'éclairer les choix de réforme au bénéfice de l'ensemble des acteurs du marché financier tunisien : émetteurs, intermédiaires, investisseurs et épargnants.

LE MARCHÉ DES OBLIGATIONS PRIVÉES EN TUNISIE (2016-2025)

Diagnostic structurel, dysfonctionnements
et perspectives de réformes



Maher Mazgou

Chef du Département Études et Statistiques

8 899 MDT

émis sur la décennie

Record 2025 : 1 506 MDT

96,9 %

capté par le secteur financier

Secteurs non fin. : 3,1 %

3,83 %

taux de rotation moyen du

marché secondaire 2016-2025

I. Introduction

Le marché des obligations privées (corporate) occupe une place centrale dans l'architecture financière des économies développées. Il constitue un canal de financement direct qui permet aux entreprises de lever des capitaux auprès d'investisseurs sans passer exclusivement par l'intermédiation bancaire traditionnelle. Cette désintermédiation présente plusieurs avantages : elle diversifie les sources de financement de l'économie, réduit la concentration des risques dans le système bancaire, permet aux entreprises d'accéder à des maturités plus longues mieux adaptées à leurs besoins d'investissement, et offre aux investisseurs institutionnels et particuliers des opportunités de placement alternatives aux dépôts bancaires et aux actions.

Dans les économies développées, le marché obligataire corporate rivalise souvent en taille avec le marché des actions et représente une part substantielle du financement des entreprises. Les États-Unis, l'Europe et de nombreux pays

émergents d'Asie ont développé des marchés obligataires profonds et liquides qui constituent des piliers essentiels de leurs systèmes financiers. Ces marchés se caractérisent par une grande diversité d'émetteurs issus de tous les secteurs économiques, une multiplicité d'investisseurs aux stratégies variées, et surtout une liquidité suffisante sur le marché secondaire permettant aux détenteurs d'obligations de céder leurs titres avant leur échéance dans des conditions de prix transparentes et efficientes.

En Tunisie, la situation contraste fortement avec ce schéma. Le système financier demeure largement bank-based, avec une intermédiation bancaire qui assure l'essentiel du financement de l'économie. Les entreprises tunisiennes ont historiquement entretenu des relations privilégiées avec leurs banquiers, qui constituent leur principale, voire unique, source de financement externe. Le marché obligataire, bien qu'existant formellement depuis plusieurs décennies, n'a jamais

véritablement décollé au-delà du segment des titres souverains. Les émissions privées restent marginales et le marché secondaire souffre d'une illiquidité chronique qui le prive de sa fonction économique essentielle.

Le premier semestre de l'année 2026, marquée par une hausse record de 48 % du TUNINDEX, accompagnée d'un volume de transactions supérieur à deux milliards de dinars, accentue la portée de ce constat. Cette vitalité du marché actions contraste nettement avec l'atonie persistante du compartiment obligataire privé. Ce décalage suggère que les obstacles au développement de ce marché

tiennent à des freins structurels profonds d'ordre réglementaire, conjoncturel et comportemental et non à un désintérêt généralisé des épargnants.

La présente étude dresse un diagnostic du marché sur la décennie 2016-2025, à partir des données exhaustives du CMF, de la BVMT et de Tunisie Clearing. Elle analyse l'état du marché primaire (section II), les dysfonctionnements du marché secondaire (section III), les déterminants de l'étroitesse du marché (section IV), et propose un cadre de recommandations opérationnelles (section V).

II. État des Lieux du Marché Primaire

2.1 Évolution des volumes d'émissions

L'examen des volumes d'émissions¹ sur la période 2016-2025 met en évidence une trajectoire instable, largement dominée par le secteur financier, et marquée par l'incapacité à diversifier la base d'émetteurs vers l'économie réelle.

Tableau 1 — Évolution des émissions d'obligations privées par secteur : 2016-2025

Secteur	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Secteur financier	821	855	806	590	1142	763	1003	797	496	1352
Banques	485	570	405	385	770	525	720	310	25	922
Leasing et factoring	306	285	308	90	230	155	218	367	300	280
Microfinance	0	0	40	110	142	43	65	120	150	145
Autres services financiers	30	0	53	5	0	40	0	0	21	5
Secteurs non financiers	18	0	67	0	21	5	0	9	0	155
Total	839	855	874	590	1 163	768	1 003	805	496	1 506
Nombre d'émissions	20	24	25	21	29	21	21	23	17	29

Source : CMF (montants en MDT).

¹ Les volumes d'émission comprennent également les titres de créance émis hors appel public à l'épargne par des sociétés APE, ainsi que ceux déclarés au CMF par des sociétés non-APE, conformément à la réglementation en vigueur.

Sur la décennie 2016-2025, les volumes d'émissions oscillent entre un plancher de 496 MDT en 2024 et un pic de 1 506MDT en 2025, sans tendance haussière durable. Entre 2016 et 2019, les émissions se maintiennent à un niveau relativement stable, avec des volumes d'émissions comprises entre 590 et 874 MDT, un nombre d'opérations variant de 20 à 25 et des tickets moyens oscillant entre 28 et 42MDT, traduisant un marché modeste mais régulier. Dès 2019, un premier décrochage apparaît, suivi en 2020 d'un rebond porté par les banques (770 MDT), le leasing (230MDT) et la microfinance (142MDT). Mais les secteurs non financiers ne représentent que 1,8 %du total, révélant une fragilité structurelle.

Entre 2021 et 2024, le marché se contracte fortement et les émissions ont chuté de 768 à 496 MDT avec seulement 17 émissions, sous l'effet du désengagement quasi total des banques (de 525 à 25 MDT, soit une baisse de 95 %). Les institutions de Leasing et de microfinance amortissent partiellement le recul, sans combler le vide. Depuis 2021, le secteur industriel n'a enregistré aucune émission et les émissions du secteur biens de consommation restent marginales.

En 2025, un rebond spectaculaire survient (1 506 MDT, 29 émissions, ticket moyen de 51 MDT), grâce au retour des banques (922 MDT) et au dynamisme du secteur des services aux consommateurs (154,8 MDT). Toutefois, la domination des intermédiaires financiers reste écrasante (près de 90 % des volumes). Sur l'ensemble de la décennie, les secteurs non financiers ne dépassent pas 3 % des émissions, confirmant l'incapacité du marché obligataire privé tunisien à financer durablement l'économie réelle. Les pics de 2020 et 2025 traduisent surtout des rattrapages bancaires ponctuels, et une relance durable du marché nécessiterait une diversification sectorielle réelle accompagnée de réformes structurelles.

2.2 Concentration sectorielle extrême

Les données décennales mettent en évidence une structure sectorielle d'une rigidité remarquable. Sur un total de 8 899MDT émis entre 2016 et 2025, le secteur financier a capté entre 89,8% et 100% des émissions chaque année, représentant une part de 96,9% sur l'ensemble de la période. Cette monopolisation quasi-totale par les institutions financières spécialisées (banques, sociétés de leasing et institutions de microfinance) constitue l'anomalie structurelle la plus marquée du marché obligataire privé tunisien. Elle illustre de manière éclatante son incapacité à remplir sa mission fondamentale : le financement direct de l'économie productive.

Les banques s'imposent comme les principaux animateurs du marché obligataire privé tunisien, avec 5 117 MDT levés sur un total de 8 899 MDT entre 2016 et 2025, soit 57,5% des émissions cumulées. Cette domination traduit un usage essentiellement opportuniste du marché, étroitement corrélé aux conditions de liquidité bancaire et aux contraintes réglementaires. En périodes de tension, les banques intensifient leur recours aux émissions obligataires pour diversifier leurs sources de refinancement et préserver leurs ratios prudentiels, comme en 2020 (66,2% des émissions) ou en 2025 (61,2%). À l'inverse, lorsque des alternatives de financement sont disponibles, leur présence se contracte fortement, révélant le caractère non structurel de leur recours au marché, comme en atteste le plancher de 25 MDT enregistré en 2024. À fin mai 2026, leur encours atteint 2 425 MDT, soit près des deux tiers du marché, consolidant une position dominante qui façonne profondément la dynamique globale des émissions.

Les sociétés de leasing constituent le second pilier du marché, avec 2 539MDT émis (28,5%), mais selon une logique radicalement

différente. Leur présence repose sur un besoin structurel de refinancement, inhérent à un modèle économique fondé sur la transformation de ressources en financements d'actifs productifs au profit des entreprises, en particulier les PME. Cette activité, caractérisée par des flux de remboursement étalés et prévisibles, nécessite un accès continu à des ressources de moyen et long terme, faisant du marché obligataire un instrument naturel et indispensable. La régularité de leurs émissions, indépendamment des cycles de liquidité bancaire, confère au marché une certaine stabilité. Leur encours, de 806 MDT (22%), confirme le rôle de financeur récurrent du secteur ainsi que la relation de confiance durable établie avec ces investisseurs institutionnels.

Les institutions de microfinance, plus récemment intégrées au marché, illustrent une dynamique d'élargissement partiel mais encore limitée. Depuis leurs premières émissions en 2018, elles ont levé sur la période 815 MDT (9,2% du total des émissions sur la décennie), avec une montée en puissance progressive, portée par la professionnalisation du secteur et la diversification de ses sources de financement. Leur encours atteint 447 MDT

(environ 12%), signalant une consolidation de leur empreinte. Toutefois, le recours croissant aux placements privés, en ciblant les investisseurs institutionnels, introduit une segmentation supplémentaire du marché, restreint l'accès des OPCVM à ces titres et réduit la transparence globale du marché.

À l'opposé, les entreprises non financières restent structurellement marginalisées, avec seulement 275 MDT levés sur l'ensemble de la décennie soit 3,1% des émissions cumulées. Les émissions observées demeurent sporadiques, sans effet d'entraînement ni continuité, traduisant l'absence d'ancrage du financement obligataire dans les stratégies financières des entreprises industrielles et commerciales. Cette éviction persistante révèle un déséquilibre profond : le marché obligataire fonctionne avant tout comme un mécanisme de refinancement du secteur financier, sans parvenir à irriguer l'économie productive. Les obstacles spécifiques à l'entrée des entreprises non financières (coûts d'émission, exigences de notation et de transparence, culture de l'opacité financière) seront analysés en détail dans les sections suivantes.

Tableau 2 — Encours des obligations privées admises aux opérations de Tunisie Clearing au 31 mai 2026 (MDT)

Secteur	Encours (MDT)	Part (%)
Banques	2 425	65,9%
Leasing et factoring	806	21,9%
Microfinance	447	12,2%
Total	3 678	100,0 %

Source : Tunisie Clearing.

2.3 Profil des instruments et des souscripteurs

a) Notation : un marché scindé en deux réalités

L'analyse du marché obligataire tunisien sur la période 2016-2025 met en évidence une appréciation partielle du risque de crédit : seules 33 % des émissions ont été notées. Cette faible proportion découle des exemptions réglementaires¹. Sur 76 emprunts évalués, *Fitch Ratings* en a noté 75, laissant une seule émission à *MicroRate*. Malgré leur nombre limité, ces notations constituent le seul repère fiable pour les investisseurs avant de prêter leur argent.

La distribution des notes montre un marché fragile et polarisé : 58 % des titres notés (44 emprunts) atteignent la catégorie Investment grade, tandis que 42 % (32 emprunts) restent spéculatifs. La notation BBB- apparaît comme la référence dominante avec 14 occurrences, suivie de BBB (13 emprunts) et BBB+ (12 emprunts).

Cette concentration sur le seuil minimal de l'Investment grade reflète la structure du marché, dominé par un noyau restreint d'émetteurs récurrents principalement issus des secteurs du leasing et de la microfinance. Bien que ces institutions fassent preuve d'une résilience avérée, leur modèle économique les contraint à évoluer sur une étroite zone de confort financier.

Tableau 3 — Répartition des emprunts obligataires par catégorie de notation (2016-2025)

Catégorie / Note	2016-2018	2019-2021	2022-2025	Total	%
Investment grade (BBB- et +)	17	9	18	44	57,9 %
Dont BBB- (le plus fréquent)	7	3	4	14	18,4 %
Spéculatif (BB+ et inférieur)	14	4	14	32	42,1 %
TOTAL	31	15	30	76	100 %

Source : CMF.

b) Souscripteurs : une institutionnalisation croissante

L'évolution du marché obligataire tunisien entre 2016 et 2025 révèle une transformation profonde du profil des investisseurs, désormais dominé par les institutions. Les compagnies d'assurance s'imposent comme premier pilier, leur part de souscription passant de 27,6 % à 40,7 %, portée par l'obligation réglementaire des assureurs de couvrir leurs engagements de long terme par des actifs sécurisés², couplée à une collecte croissante en assurance-vie qui offre une épargne stable. Les souscriptions des OPCVM restent stables

autour de 31 %, tandis que les banques et la Caisse des Dépôts et Consignations se retirent progressivement, ne conservant qu'un rôle marginal.

Cette reconfiguration s'accompagne d'une érosion préoccupante de l'épargne directe des ménages, la part des personnes physiques s'étant effondrée de 8,7 % à seulement 1,6 % en dix ans. Ce désengagement massif des particuliers, au profit d'une gestion déléguée ou d'autres supports de placement, laisse le champ libre aux « autres personnes morales » qui doublent leur présence pour capter 13,4 % des émissions.

¹ Dérogation à l'obligation de notation pour les emprunts émis par les banques ou bénéficiant d'une garantie bancaire (article 30 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne).

² Article 31 de l'arrêté du ministre des finances du 27 février 2001, fixant la liste, le mode de calcul des provisions techniques et les conditions de leur représentation.

Tableau 4 — Ventilation des souscripteurs aux émissions obligataires privées (2016-2025)

Catégorie de souscripteur	2016	2025	Tendance
Compagnies d'assurance	27,6 %	40,7 %	↗ Hausse
OPCVM et sociétés d'investissement	33,6 %	34,3 %	≈ Stable
Banques	16,1 %	6,9 %	↘ Baisse
Caisses de Dépôts et Consignations	7,2 %	3,2 %	↘ Baisse
Autres personnes morales	6,9 %	13,4 %	↗ Hausse
Personnes physiques	8,7 %	1,6 %	↓ Fort recul

Source : CMF.

Comme le confirment les données de la structure des détenteurs des obligations privées arrêtées au 31 décembre 2025, le marché s’est définitivement resserré autour d’un noyau d’experts institutionnels. S’il a indéniablement renforcé sa stabilité

technique, il a simultanément vu se tarir son attractivité auprès du grand public, se retrouvant aujourd’hui particulièrement dépendant des arbitrages stratégiques dictés par les compagnies d’assurance.

Structure des détenteurs des obligations privées
au 31/12/2025 - source : Tunisie Clearing



2.4 Mutation des modes de placement : la dérive vers le gré à gré

Entre 2016 et 2025, le marché obligataire privé tunisien a connu une transformation marquée par le recul des émissions par Appel Public à l'Épargne. Alors qu'en début de période ce segment dominait largement

(71 % des volumes, soit 594 MDT sur 839 MDT), il perd sa suprématie dès 2019 au profit des placements privés, qui captent 58 % de l'activité et s'imposent durablement avec une part comprise entre 52 et 59 % sur le reste de la décennie. Même le sursaut de 2024, lié à la chute des émissions bancaires, n'a pas inversé cette tendance.

Tableau 5 — Émissions obligataires privées : APE vs. non-APE (2016-2025, en MDT)

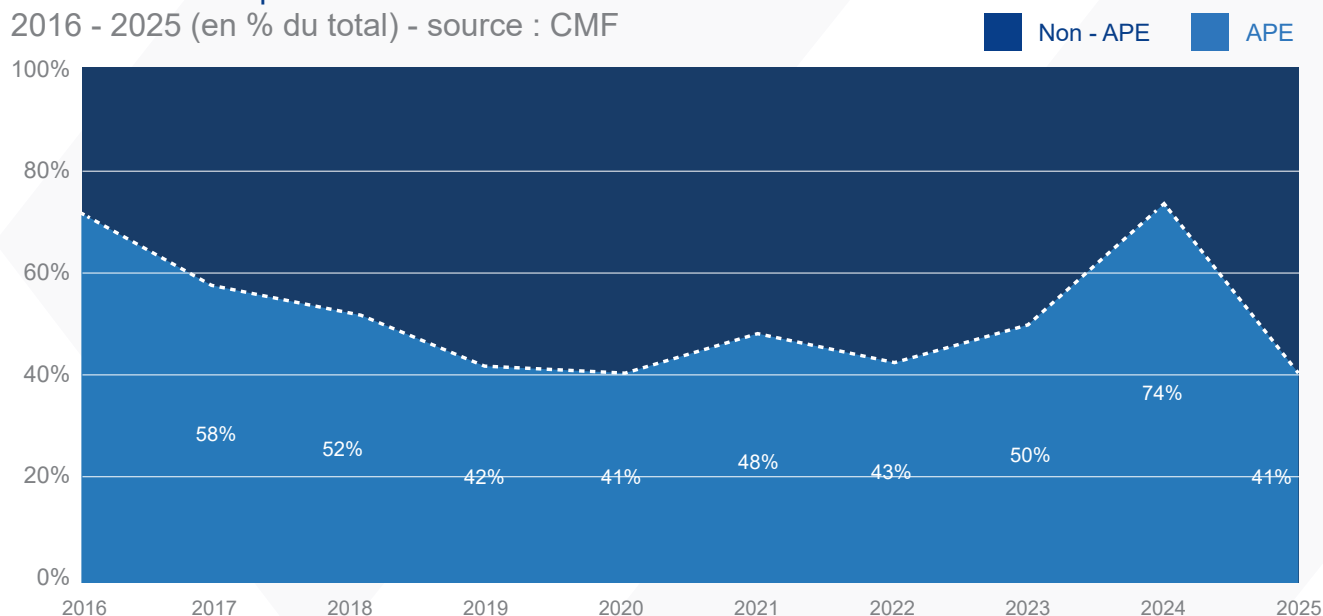
Année	APE (MDT)	APE %	Non-APE (MDT)	Non-APE %	Total (MDT)	Dominant
2016	594	71 %	245	29 %	839	APE
2017	500	58 %	355	42 %	855	APE
2018	450	52 %	423	48 %	874	APE
2019	250	42 %	340	58 %	590	non-APE
2020	480	41 %	683	59 %	1 163	non-APE
2021	370	48 %	398	52 %	768	non-APE
2022	430	43 %	573	57 %	1 003	non-APE
2023	400	50 %	405	50 %	805	Parité
2024	365	74 %	131	26 %	496	APE
2025	610	41 %	896	59 %	1 506	non-APE
TOTAL	4 449	50,0 %	4 449	50,0 %	8 899	Égalité

Source : CMF.

Les chiffres de la décennie montrent une parité parfaite entre émissions APE et non-APE (4 449 MDT chacun) et masquent une fragmentation profonde du paysage financier. Deux compartiments coexistent désormais : d'un côté, le marché

réglementé, transparent et accessible ; de l'autre, les placements privés, plus flexibles mais opaques, réservés à un cercle restreint d'investisseurs. Cette dualité affaiblit le rôle central de la Bourse de Tunis et renforce des circuits de financement fermés.

Évolution de la répartition APE vs. non-APE 2016 - 2025 (en % du total) - source : CMF



La recherche de flexibilité par certains émetteurs se fait au détriment de la liquidité et de la transparence. Les émissions non-APE, réalisées sans visa du Conseil du Marché Financier, échappent aux OPCVM soumis à des contraintes réglementaires et ne sont pas cotées, ce qui les rend quasi-illiquides

et les exclut du marché secondaire. L'opacité des conditions financières prive les investisseurs d'informations fiables et empêche la construction d'une courbe de rendement corporate de référence, essentielle pour l'évaluation des risques et l'efficience allocative.

III. Le Marché Secondaire : une Liquidité Défaillante

3.1 Des volumes de transactions dérisoires

Un marché secondaire liquide est indispensable pour assurer la valorisation transparente des portefeuilles et permettre aux investisseurs de céder leurs titres avant l'échéance. En Tunisie, l'absence de cette profondeur transforme les obligations privées en instruments de placement inertes, comparables à des dépôts à terme non négociables. L'analyse de la période 2016-2025 révèle une faiblesse structurelle et persistante des échanges : face à un encours moyen significatif de 2 923 MDT, le volume annuel moyen des transactions ne s'élève qu'à 107,2 MDT. Cette déconnexion est particulièrement frappante en 2025, année où l'encours culmine à 3 240 MDT tandis que les échanges s'effondrent à 60,7 MDT, ne représentant plus qu'une part résiduelle de 6 % du volume obligataire global en bourse.

Le taux de rotation, baromètre de la vitalité du marché, confirme ce diagnostic de paralysie. Avec une moyenne décennale de seulement 3,83 %, le marché s'est cristallisé autour d'une logique de buy-and-hold où les titres restent figés dans les portefeuilles. Le pic éphémère de 10,71 % observé en 2019 n'a été qu'une anomalie statistique, et le taux est tombé à 1,91 % en 2025, un niveau qui prive le mécanisme de toute capacité à former des prix transparents. Cette léthargie est accentuée par un effet d'exclusion majeur au profit des titres d'État, qui accaparent la liquidité avec un sommet historique de 874 MDT de transactions en bourse durant l'année 2025. Délaissé car jugé trop illiquide, le papier privé subit un désintérêt structurel qui freine l'essor d'un financement désintermédié efficient dans le pays.

Tableau 6 — Marché secondaire des titres de créance : volumes annuels (MDT, 2016-2025)

Année	Oblig. privées (MDT)	Titres d'État (MDT) (*)	Total (MDT)	Part privé	Encours Oblig. privées (MDT)	Taux rotation (**)
2016	47,5	42,3	89,8	53 %	2 530	1,97 %
2017	61,5	103,8	165,3	37 %	2 809	2,30 %
2018	112,4	512,2	624,6	18 %	2 789	4,02 %
2019	286	191	477	60 %	2 551	10,71 %
2020	166,9	9,1	176	95 %	2 702	6,35 %
2021	90,8	26	116,8	78 %	2 965	3,20 %
2022	129,2	79,5	208,7	62 %	3 104	4,26 %
2023	54,9	122,8	177,7	31 %	3 438	1,68 %
2024	61,7	95,1	156,8	39 %	3 102	1,89 %
2025	60,7	874	934,7	6 %	3 240	1,91 %
Moyenne	107,2	205,6	312,7	48 %	2 923	3,83 %

Source : Tunisie Clearing.

(*) Correspond aux volumes réalisés en bourse

(**) Taux de rotation annuel = volume des transactions / encours moyen.

3.2 Une concentration extrême des investisseurs

La configuration du marché secondaire tunisien se caractérise par une concentration structurelle qui amplifie les déséquilibres déjà visibles sur le marché primaire. Alors que les investisseurs institutionnels, principalement les compagnies d'assurance et les OPCVM, souscrivent ensemble en moyenne à 66% des émissions sur le marché primaire, la polarisation est encore plus marquée sur le compartiment secondaire : en 2025, les OPCVM ont réalisé 89 % du volume total sur ce marché, reléguant les autres acteurs, y compris les assureurs, à une part résiduelle de 11 %.

Cette prédominance entraîne plusieurs effets directs sur l'efficacité du marché :

- Faiblesse de la rotation des titres : La stratégie généralisée de buy-and-hold réduit mécaniquement la rotation des titres et limite l'offre disponible, les rares transactions s'apparentent davantage à des ajustements techniques de portefeuilles entre les banques et leurs OPCVM qu'à une animation réelle du marché.

- Marginalisation des autres segments: L'absence de diversité des intervenants constitue un frein à la liquidité. Les investisseurs particuliers, dont la participation au marché primaire était déjà limitée à 1,6% en 2025, ne disposent d'aucun levier pour s'intégrer au marché secondaire. En

revanche, les investisseurs non-résidents restent freinés par la réglementation des changes et la notation souveraine.

- Homogénéité des comportements : La concentration des encours entre les mains

d'acteurs ayant des horizons de placement et des contraintes prudentielles similaires, neutralise les opportunités d'arbitrage et fige les cours, privant le marché de toute dynamique de prix.

Structure des investisseurs

Marché secondaire au 31/12/2025 - Source BVMT



En définitive, la structure actuelle du marché secondaire reflète une segmentation étroite qui confine l'activité financière à un cercle restreint d'institutionnels, limitant ainsi la profondeur et l'attractivité globale de la place financière.

3.3 Les obstacles structurels à la liquidité

a) La prévalence de la stratégie buy-and-hold

L'un des principaux facteurs d'illiquidité du marché secondaire réside dans le comportement des investisseurs institutionnels qui le dominent. La majorité des OPCVM et des compagnies d'assurance adoptent une stratégie d'achat et de conservation jusqu'à maturité, le buy-and-hold. Les obligations sont acquises lors de leur émission puis conservées en portefeuille jusqu'à leur remboursement final, les investisseurs se contentant d'encaisser les coupons et les amortissements programmés. Cette approche simplifie la gestion, assure une visibilité sur les flux futurs et évite des coûts de transaction élevés dans un marché peu liquide.

Toutefois, cette stratégie généralisée engendre un problème majeur : l'absence de transactions régulières prive le marché de prix réels et rend la valorisation des

actifs largement théorique. Les valeurs liquidatives des OPCVM peuvent ainsi être biaisées, faute de données mark-to-market. Les compagnies d'assurance renforcent cette inertie en intégrant les obligations privées dans leur gestion actif-passif, ce qui les conduit à conserver leurs titres jusqu'à échéance pour couvrir leurs engagements de long terme.

Si cette stratégie est rationnelle individuellement, elle crée collectivement un cercle vicieux : l'illiquidité décourage le trading actif, ce qui accentue encore l'illiquidité et fige les portefeuilles. Les obligations émises disparaissent du marché secondaire, absorbées par les bilans institutionnels jusqu'à extinction. Rompre ce cercle supposerait l'introduction d'incitations au trading et l'adoption de stratégies plus dynamiques, fondées sur l'anticipation des taux, l'analyse du crédit et la recherche d'opportunités de surperformance. Mais ces évolutions ne pourront émerger qu'à condition que le marché primaire s'élargisse pour offrir une diversité de titres et que l'infrastructure réduise les coûts et frictions liés aux transactions.

b) L'absence critique de teneurs de marché

Un marché obligataire liquide repose sur l'existence de market makers, acteurs spécialisés qui assurent en permanence des prix acheteurs et vendeurs, facilitent les échanges et garantissent une liquidité minimale. En Tunisie, leur absence constitue un handicap majeur. Les intermédiaires en bourse se limitent à transmettre les ordres de leurs clients sans prendre de positions pour compte propre, ce qui laisse les investisseurs confrontés à des délais d'attente ou contraints d'accepter des décotes importantes pour trouver une contrepartie.

Cette carence reflète plusieurs réalités : le trading obligataire exige des compétences spécifiques, des systèmes de gestion des risques sophistiqués et des capitaux que les acteurs locaux ne possèdent pas toujours. De plus, les volumes de transactions sont trop faibles pour rendre le market making rentable, sauf à pratiquer des spreads bid-ask très larges qui décourageraient encore davantage le trading. Le marché se retrouve ainsi piégé dans un cercle vicieux : sans market makers, les volumes restent faibles, et sans volumes, le market making demeure non viable.

La sortie de ce dilemme passerait par l'instauration d'obligations de market making pour certains intermédiaires, accompagnées d'incitations réglementaires ou financières. Cette approche, déjà appliquée dans d'autres marchés émergents, permettrait de créer artificiellement une liquidité minimale et d'amorcer une dynamique vertueuse : plus de liquidité attirerait davantage d'investisseurs, ce qui renforcerait à son tour la viabilité économique du market making et redonnerait vie au marché secondaire obligataire tunisien.

c) La valorisation au coût historique

Le recours systématique au coût historique dans la valorisation des portefeuilles obligataires agit comme un frein invisible, entravant la liquidité du marché secondaire. En évaluant les titres à leur prix d'acquisition plutôt qu'à leur valeur de marché, les institutions financières et les OPCVM créent une déconnexion artificielle entre la réalité des taux d'intérêt et la valeur comptable affichée. Lorsqu'une hausse des taux déprécie la valeur réelle d'une obligation, les détenteurs préfèrent conserver leurs titres jusqu'à échéance afin d'éviter de matérialiser une moins-value, ce qui fige le marché dans une inertie profonde.

Cette rigidité affecte directement la transparence de l'épargne collective : la Valeur Liquidative des OPCVM devient en partie théorique, faute de confrontation avec des prix de marché. Le phénomène est accentué par les compagnies d'assurance, qui utilisent les obligations privées comme actifs de correspondance pour couvrir leurs engagements de long terme. Dans ce cadre de gestion actif-passif, la cession avant échéance reste marginale, renforçant la culture du buy-and-hold et l'immobilisation du papier obligataire.

Ainsi, contraintes comptables et stratégies prudentielles entretiennent un cercle vicieux : l'absence de transactions empêche la formation de prix fiables, et l'absence de prix fiables décourage les transactions. Le marché secondaire se retrouve prisonnier d'une logique où la conservation systématique des titres prive le système financier de la fluidité nécessaire à une allocation efficiente des capitaux.

IV. Les Déterminants de l'Étroitesse du Marché

L'étroitesse manifeste du marché obligataire privé tunisien résulte d'un enchevêtrement de causes structurelles, réglementaires, conjoncturelles et culturelles dont la combinaison produit les blocages observés. La compréhension approfondie de ces déterminants constitue un préalable indispensable à la formulation de recommandations pertinentes et efficaces pour favoriser le développement du marché.

4.1 Les contraintes structurelles: la domination bancaire

Le modèle de financement de l'économie tunisienne met en évidence une

forte prédominance du recours au crédit bancaire : pour chaque dinar mobilisé sur le marché obligataire privé, trente-huit dinars proviennent des établissements bancaires. Au terme de l'année 2025, ce déséquilibre se traduit par un encours des crédits bancaires atteignant 123 milliards de dinars (soit 72 % du PIB), face à un financement obligataire privé qui plafonne à seulement 3,2 milliards de dinars (représentant à peine 2 % du PIB). Cet écart considérable de 70 points de pourcentage consacre la nature profondément bank-based du système financier national et illustre la difficulté structurelle du marché de capitaux à s'imposer comme une alternative crédible.

Tableau 7 — Financement bancaire vs. financement obligataire privé (au 31/12/2025, en Mrd DT)

Mode de financement	Encours	% du PIB
Financement bancaire (crédit aux entreprises)	123	72 %
Financement obligataire privé	3,2	2 %
Ratio bancaire / obligataire	38 x	70 pts d'écart

Source : Banque Centrale de Tunisie (BCT) et Tunisie Clearing.

Cette domination historique s'explique d'abord par la simplicité d'un interlocuteur unique, la discrétion financière et la flexibilité de renégociation qu'offre le crédit bancaire traditionnel aux entreprises locales. À l'inverse, le marché obligataire impose une transparence publique totale, une gestion complexe d'une base d'investisseurs multiple et de lourds coûts d'émission. De plus, le tissu économique tunisien étant largement dominé par des PME, la grande majorité d'entre elles n'atteignent pas la taille critique nécessaire pour justifier

l'accès direct aux marchés de capitaux. Les frais fixes d'une émission, qui englobent les honoraires juridiques, la notation de crédit, les commissions d'intermédiation et les frais de visa du CMF ou d'admission à la Bourse de Tunis, génèrent un coût d'entrée significatif qui rend le crédit bancaire structurellement plus attractif pour les entreprises de petite et moyenne taille, dont les besoins de financement ne permettent pas d'amortir ces charges sur un volume suffisant.

4.2 Contraintes réglementaires et obstacles culturels

Le marché obligataire privé tunisien demeure limité en raison de facteurs à la fois réglementaires et culturels. Sur le plan normatif, les exigences de notation préalable et de reporting post-admission, bien qu'orientées vers la protection des investisseurs et la transparence, constituent des barrières significatives pour les entreprises de taille intermédiaire. Le coût élevé des notations, les ajustements organisationnels requis et les obligations de gouvernance renforcée dissuadent nombre d'émetteurs potentiels. Par ailleurs, les contraintes prudentielles imposées aux investisseurs institutionnels, notamment aux OPCVM, les incitent à privilégier des signatures de qualité élevée et des émissions de grande taille, excluant de facto une large frange d'émetteurs potentiels, contribuant ainsi à maintenir un univers d'investissement relativement étroit et peu diversifié.

À ces freins réglementaires s'ajoutent des obstacles culturels et comportementaux. La tradition de gestion familiale, marquée par une forte réticence à la transparence, limite l'acceptation des obligations de communication inhérentes à l'émission obligataire. Les dirigeants d'entreprise hésitent à divulguer leurs résultats et leurs perspectives, ce qui freine leur recours à ce mode de financement. Du côté des particuliers, la méconnaissance de l'instrument obligataire, accentuée par une

faible éducation financière et une couverture médiatique centrée sur les actions, réduit la demande et restreint la base d'investisseurs.

4.3 Les facteurs conjoncturels et l'effet d'éviction

Au-delà des contraintes structurelles et réglementaires, la période récente a accentué les difficultés du marché obligataire tunisien sous l'effet de facteurs conjoncturels défavorables. L'élément majeur réside dans l'effet d'éviction (crowding out) lié aux besoins massifs de financement de l'État. Confronté à des déficits budgétaires persistants et à un endettement croissant, l'État mobilise fortement le marché intérieur par l'émission de valeurs du Trésor. L'encours de ces titres a quadruplé en dix ans, passant de 11 548 MDT en 2016 à 47 153 MDT fin 2025 (+308 %), représentant désormais 14,6 fois l'encours obligataire privé contre 4,6 fois en 2016.

Cet effet d'éviction se manifeste par deux canaux interdépendants :

Absorption de l'épargne : banques et investisseurs institutionnels orientent une part croissante de leurs ressources vers les titres publics, réduisant leur capacité à financer le secteur privé.

Rendements relatifs : les titres de l'État, perçus comme sans risque de crédit, fixent un seuil minimal de taux. Les émetteurs privés doivent offrir des rendements élevés, rendant le marché obligataire moins compétitif que le crédit bancaire.

Tableau 8 — Encours des Valeurs de Trésor 2016-2025 et ratio marché obligataire public vs. privé (MDT)

Année	Encours des Valeurs de Trésor	Croissance annuelle	Ratio VT / oblig. privées
2016	11 548	12,8 %	x 4,6
2017	12 686	9,9 %	x 4,5
2018	13 614	7,3 %	x 4,9
2019	14 183	4,2 %	x 5,6
2020	17 655	24,5 %	x 6,5
2021	22 055	24,9 %	x 7,4
2022	28 833	30,7 %	x 9,3
2023	35 547	23,3 %	x 10,3
2024	41 206	15,9 %	x 13,3
2025	47 153	14,4 %	x 14,6

Source : Tunisie Clearing.

À ces mécanismes s'ajoute le déficit de liquidité bancaire, qui contraint les banques à se refinancer auprès de la Banque centrale et à privilégier les placements les plus sûrs et liquides, renforçant encore la préférence pour les titres publics au détriment des

obligations corporate.

Ces constats soulignent la nécessité d'une refonte des pratiques de financement afin de rapprocher le marché tunisien des standards internationaux.

V. Axes de réforme pour dynamiser le marché obligataire privé tunisien

Le diagnostic établi révèle la nature multidimensionnelle des obstacles au développement du marché. Ces obstacles appellent des mesures adaptées : une approche systémique, coordonnée entre régulateurs, émetteurs, intermédiaires et investisseurs.

5.1. Modernisation du cadre réglementaire et de l'infrastructure de marché

La relance du marché passe par une réduction des barrières à l'entrée et une amélioration de la liquidité.

- **Simplification des procédures d'émission** : L'introduction du *shelf registration* permettrait aux entreprises d'établir un programme annuel d'émission auprès du CMF, réduisant les coûts fixes et les délais. L'allègement des prospectus limiterait les frais juridiques et accélérerait les procédures. Enfin, dispenser de notation les sociétés déjà cotées. Ces mesures élargiraient l'univers des émetteurs, notamment de taille intermédiaire.
- **Liquidité du marché secondaire** : l'instauration d'obligations de *market making* pour certains intermédiaires, accompagnées d'incitations réglementaires ou financières et le déploiement d'une plateforme électronique dédiée distincte des circuits actuels, avec publication en temps réel des prix et volumes,

favoriseraient la transparence et l'animation du marché.

5.2. Incitations, garanties et élargissement de la base d'investisseurs

Pour accroître la profondeur du marché et réduire la dépendance à un nombre restreint d'acteurs, plusieurs leviers doivent être activés :

- **Incitations fiscales** : Une défiscalisation des revenus obligataires pour les particuliers inverserait l'effet d'éviction vis-à-vis des dépôts bancaires. Étendre la déductibilité des charges d'émission aux PME réduirait le coût du financement obligataire et stimulerait l'offre.
- **Soutien public** : La mise en place d'une garantie publique partielle pour les émissions non financières (seulement 3,1 % des émissions sur dix ans) réduirait la perception du risque et ouvrirait le marché aux entreprises industrielles et de services.
- **Diversification des investisseurs** : L'assouplissement des contraintes réglementaires pour les institutionnels domestiques et étrangers, ainsi que le développement progressif de la participation des particuliers, élargirait la base d'acheteurs et renforcerait la profondeur du marché.

5.3. Gestion de la dette publique et réformes structurelles de valorisation

Deux axes majeurs sont proposés pour renforcer la gestion de la dette publique et améliorer les pratiques de valorisation :

- **Atténuation du *crowding-out*** : La publication et le respect des calendriers prévisionnels d'émission de Valeurs de Trésor permettrait aux émetteurs privés de planifier leurs levées de fonds en évitant les périodes de saturation.

- **Transition vers le *Mark-to-Market*** : L'adoption de la valorisation au prix de marché renforcerait la transparence et inciterait à une gestion active des portefeuilles, fluidifiant le marché secondaire. L'initiative du Comité de Supervision des Courbes, qui publie depuis 2023 trois courbes de taux sectorielles basées sur le modèle de Nelson Siegel, constitue une avancée majeure vers des standards internationaux de valorisation et de mesure du risque.

VI. Conclusion

L'analyse de la décennie 2016-2025 met en évidence un marché obligataire privé tunisien marqué par une concentration sectorielle extrême, une liquidité défaillante et une marginalisation des entreprises non financières. Malgré quelques rebonds ponctuels, notamment en 2020 et 2025, le marché n'a pas réussi à s'imposer comme un véritable levier de financement de l'économie réelle. Les émissions demeurent dominées par les banques et les sociétés de leasing, tandis que les secteurs productifs restent quasi absents.

Le diagnostic révèle trois faiblesses majeures :

- Une structure primaire déséquilibrée, où 96,9 % des émissions proviennent du secteur financier ;
- Un marché secondaire atone, avec un taux de rotation moyen de seulement 3,83 %, privant le système de prix transparents et décourageant les investisseurs ;
- Des contraintes réglementaires et culturelles qui freinent l'entrée des entreprises non financières et limitent la diversification des acteurs.

Face à ce constat, les recommandations formulées dans l'étude convergent vers une stratégie de réforme multidimensionnelle : simplification du cadre réglementaire, développement d'un marché secondaire animé par des teneurs de marché, incitations fiscales ciblées, garanties publiques pour les secteurs non financiers, gestion coordonnée de la dette souveraine et transition vers l'évaluation au prix de marché.

La mise en œuvre de ces mesures permettrait de transformer le marché obligataire privé tunisien en un instrument de financement plus diversifié, plus transparent et mieux intégré aux standards internationaux. À terme, il pourrait jouer un rôle structurant dans la modernisation du système financier national, réduire la dépendance excessive au crédit bancaire et offrir aux entreprises tunisiennes un accès élargi à des ressources de long terme adaptées à leurs besoins d'investissement.

Références

Sources institutionnelles des données

- Conseil du Marché Financier (CMF) - Statistiques des émissions obligataires privées 2016-2025.
- Tunisie Clearing - Données de marché secondaire et encours des titres de créance admis aux opérations de compensation 2016-2025.
- Banque Centrale de Tunisie (BCT) - Rapport annuel 2025.
- Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) - Rapports annuels 2016-2025.

Textes législatifs et réglementaires

- Loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier, telle que modifiée par les textes subséquents.
- Règlement du Conseil du Marché Financier relatif à l'appel public à l'épargne.
- Arrêté du ministre des finances du 27 février 2001, fixant la liste, le mode de calcul des provisions techniques et les conditions de leur représentation.
- Loi n° 2016-48 du 11 juillet 2016 relative aux banques et aux établissements financiers.

Publications et rapports internationaux de référence

- Rapport sur les marchés de capitaux en Afrique 2025- OECD Capital Market Series, novembre 2025
- Fonds Monétaire International (FMI) - Global Financial Stability Report, octobre 2025

LE CROWDFUNDING EN INVESTISSEMENT DANS DES VALEURS MOBILIÈRES EN TUNISIE :

Cadre réglementaire, leçons des crises européennes et inertie du marché



Mehdi Ben Mustapha

Chef du département de la communication, de l'éducation financière et de la documentation

Résumé

La promulgation du règlement du Conseil du Marché Financier du 11 novembre 2024, relatif aux conditions d'exercice de l'activité de crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières, parachève un édifice législatif engagé depuis la loi n°2020-37 du 6 août 2020. Ce cadre normatif, dont le présent article propose une lecture analytique, ambitionne d'ouvrir une voie de financement désintermédiée aux sociétés porteuses de projets situées en Tunisie, à travers l'émission d'actions ordinaires, d'obligations ou de sukuk via des plateformes numériques agréées. La loi de finances pour l'année 2025 (loi n° 2024-48 du 9 décembre 2024) a complété ce dispositif par l'introduction d'un régime fiscal incitatif substantiel, codifié à l'article 78 nouveau du code de l'IRPP et de l'IS, permettant notamment la déduction des revenus ou bénéfices réinvestis via des plateformes agréées. Or, plus d'un an et demi après l'entrée en vigueur de ce règlement, aucune demande d'agrément n'a été déposée auprès du CMF pour exercer l'activité de prestataire en crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières. Ce constat d'inertie, loin d'être anodin, appelle une analyse structurelle qui croise la microstructure du marché financier tunisien, la faiblesse de la culture d'investissement, les contraintes de modèle économique propres aux opérateurs de plateforme, ainsi que les enseignements tirés de la crise profonde que traverse le secteur en Europe, et particulièrement en France, depuis 2023. L'article soutient que le déploiement effectif de l'equity crowdfunding en Tunisie requiert, au-delà du cadre réglementaire et fiscal désormais en place, un ensemble de conditions habilitantes : informationnelles, culturelles et infrastructurelles sans lesquelles la norme demeure lettre morte.

Abstract

The issuance of the Tunisian Financial Market Council regulation of 11 November 2024 on equity crowdfunding completes a legislative framework initiated by Law No. 2020-37 of 6 August 2020. This article offers an analytical reading of this framework and examines the structural reasons why, one year and a half after its adoption, no licence application has been filed with the CMF for a securities-based crowdfunding platform. Drawing on the deep crisis affecting the crowdfunding sector in Europe, particularly in France since 2023, the article argues that effective deployment of equity crowdfunding in Tunisia requires, beyond regulatory voluntarism alone, a set of enabling conditions of informational, cultural and infrastructural nature.

I. Introduction

Le financement des microentreprises et des petites et moyennes entreprises constitue, dans toute économie en développement, un enjeu structurel de premier ordre. En Tunisie, ces sociétés représentent, plus de 90% du tissu entrepreneurial national dont 87,5% sont des sociétés de moins de 10 employés. Pourtant, leur accès aux sources de financement demeure chroniquement insuffisant : les banques commerciales conditionnent l'octroi du crédit à des garanties réelles que les entreprises en phase de création ou de croissance ne peuvent que rarement mobiliser, tandis que le marché boursier, structurellement réservé aux grandes entreprises, reste hors de portée de la très grande majorité du tissu productif national.

C'est dans ce contexte que le crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières, communément désigné par l'expression anglo-saxonne equity crowdfunding, s'est imposé, à l'échelle internationale, comme une voie alternative de financement à côté du capital investissement. En permettant à une foule (crowd) de contributeurs de souscrire des titres émis par des sociétés porteuses de projets via une plateforme numérique, ce mécanisme redistribue la fonction d'allocation du capital jusqu'alors concentrée entre les mains des intermédiaires financiers traditionnels. La Banque mondiale estimait, dans ses projections pour 2025, que le marché mondial du crowdfunding pourrait représenter plus de 300 milliards de dollars, témoignant d'un potentiel de croissance que les législateurs du monde entier ont cherché à capter dans leurs périmètres nationaux.

La Tunisie n'a pas échappé à cette dynamique normative. Après plusieurs années de gestation, la loi n°2020-37 du 6 août 2020 relative au crowdfunding a posé les fondements d'un cadre légal spécifique, prolongée par le décret n°2022-765 du 19 octobre 2022 qui en a défini les modalités réglementaires, puis par

le règlement du CMF du 11 novembre 2024 qui en a précisé les conditions d'exercice. Cet édifice normatif, confère au CMF un rôle central de régulateur et d'autorité agréante pour l'activité de crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières.

Or, un paradoxe saisissant s'impose à l'observation : plus d'un an et demi après l'entrée en vigueur de ce règlement, aucune demande d'agrément n'a été déposée auprès du CMF aux fins de créer une plateforme d'equity crowdfunding. Ce hiatus entre la norme et la pratique, entre l'offre réglementaire et la demande entrepreneuriale, mérite une analyse rigoureuse qui dépasse la seule lecture juridique du dispositif. Il invite à un diagnostic multidimensionnel croisant les caractéristiques structurelles du marché financier tunisien, de l'écosystème numérique et entrepreneurial national, les contraintes inhérentes au modèle économique des opérateurs de plateforme, ainsi que les enseignements de la crise profonde qui a frappé le secteur du crowdfunding en Europe.

Le présent article se propose, dans cet esprit, d'aborder successivement le cadre réglementaire tunisien de l'equity crowdfunding tel qu'il résulte des textes en vigueur (section II), puis la crise structurelle du crowdfunding européen et ses déterminants (section III), avant d'analyser les raisons de l'inertie du marché tunisien face au dispositif mis en place par le CMF (section IV), et de formuler, en conclusion, quelques réflexions prospectives sur les conditions d'une activation effective de ce mécanisme de financement.

II. Le cadre réglementaire tunisien du crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières : une architecture normative cohérente

II.1 La définition légale et les acteurs du dispositif

L'article 2 de la loi n°2020-37 du 6 août 2020 consacre la définition de base du crowdfunding comme mode de financement reposant sur la levée de fonds auprès du public via une plateforme internet, aux fins de financer des sociétés porteuses de projets. Dans sa déclinaison en investissement dans des valeurs mobilières, ce mécanisme met en présence trois catégories d'acteurs dont les rôles, les droits et les obligations sont précisément délimités par le dispositif réglementaire.

Le prestataire en crowdfunding est défini comme une société anonyme spécialisée, dont le siège social est obligatoirement situé en Tunisie, chargée de créer et d'administrer la plateforme numérique servant d'interface entre les contributeurs et les sociétés porteuses de projets. Il s'agit d'un opérateur de plateforme internet au sens à la terminologie retenue par la législation en vigueur. Le législateur a également ouvert cette activité à des entités déjà régulées par le CMF : intermédiaires en bourse, sociétés de gestion de portefeuilles pour le compte de tiers et sociétés d'investissement à capital risque gérant des fonds pour le compte de tiers, sous réserve d'une déclaration préalable au CMF et dans le respect des mêmes conditions d'exercice que les prestataires agréés de plein droit.

Le contributeur est toute personne physique ou morale, résidente ou non résidente, qui choisit de financer une société porteuse de projet par l'intermédiaire d'une plateforme agréée. Cette définition large,

qui n'exclut pas les non-résidents, ouvre théoriquement la voie à une mobilisation de l'épargne de la diaspora tunisienne, dont le potentiel demeure largement sous-exploité dans l'architecture financière nationale.

La société porteuse de projet, enfin, est une société anonyme souhaitant lever des fonds via une émission de valeurs mobilières à savoir actions ordinaires, obligations ou sukuk, à destination du public, à travers la plateforme. Le législateur a pris soin de préciser que le projet à financer doit être localisé en Tunisie, garantissant ainsi l'ancrage territorial du dispositif et son orientation vers le financement de l'économie nationale.

II.2 Les conditions d'agrément et la procédure

L'accès à l'activité de prestataire en crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières est subordonné à l'obtention d'un agrément préalable du CMF, qui opère ainsi comme gardien de l'entrée sur ce marché naissant. Les conditions posées par le décret n°2022-765 du 19 octobre 2022 et explicitées par le règlement du CMF du 11 novembre 2024 sont à la fois financières, organisationnelles et personnelles.

Sur le plan financier, un capital minimum de cent mille dinars intégralement libéré à la constitution est exigé. Cette exigence, modeste au regard des seuils en vigueur dans des économies comparables, vise moins à garantir la solvabilité de l'opérateur qu'à opérer un premier filtre d'engagement sérieux. Sur le plan organisationnel, le

demandeur doit justifier d'un programme d'activité comprenant un plan d'affaires, de moyens humains et techniques adéquats, notamment des systèmes d'information sécurisés, d'une structure de gouvernance comprenant un dispositif de conformité, de contrôle interne et de gestion des risques, et d'un contrat d'assurance. L'exigence d'une décision d'acceptation de l'Instance nationale de protection des données à caractère personnel (INPDP) traduit la sensibilité particulière d'une activité reposant sur la collecte et le traitement de données personnelles à grande échelle.

La procédure d'agrément est encadrée par des délais stricts : le CMF dispose de trois mois à compter de la réception d'un dossier complet pour notifier sa décision. Toute demande ne comportant pas les documents requis dans un délai de trois mois à compter de leur demande est réputée irrecevable. La décision de refus doit être motivée, garantissant les droits du demandeur et la transparence de l'action du régulateur.

II.3 Les règles d'investissement et les plafonds de collecte

Le cadre légal et réglementaire établit un régime de protection de l'investisseur articulé autour de plusieurs mécanismes. Le prestataire est tenu d'indiquer les critères de sélection des sociétés présentées sur sa plateforme ; seules peuvent y figurer des sociétés dont les valeurs mobilières ne sont pas cotées à la Bourse des valeurs mobilières de Tunis et n'ont pas fait l'objet d'une offre visée par le CMF.

L'accès du contributeur aux projets est conditionné à son enregistrement préalable sur la plateforme et à sa prise de connaissance explicite des risques encourus : risque de perte totale ou partielle du capital investi, risque d'illiquidité, difficulté d'évaluation de la société porteuse de projet, risque de défaut de remboursement pour les instruments de dette. Cette obligation d'information précontractuelle constitue l'un

des piliers de l'architecture prudentielle du dispositif.

La société porteuse de projet est par ailleurs tenue d'établir et de publier une note abrégée, dont le modèle est fixé par le CMF, avant le démarrage de l'opération. Ce document de divulgation analogue, dans sa logique, au Key Investor Information Sheet (KIIS) du règlement européen relatif aux prestataires européens de services de financement participatif, comporte la description du projet, les données financières de la société émettrice, les risques, les caractéristiques des titres offerts, et les modalités de l'opération.

L'article 9 du décret n°2022-765 du 19 octobre 2022 pose deux plafonds déterminants : la contribution maximale de chaque contributeur par projet est fixée à dix mille dinars, tandis que le montant maximum pouvant être collecté pour un projet est limité à un million de dinars. Ces seuils, d'une modestie certaine au regard des besoins réels de financement des PME, reflètent une posture prudentielle initiale que l'expérience devrait permettre de réviser. Les fonds collectés sont déposés dans un compte spécial séparé du compte du prestataire, ouvert auprès d'une banque ou de l'Office national des postes, lesquels ont l'obligation légale de contrôler la régularité des opérations et de notifier au CMF toute violation constatée. Ces entités vont donc avoir un rôle analogue à celui du dépositaire dans le cadre de l'activité des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

II.4 Les spécificités du régime et sa cohérence systémique

Un point d'articulation particulièrement soigné mérite d'être relevé. Le législateur a expressément prévu que les sociétés porteuses de projets finançant leurs besoins via une plateforme de crowdfunding ne seraient pas considérées comme faisant appel public à l'épargne au sens de l'article premier de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 relative à la réorganisation du marché

financier. Cette disposition de déconnexion est essentielle : elle libère les porteurs de projets des obligations lourdes attachées à l'appel public à l'épargne : prospectus visé, information périodique obligatoire, etc. tout en maintenant un régime de protection adapté à la nature participative de l'opération.

De même, la loi précise que le crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières ne constitue pas une activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers. Il en découle normalement que le prestataire ne peut recevoir de mandat pour gérer les fonds des contributeurs. Cette délimitation préserve la cohérence du périmètre régulé de la gestion d'actifs et prévient les risques de conflits d'intérêts inhérents à une confusion de rôles.

III. La crise du crowdfunding en EUROPE: un signal d'alerte pour les marchés émergents

III.1 L'essor et le retournement du cycle

Pendant la décennie 2012-2022, le crowdfunding, plus particulièrement le crowdfunding immobilier et le crowdlending, a connu en Europe une trajectoire de croissance spectaculaire (passant de 137 millions à 3,37 milliards d'euros notamment entre 2012 et 2017), nourrie par la conjonction d'un environnement de taux bas qui réduisait l'attrait des placements obligataires traditionnels, d'un appétit des ménages pour des rendements supérieurs à ceux offerts par les livrets réglementés, et d'une effervescence technologique autour des plateformes numériques. En France, marché parmi les plus matures de l'Union européenne, les montants collectés cumulés ont franchi la barre symbolique des dix milliards d'euros en 2024.

Ce dynamisme apparent n'a pas résisté à la conjonction de chocs adverses survenus à partir de 2022. Le retournement du marché immobilier, amplifié par la remontée rapide des taux d'intérêt directeurs de la Banque centrale européenne qui renchérisait mécaniquement le coût des opérations sous-jacentes et réduisait leur rentabilité, a déstabilisé les plateformes dont le modèle économique reposait en majorité sur le financement de projets de

promotion immobilière. Les indicateurs de risque se sont dégradés avec une rapidité préoccupante : la proportion de projets présentant un retard de remboursement supérieur à six mois est passée de 10% en 2023 à 15-20% en 2024, et entre 6 et 8% des projets ont basculé en procédure collective, exposant les investisseurs à des pertes en capital effectives.

En 2024, les montants collectés par les plateformes françaises de crowdfunding ont reculé de 17,1% par rapport à l'exercice précédent lequel avait lui-même enregistré une baisse de 11%, pour s'établir à 1,73 milliard d'euros. Le crowdfunding immobilier, cœur du marché, a subi une contraction encore plus sévère de 25,8%. Pour le crowdfunding en investissement en capital ou en royalties, la collecte est tombée à 202,5 millions d'euros contre 267,2 millions en 2023, soit un recul de près de 25%.

Une reprise modérée a certes été constatée au cours de l'année 2025. En effet, le crowdfunding en France a enregistré une collecte totale de 1 763 millions d'euros, marquant une progression de +1,8% par rapport à l'année 2024. Cependant, le marché du crowdfunding reste marqué par les conséquences d'une crise de l'immobilier qui se prolonge et qui a particulièrement affecté les plateformes spécialisées dans

ce secteur, et leurs investisseurs. Plus largement, l'incertitude économique a pesé ces dernières années sur la capacité des porteurs de projet à lever des fonds et sur l'appétence des particuliers pour l'investissement.

III.2 Les faillites et cessations d'activité : un signal systémique

Les difficultés du secteur ne se sont pas limitées à des statistiques de collecte en berne. Elles ont pris la forme, plus saisissante encore, de cessations d'activité en série parmi des acteurs pourtant établis. En France, la plateforme Koregraf qui avait financé plus de 410 opérations depuis 2015 a annoncé la fin de ses activités en avril 2025, laissant près de 160 millions d'euros d'encours en attente de remboursement. WeShareBonds avait quant à elle annoncé sa cessation d'activité en décembre 2024. Ces faillites font écho à celles d'Unilend, de SmartAngels et de MyMajorCompany dans les années précédentes. À l'échelle européenne, The House Crowd au Royaume-Uni, Crowdestate en Europe centrale et October, leader européen du crowdlending, ont également connu de profondes restructurations ou cessations.

Ces défaillances en cascade révèlent les fragilités constitutives du modèle économique des plateformes. Celles-ci perçoivent leurs revenus sous forme de commissions représentant entre 5 et 8% des montants collectés, ce qui, pour une plateforme de taille moyenne, génère des marges insuffisantes pour absorber les coûts opérationnels et réglementaires croissants. La saturation du marché, combinée à une érosion de la confiance des investisseurs consécutive aux défauts et aux retards de remboursement, crée un cercle vicieux : moins de collecte signifie moins de revenus, ce qui contraint les plateformes à réduire leurs coûts et à dégrader la qualité de la sélection des projets, accélérant in fine la spirale de défiance.

III.3 Le choc réglementaire du règlement européen ECSP

La crise a été accentuée par l'entrée en application, du règlement européen n°2020/1503 relatif aux prestataires européens de services de financement participatif (ECSP, European Crowdfunding Service Providers). Ce texte, qui a remplacé les régimes nationaux a imposé à toutes les plateformes existantes l'obligation d'obtenir un nouvel agrément délivré par l'autorité nationale compétente.

Si cette harmonisation européenne a le mérite d'instaurer un passeport unique permettant aux plateformes agréées d'opérer dans l'ensemble des États membres sans démarches d'agréments supplémentaires, elle a cependant représenté un bouleversement réglementaire pour les acteurs existants, qui ont dû mobiliser des ressources humaines et financières considérables au moment même où les plateformes devaient faire face à la dégradation de leur portefeuille de projets. Le règlement ECSP fixe par ailleurs à cinq millions d'euros le plafond de collecte autorisé par projet et par an sur l'ensemble des plateformes ECSP : une limite qui contraint le développement de projets d'envergure et réduit d'autant les revenus potentiels des opérateurs. À titre de comparaison, ce plafond était de 8 millions d'euros en France pour les conseillers en investissements participatifs.

Ce double choc, crise des sous-jacents et durcissement réglementaire simultané, met en évidence une tension générique que tout régulateur doit arbitrer dans la conception d'un cadre normatif pour le crowdfunding : une réglementation exigeante protège les investisseurs et légitime le secteur, mais elle peut aussi constituer une barrière à l'entrée dissuasive pour les porteurs de projets entrepreneuriaux et renchérir structurellement les coûts opérationnels des plateformes au point de compromettre leur viabilité. Cet arbitrage, qui a pris en Europe une dimension dramatique, constitue la toile de fond indispensable à l'analyse de la situation tunisienne.

IV. L'inertie du marché tunisien face au dispositif réglementaire : une analyse structurelle

IV.1 Les contraintes de modèle économique

La première explication de l'absence de demandes d'agrément est d'ordre économique et tient aux caractéristiques de taille et de profondeur du marché tunisien. Le décret n°2022-765 du 19 octobre 2022 plafonne la collecte par projet à un million de dinars et limite la contribution individuelle par projet à dix mille dinars. Ces seuils, calibrés pour une approche prudentielle initiale, génèrent mécaniquement un plafond de revenus très faible pour toute plateforme souhaitant se développer exclusivement sur ce segment. Une plateforme prélevant une commission de 5 à 8% ne percevrait, pour un projet collectant le maximum autorisé, qu'entre 50 000 et 80 000 dinars de revenus bruts, bien insuffisant pour couvrir les coûts de développement et de maintenance d'une infrastructure numérique sécurisée, les frais de personnel qualifié, les coûts de conformité et les primes d'assurance obligatoires. Cette contrainte de rentabilité se trouve encore aggravée par le principe de spécialisation exclusive qu'a instauré le législateur : un même prestataire ne peut exercer simultanément plusieurs formes de crowdfunding et doit opter, lors de sa demande d'agrément, pour l'une des trois modalités prévues par la loi : le financement par le prêt, le financement par les dons ou le financement par souscription de valeurs mobilières. Cette séparation des activités, qui vise à circonscrire les risques propres à chaque modèle, prive en pratique les plateformes de la possibilité de diversifier leurs sources de revenus et d'atteindre ainsi une taille critique leur permettant d'équilibrer leurs comptes d'exploitation.

Ce problème de masse critique est amplifié par l'étroitesse du vivier de projets éligibles. La loi exige s'agissant de l'equity crowdfunding, que la société porteuse de projet soit une société anonyme : forme juridique dont les coûts de constitution et de fonctionnement découragent nombre de porteurs de projets tunisiens qui lui préfèrent la société à responsabilité limitée et que ses titres ne soient ni cotés ni ayant fait l'objet d'une offre visée par le CMF. La population des sociétés anonymes non cotées répondant aux critères de qualité exigés par la note abrégée et disposées à ouvrir leur capital à une multitude d'inconnus est, en l'état du tissu entrepreneurial tunisien, nécessairement restreinte.

IV.2 La faiblesse de la culture d'investissement

Au-delà des contraintes de modèle économique, l'inertie reflète une réalité sociologique profonde : la culture de l'investissement et plus particulièrement l'investissement alternatif c'est-à-dire la disposition des ménages à placer une fraction de leur épargne dans des projets d'entreprises non cotées, en acceptant un risque de perte en capital et d'illiquidité de leur placement est encore très peu développée en Tunisie. L'épargne des ménages tunisiens demeure structurellement orientée vers les dépôts bancaires, les produits d'assurance, produits dont les profils de risque et de liquidité sont incomparablement plus rassurants que ceux d'une prise de participation au capital ou dans les émissions obligataires d'une startup ou d'une PME via une plateforme numérique.

Cette réticence est d'autant plus compréhensible que les mécanismes de sortie c'est-à-dire les possibilités pour

l'investisseur de céder ses titres avant l'échéance ou avant un événement de liquidité sont quasi inexistants dans le contexte tunisien. Les titres acquis via une plateforme de crowdfunding ne sont pas cotés, les marchés de gré à gré pour ce type d'actifs sont embryonnaires. Or, c'est précisément l'absence de liquidité qui constitue le principal frein à l'investissement dans des actifs non cotés.

IV.3 Le régime fiscal incitatif : une avancée réelle dont l'effectivité reste à construire

L'article 57 de la loi de finances pour l'année 2025 (loi n°2024-48 du 9 décembre 2024) a introduit, à la section II du chapitre IV du code de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de l'impôt sur les sociétés, une sous-section V nouvelle intitulée « Plateformes de Crowdfunding » comportant un article 78 dont la portée mérite d'être examinée avec précision.

Aux termes de cet article, sont totalement déductibles et dans la limite du revenu ou du bénéfice soumis à l'impôt, les revenus ou bénéfices réinvestis à travers des plateformes de crowdfunding agréées conformément à la loi n° 2020-37 du 6 août 2020, dans la souscription au capital des entreprises ouvrant droit aux avantages fiscaux prévus par le code au titre du réinvestissement. La déduction a lieu nonobstant le minimum d'impôt prévu par les articles 12 et 12 bis du code lorsqu'il s'agit de souscription au capital d'entreprises relevant des articles 63 et 65 du même code soit, notamment, les entreprises implantées dans les zones de développement régional et les activités prioritaires. Par ailleurs, la valeur de la prime d'émission est prise en compte pour la détermination des revenus ou bénéfices déductibles lors d'augmentations de capital, et la condition relative aux actions nouvellement émises est levée lorsqu'il s'agit d'acquisition de participations au capital des entreprises qui ouvrent droit au bénéfice des avantages fiscaux prévus pour les opérations de transmission au titre du réinvestissement.

L'article 57 précité a également étendu le bénéfice de ces dispositions aux investissements via crowdfunding dans des startups agréées au sens de la loi n° 2018-20 du 17 avril 2018.

Ce dispositif fiscal constitue indéniablement une avancée significative, qui aligne la Tunisie sur les meilleures pratiques internationales en matière de traitement fiscal du crowdfunding. L'expérience comparée, notamment les régimes EIS (Enterprise Investment Scheme) et SEIS (Seed Enterprise Investment Scheme) britanniques, qui offrent des réductions d'impôt pouvant atteindre 50% des sommes investies dans des entreprises en phase d'amorçage démontre que les incitations fiscales constituent l'un des leviers les plus puissants d'activation d'un marché d'equity crowdfunding. Cela étant, l'effectivité de l'article 78 est subordonnée à deux conditions préalables dont aucune n'est encore réunie : d'une part, l'existence d'au moins une plateforme agréée sur laquelle les opérations de souscription peuvent être réalisées à compter du 1er janvier 2025, date d'entrée en vigueur des nouvelles dispositions ; d'autre part, une appropriation suffisante du mécanisme par les contribuables et leurs conseils fiscaux. La déduction fiscale, aussi généreuse soit-elle, demeure lettre morte en l'absence de la plateforme qui en conditionne le déclenchement. C'est en ce sens que le régime fiscal, loin de résoudre à lui seul le problème de l'inertie, en révèle plutôt la profondeur : il offre des incitations sans que l'infrastructure nécessaire pour la saisir soit encore en place.

IV.4 La maturité insuffisante de l'infrastructure numérique et de paiement

L'exercice effectif de l'activité de crowdfunding en investissement suppose une infrastructure numérique et de paiement robuste. Or, l'article 14 de la loi n°2020-37 dispose que les contributions ne peuvent s'effectuer que par virement électronique, virement bancaire ou tout système de

paiement autorisé par la Banque centrale de Tunisie. Cette exigence, raisonnable dans son principe, confronte les opérateurs potentiels à une réalité : le taux de bancarisation et d'équipement en moyens de paiement dématérialisés de la population tunisienne, bien qu'en progression, demeure insuffisant pour constituer une base d'utilisateurs suffisamment large pour assurer la liquidité des campagnes de collecte. La faiblesse de l'adoption des paiements en ligne, régulièrement signalée par les acteurs du secteur FinTech tunisien, représente un obstacle opérationnel direct pour toute plateforme aspirant à agréger un nombre significatif de contributeurs (Le Cash-out capte à lui seul 77,7% des montants transigés par carte (13,87 milliards TND), tandis que le E-paiement ne représente que 5% de la valeur totale des opérations monétiques).

À cette contrainte de bancarisation s'ajoutent des limites techniques d'une nature différente, touchant aux processus d'entrée en relation à distance et de vérification d'identité. Toute plateforme de crowdfunding est tenue, en sa qualité d'intermédiaire financier, de respecter les obligations de vigilance imposées par la législation relative à la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme, ce qui implique notamment la mise en œuvre de procédures de connaissance du client. Or, les dispositifs permettant d'assurer ces vérifications de manière entièrement dématérialisée, tels que la vérification biométrique, la reconnaissance faciale, la lecture automatisée de documents d'identité ou encore la signature électronique qualifiée, ne sont pas encore suffisamment démocratisés en Tunisie pour constituer une solution opérationnelle accessible à moindre coût. Leur déploiement suppose des investissements techniques importants, l'intégration d'interfaces de programmation spécialisées fournies par des prestataires tiers, ainsi qu'une mise en conformité constante avec les évolutions réglementaires de la Banque centrale de Tunisie en matière de services financiers numériques. Pour une

plateforme en phase de démarrage, opérant sur un marché aux revenus potentiels limités, ces charges d'investissement initial s'avèrent difficilement soutenables et constituent, au même titre que les contraintes de rentabilité évoquées précédemment, un facteur structurel d'inhibition des candidatures à l'agrément.

IV.5 L'existence d'un secteur de capital investissement structuré : un substitut fonctionnel à l'equity crowdfunding

Une explication structurelle supplémentaire, moins souvent évoquée dans les analyses consacrées au démarrage tardif de l'equity crowdfunding dans les économies en développement, mérite d'être examinée avec attention : la disponibilité d'un secteur de capital investissement suffisamment développé peut réduire, voire court-circuiter, l'adoption d'instruments alternatifs de financement en capital comme les plateformes de crowdfunding. En d'autres termes, là où les PME et les porteurs de projets disposent déjà d'un écosystème institutionnel d'apporteurs en fonds propres, la demande d'une nouvelle filière de crowdfunding, plus complexe à mobiliser et moins familière, s'en trouve naturellement atténuée.

Le marché tunisien présente précisément ce profil. Le secteur du capital investissement, constitue une infrastructure importante de financement en fonds propres pour les PME non cotées. Selon les données consolidées du CMF au 31 décembre 2025, le secteur regroupe 116 véhicules d'investissement actifs sous le contrôle du régulateur : 28 sociétés d'investissement à capital risque (SICAR), 68 fonds communs de placement à risque (FCPR), 9 fonds d'amorçage, un fonds de fonds et 10 fonds d'investissement spécialisés. Ces véhicules ont mobilisé un total de ressources de 6 877,5 millions de dinars, répartis entre 1 681,2 MD de souscriptions dans les organismes de placement collectif de capital investissement et 5 196,3 MD de ressources des SICAR. A

cela, il faut ajouter les SICAR qui utilisent exclusivement leurs fonds propres et qui ne sont pas sous le contrôle du CMF.

L'industrie tunisienne du capital investissement constitue ainsi un levier majeur de financement et d'accompagnement des entreprises non cotées, avec une activité soutenue et un fort ancrage territorial. En 2025, les différents véhicules d'investissement et les SICAR soumis au contrôle du CMF ont mobilisé plus de 1,2 milliard de dinars au profit de près de 250 projets réalisés, contribuant à la création et à la préservation d'environ 12 800 emplois directs. Près de la moitié des montants investis a bénéficié aux zones de développement régional.

Cette infrastructure institutionnelle joue, à l'égard de l'equity crowdfunding, un rôle de substitut fonctionnel partiel. Un porteur de projet cherchant à renforcer ses fonds propres dispose d'une offre structurée, bénéficiant d'une longue histoire, d'une couverture géographique nationale et d'interlocuteurs professionnels capables d'accompagner sa trajectoire de croissance au-delà de la simple mise de fonds. La SICAR, le FCPR ou le fonds d'amorçage apporte non seulement le capital, mais aussi, dans les meilleures pratiques, un suivi de gestion, un réseau de contacts et une légitimité institutionnelle que la plateforme de crowdfunding, n'est pas en mesure de fournir à ce stade.

Il importe cependant de ne pas surestimer ce phénomène de substitution. Le capital investissement tunisien présente des limites qui laissent intact un besoin de financement que le crowdfunding pourrait combler. Ainsi, le ticket d'investissement moyen pour l'année 2025 des entités du secteur sous le contrôle du CMF est de 3,9 millions de dinars, ce qui les rend inadaptés aux très petites entreprises et aux porteurs de projets en phase de prédémarrage. Par ailleurs, et ainsi que le montrent les statistiques du secteur, les véhicules de

capital investissement se concentrent préférentiellement sur des projets de restructuration (24,5%), de développement (46%) et de transmission d'entreprises déjà établies, les nouvelles créations perçues comme trop risquées étant fréquemment exclues des critères de financement. C'est précisément dans ce segment-là que le crowdfunding en investissement pourrait trouver son espace de différenciation et sa justification économique propre.

La coexistence des deux mécanismes n'est donc pas structurellement impossible : elle suppose simplement que le crowdfunding accepte de se positionner sur un segment que le capital investissement traditionnel délaisse, et que cette complémentarité soit explicitée et promue comme telle dans le discours institutionnel d'accompagnement du dispositif.

IV.6 L'effet signal de la crise européenne sur les entrepreneurs locaux

Enfin, il serait inexact d'ignorer un effet de signal négatif que la crise du crowdfunding européen a pu produire sur les entrepreneurs tunisiens susceptibles de déposer une demande d'agrément auprès du CMF. Les informations sur les faillites de plateformes en Europe et notamment en France, sur les pertes subies par des milliers d'investisseurs particuliers dans des projets immobiliers défaillants, et sur les difficultés de mise en conformité avec le règlement ECSP circulent dans l'écosystème FinTech tunisien, bien que les causes de cette crise soient très largement spécifiques au marché immobilier européen. Cette confusion des genres, constitue un biais d'information qui pourrait être corrigé par un effort soutenu d'éducation financière et de communication institutionnelle.

V. Conclusion : de l'architecture normative aux conditions habilitantes

Le cadre réglementaire tunisien de l'equity crowdfunding constitue, une construction juridique cohérente et équilibrée. Il protège les investisseurs sans étouffer les porteurs de projets, confère au CMF des prérogatives de supervision adaptées à la nature du risque, et préserve la cohérence systémique avec la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 en articulant soigneusement le régime du crowdfunding avec celui de l'appel public à l'épargne. L'introduction, par la loi de finances 2025, de l'article 78 nouveau du code de l'IRPP et de l'IS qui permet la déduction totale des revenus ou bénéfices réinvestis via des plateformes agréées a enrichi ce dispositif d'une dimension fiscale incitative de premier rang, comparable dans son esprit aux meilleures pratiques européennes. Cet édifice normatif témoigne d'une ambition régulatoire réelle et d'une capacité technique indéniable.

Pourtant, la norme ne crée pas le marché par sa seule existence, et l'incitation fiscale n'active le mécanisme que si la plateforme sur laquelle elle s'exerce existe. L'inertie observée depuis la promulgation du règlement du CMF en 2024 ne traduit pas l'échec du régulateur, mais elle révèle l'écart qui subsiste entre la disponibilité d'un cadre légal et fiscal et la réunion des conditions habilitantes sans lesquelles ce cadre reste suspendu dans le vide. Ces conditions, comme évoquées précédemment sont d'ordre multiple : elles touchent à la viabilité économique des opérateurs de plateforme dans un marché à seuils de collecte encore modestes, à la profondeur et à la culture d'investissement de la population-cible, à la maturité de l'infrastructure numérique, et à la disponibilité d'un marché secondaire pour les titres émis.

L'expérience européenne, dans ce qu'elle a de plus enseignant, suggère également qu'il importe de ne pas trop lier le destin du crowdfunding en investissement à celui du financement participatif immobilier, dont les vulnérabilités face aux cycles de taux et aux crises sectorielles sont désormais documentées.

La voie pour activer effectivement ce marché passe par une action coordonnée sur plusieurs fronts simultanément : une communication institutionnelle soutenue autour des avantages fiscaux déjà introduits par l'article 78 du code de l'IRPP et de l'IS, pour que les entrepreneurs et leurs conseils fiscaux s'en emparent réellement ; le relèvement progressif et prudentiel des plafonds de collecte à mesure que le marché mûrit ; la mise en place d'un mécanisme de marché secondaire permettant aux investisseurs de céder leurs participations; un effort de promotion et d'éducation financière porté par le régulateur et un accompagnement actif des porteurs de projets potentiels dans leur démarche de structuration juridique et financière préalable à une campagne de collecte.

Le CMF dispose, à travers ses attributions réglementaires et ses fonctions de communication et d'éducation financière, des leviers institutionnels pour contribuer à l'activation de ce marché. La question n'est pas tant de savoir si le crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières trouvera sa place dans le paysage financier tunisien, la profondeur du besoin de financement des PME le rend inévitable à terme, mais à quel rythme cette activation pourra se produire.

Références

Textes juridiques et réglementaires

Loi n° 94-117 du 14 novembre 1994, portant réorganisation du marché financier.

Loi n° 2020-37 du 6 août 2020 relative au crowdfunding.

Décret gouvernemental n°2022-765 du 19 octobre 2022, portant réglementation de l'activité de crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières.

Loi n°2024-48 du 9 décembre 2024, portant loi de finances pour l'année 2025, art. 57 (introduction de l'article 78 nouveau au code de l'IRPP et de l'IS — Plateformes de Crowdfunding).

Règlement du Conseil du Marché Financier du 11 novembre 2024, relatif aux conditions d'exercice de l'activité de crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières.

Règlement (UE) n° 2020/1503 du Parlement européen et du Conseil du 7 octobre 2020 relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entrepreneurs (ECSP), JOUE L 347/1 du 20 octobre 2020.

Ouvrages et articles académiques

Belleflamme P., Lambert T. & Schwienbacher A. (2014). « Crowdfunding: Tapping the right crowd », *Journal of Business Venturing*, vol. 29(5), pp. 585-609.

Mollick E. (2014). « The dynamics of crowdfunding: An exploratory study », *Journal of Business Venturing*, vol. 29(1), pp. 1-16.

Schwienbacher A. & Larralde B. (2012). « Crowdfunding of small entrepreneurial ventures », in Cumming D. (ed.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press.

Rapports et études

Institut arabe des chefs d'entreprises (IACE). Rapport National sur l'Entreprise en Tunisie 2025, Tunis.

Banque mondiale (2013). Crowdfunding's Potential for the Developing World, infoDev / Finance and Private Sector Development Department, Washington D.C.

Conseil du Marché Financier. Fiche thématique : comprendre le crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières 2024, Tunis.

Cambridge Centre for Alternative Finance: Benchmarking alternative finance: CCAF industry reports 2017, Cambridge.

Forvis Mazars & France FinTech (2025). Baromètre du crowdfunding en France, Données 2024 et 2025, Paris.

Autorité des marchés financiers (AMF) (2024). Bilan de l'agrément ECSP, Paris.

Banque Centrale de Tunisie (BCT). Bulletin des paiements 1er semestre 2026, Tunis.

REPORTING ESG DES SOCIÉTÉS FAISANT APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE

Etude portant sur le bilan du reporting ESG des sociétés faisant appel public à l'épargne au niveau des rapports extra-financiers et des états financiers.



Hanene Ellafi

Chef du Département du contrôle Comptable, du développement et de la durabilité

I-Introduction

Les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) occupent aujourd'hui une place croissante dans l'évaluation des risques et des opportunités susceptibles de concerner les entreprises tunisiennes. Au-delà de leurs incidences sur la performance individuelle des émetteurs, certains de ces enjeux, notamment ceux liés au changement climatique, à la transition énergétique ou encore aux questions sociales et de gouvernance, sont susceptibles de générer des risques systémiques pouvant affecter la stabilité et le bon fonctionnement des marchés financiers.

Dans ce contexte, la transparence et la qualité de l'information publiée sur ces enjeux sont devenues des éléments essentiels pour permettre aux investisseurs et aux autres parties prenantes d'apprécier correctement les risques auxquels les entreprises sont exposées et d'orienter efficacement leurs décisions.

Cette exigence de transparence s'inscrit également dans un mouvement international porté par les instances de régulation des marchés de capitaux. L'OICV¹ considère ainsi que des informations de durabilité cohérentes, comparables et fiables sont indispensables à la protection des investisseurs, au bon fonctionnement des marchés financiers et à une meilleure prise en compte des risques liés à la durabilité, lesquels peuvent, à terme, avoir des implications pour la stabilité financière et les risques systémiques.

Dès 2019, l'OICV a encouragé les émetteurs à prendre en considération le caractère matériel des enjeux ESG et à les intégrer dans leur évaluation globale des risques.

Dans le prolongement de cette démarche, l'OICV a, en 2023, officiellement approuvé les normes de l'International Sustainability Standards Board (ISSB), notamment les normes IFRS S1 et IFRS S2², qu'elle qualifie de cadre mondial de référence pour les informations

¹ OICV: Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, (International Organization of Securities Commissions), est l'institution mondiale qui regroupe les régulateurs des marchés de capitaux.

² Normes internationales de reporting de durabilité IFRS S1 relative aux obligations générales en matière d'informations financières liées à la durabilité et IFRS S2 relative aux informations à fournir sur les changements climatiques.

financières liées à la durabilité, destinées aux marchés de capitaux. Elle a, à ce titre, appelé ses juridictions membres à promouvoir leur adoption afin d'assurer la comparabilité et la fiabilité des informations publiées.

Par ailleurs, l'OICV identifie le risque de greenwashing³ ou l'écoblanchiment comme une menace majeure pour la confiance des investisseurs et l'intégrité des marchés, et œuvre activement à sa prévention.

Ce risque n'est pas seulement théorique : il peut notamment se matérialiser lorsque les communications des sociétés sur leurs enjeux de durabilité présentent une vision excessivement favorable de leur performance environnementale, sociale ou de gouvernance, sans être suffisamment étayées par une méthodologie rigoureuse, une analyse de matérialité documentée ou des indicateurs pertinents, fiables et vérifiables. Il peut également résulter d'une présentation sélective de l'information, privilégiant les éléments positifs tout en minimisant ou en omettant les impacts, risques ou performances moins favorables, au détriment d'une information équilibrée et fidèle.

Dans ce contexte, il apparaît essentiel de porter une attention particulière à la qualité, à la cohérence, à la fiabilité et à l'équilibre des informations relatives à la durabilité communiquées aux investisseurs. Une telle évaluation est d'autant plus importante que les informations ESG sont susceptibles d'influencer la perception des investisseurs quant à la performance et aux perspectives de l'entreprise.

Ainsi, et face à l'importance grandissante du reporting ESG ou de durabilité dans le processus décisionnel des investisseurs et à son rôle dans le renforcement de la transparence, de l'intégrité et de l'efficacité des marchés financiers, la présente étude se propose d'analyser les pratiques de publication des informations de durabilité des sociétés tunisiennes faisant appel public à l'épargne. Elle cherche également à apprécier le niveau de maturité de leur reporting ESG à travers des grilles d'évaluation élaborées sur la base de critères de qualité reconnus, en cohérence avec les meilleures pratiques internationales et les principaux référentiels de reporting de durabilité.

Les appréciations et notations attribuées conformément aux grilles susvisées, reposent exclusivement sur les informations rendues publiques par les émetteurs ainsi que sur leur degré de conformité aux critères retenus dans le cadre de cette analyse.

Il convient de préciser, par ailleurs, que la présente étude, réalisée par le CMF à partir d'informations préalablement divulguées par les émetteurs, revêt un caractère exclusivement analytique et évaluatif. Les appréciations qui y figurent ne sauraient être interprétées comme des positions officielles du CMF, opposables aux différents acteurs et intervenants impliqués dans l'élaboration des reportings susvisés.

3 Le greenwashing étant la pratique consistant à présenter de manière inexacte les pratiques liées au développement durable ou les caractéristiques des produits d'investissement liées à la durabilité (rapport officiel de l'OICV: Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management Final Report 2021).

Les autorités européennes de surveillance (AES: autorités de supervision des marchés financiers, du secteur bancaire, ainsi que des secteurs de l'assurance et des pensions) définissent l'écoblanchiment comme une pratique par laquelle des déclarations, affirmations, actions ou communications relatives à la durabilité ne reflètent pas de manière claire et loyale le profil de durabilité sous-jacent d'une entité, d'un produit financier ou de services financiers.

II - Rapports ESG et notes de durabilité dans les états financiers : deux niveaux de maturité du marché financier tunisien

L'analyse du reporting de durabilité des sociétés tunisiennes faisant appel public à l'épargne doit être appréhendée selon deux niveaux distincts mais complémentaires.

Le premier concerne les rapports publiés sous la forme de documents ESG distincts des rapports de gestion annuels, désignés dans la présente étude sous les appellations de rapports ESG, rapports de durabilité ou rapports extra-financiers. Ces publications relèvent d'une démarche volontaire des sociétés, en l'absence, à ce jour, d'une obligation réglementaire imposant leur publication.

Le second porte sur les notes relatives à la durabilité intégrées aux états financiers, en réponse au communiqué du Conseil du Marché Financier (CMF) du 25 décembre 2025 et de son communiqué explicatif du 13 février 2026.

Cette distinction est fondamentale, car ces deux exercices de reporting poursuivent des objectifs différents, reposent sur des logiques de matérialité distinctes et s'adressent à des utilisateurs variés.

Les rapports ESG publiés s'inscrivent principalement dans une logique de matérialité d'impact. Ils visent notamment à informer les parties prenantes sur les incidences positives et négatives des activités de l'entreprise sur son environnement et sur ses parties prenantes. Leur audience est relativement large et englobe notamment les investisseurs, les clients, les collaborateurs, les régulateurs, les communautés locales et la société civile. Ces rapports relèvent encore largement d'une démarche de transparence extra-financière et de communication ESG, avec des niveaux de standardisation variables.

À l'inverse, les notes de durabilité intégrées aux états financiers s'inscrivent dans une logique de matérialité financière. Elles ont vocation à fournir une information susceptible d'influencer les décisions économiques des utilisateurs primaires des états financiers, en particulier les investisseurs, les prêteurs et les autres apporteurs de capitaux. L'enjeu n'est plus seulement de décrire les impacts de l'entreprise sur son environnement, mais d'expliquer comment les enjeux de durabilité peuvent affecter sa performance financière, sa situation financière et ses flux de trésorerie.

La présente étude repose ainsi sur l'analyse de deux supports de reporting ESG complémentaires. D'une part, les rapports ESG qui témoignent d'une dynamique réelle de publication couvrant les enjeux de durabilité, bien que les pratiques demeurent encore hétérogènes et peu encadrées.

D'autre part, les notes ESG figurant au niveau des états financiers et qui traduisent un premier effort d'alignement avec les exigences du CMF prévues par les communiqués susvisés et par le référentiel IFRS Sustainability, tout en révélant une adoption encore progressive des concepts de matérialité financière et de connectivité entre durabilité et information financière.

1 - Les rapports ESG publiés : une dynamique réelle, mais peu encadrée :

Le premier axe de la présente étude porte sur l'analyse de 18 rapports ESG publiés au titre de l'exercice 2024 par les sociétés cotées à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT). Le choix de cet exercice s'explique par le fait qu'au titre de l'exercice 2025, peu de sociétés ont, à

ce jour, publié leurs rapports ESG, ce qui ne permet pas de disposer d'un échantillon suffisamment représentatif pour mener une analyse comparative pertinente.

L'analyse des rapports ESG publiés révèle une forte hétérogénéité tant dans leur structure que dans leur niveau de maturité. L'absence d'un référentiel de présentation normalisé se traduit par des approches très diverses en matière d'organisation, de contenu et de profondeur des informations divulguées. Cette situation est susceptible d'affecter la comparabilité des informations publiées, tant dans le temps pour une même entreprise, en raison des variations de périmètre, d'indicateurs ou de méthodologies de reporting d'un exercice à l'autre, qu'entre les entreprises, y compris celles appartenant à un même secteur d'activité.

Elle limite ainsi la capacité des investisseurs et des autres parties prenantes à apprécier de manière cohérente l'évolution des performances ESG et à effectuer des analyses comparatives pertinentes.

L'analyse met en évidence des niveaux de maturité très variables entre les entreprises en matière de reporting ESG. Certaines sociétés ont adopté une démarche relativement structurée, caractérisée par la définition d'un périmètre de reporting clairement identifié, l'existence de mécanismes de gouvernance dédiés aux enjeux ESG, le suivi d'indicateurs de performance dans le temps ainsi qu'un processus formalisé d'identification et de hiérarchisation des enjeux matériels.

À l'inverse, d'autres sociétés présentent des rapports, consacrant une approche essentiellement descriptive, davantage orientée vers la communication institutionnelle ou la valorisation des initiatives RSE. Lesdits rapports mettent principalement en avant les actions réalisées sans les relier à des objectifs mesurables, à une analyse de matérialité ou à une stratégie ESG clairement définie, limitant ainsi leur

capacité à refléter de manière pertinente les enjeux prioritaires et la performance de l'entreprise en matière de durabilité.

Le principal enjeu ne porte pas seulement sur le volume des informations publiées, mais sur leur cohérence et leur fiabilité. Les rapports examinés ne reposent pas tous sur la même méthodologie. Certains retiennent une matérialité d'impact, centrée sur les effets de l'entreprise sur l'environnement, les salariés, les clients ou la société, d'autres annoncent une double matérialité, qui suppose également d'analyser les risques et opportunités ESG susceptibles d'avoir un impact financier sur l'entreprise.

Cette distinction n'est pas toujours maîtrisée. Dans plusieurs cas, la double matérialité est mentionnée, mais la partie relative aux risques et opportunités financiers (la matérialité financière) reste peu démontrée.

Le rapport présente alors une matrice ou une liste d'enjeux, sans expliquer suffisamment comment ces enjeux peuvent affecter la performance, le modèle économique, la résilience ou les perspectives financières de l'émetteur.

Ainsi pour certains rapports, les indicateurs divulgués émanent uniquement d'une matérialité d'impact bien que le rapport mentionne une double matérialité, alors que pour d'autres rapports des indicateurs ESG sont présentés sans analyse de matérialité.

Aussi, certains rapports font références à des normes, sans pour autant apporter d'éléments probants attestant de leur adoption effective, et comportent également des citations inexacts ou imprécises de normes internationales de reporting ESG.

Un autre constat important concerne la confusion entre démarche RSE et reporting ESG. Plusieurs rapports mobilisent la norme ISO 26000 comme s'il s'agissait d'un référentiel de reporting, alors que cette norme

constitue avant tout des lignes directrices en matière de responsabilité sociétale. Elle peut structurer une démarche RSE, mais elle ne remplace pas des standards de reporting tels que GRI⁴ et ESRS⁵.

Il ressort aussi de l'analyse de certains rapports ESG publiés une absence de corrélation entre les références citées et l'analyse de matérialité effectuée, ainsi certains rapports font référence au niveau des indicateurs aux normes GRI alors que le rapport ne contient pas d'analyse de matérialité d'impact (GRI3).

On relève également une tendance généralisée au « green narrative » : les rapports valorisent abondamment les projets photovoltaïques, les actions sociales ou les initiatives RH, mais sans évaluation quantitative de leur impact réel ni articulation avec des objectifs scientifiques ou sectoriels.

Les risques négatifs, les insuffisances, les difficultés rencontrées ou les objectifs non atteints sont rarement abordés, contrairement aux principes de neutralité, d'équilibre et de fidélité de l'information promus par les principaux référentiels internationaux de reporting de durabilité.

Dans ce cadre, et en l'absence d'éléments justificatifs suffisants ou de vérification indépendante, les références inexacts ou insuffisamment étayées aux normes internationales de reporting ESG sont susceptibles de créer une confusion chez les investisseurs et les autres utilisateurs de l'information extra-financière quant au

degré réel d'alignement du reporting avec les référentiels invoqués.

De même, l'absence d'informations relatives aux insuffisances, aux défis rencontrés ou aux impacts négatifs significatifs, ainsi que la présentation sélective ou privilégiée d'informations favorables, peuvent altérer l'équilibre et la neutralité du reporting et ne pas refléter de manière fidèle la performance ESG réelle des sociétés concernées.

Cette situation est susceptible d'affecter la qualité de l'information mise à la disposition du marché et la capacité des investisseurs à apprécier de manière objective les risques, opportunités et performances en matière de durabilité. Elle est également de nature à faire craindre la persistance ou la reproduction de pratiques, susceptibles d'être assimilées à des formes de « greenwashing »

Dans ce contexte, la fiabilité des informations publiées constitue un point de vigilance majeur.

Face au risque de « greenwashing » ou de présentation asymétrique des données, la transparence ne peut plus être une option de communication. Sans indicateurs fiables, vérifiables et standardisés, les utilisateurs de l'information extra-financière perdent la confiance dans les communications et les données fournies.

A cet égard, l'examen des rapports ESG publiés par les sociétés susvisées,

4 Référentiel Global Reporting Initiative (GRI) constitue un ensemble de normes internationales de reporting de durabilité visant à encadrer la publication d'informations relatives aux impacts environnementaux, sociaux et de gouvernance des organisations. Il repose sur une approche fondée sur la matérialité d'impact, en ce sens qu'il permet aux entreprises d'identifier, de mesurer et de divulguer leurs impacts significatifs sur l'économie, l'environnement et la société. Les normes GRI sont structurées de manière modulaire (normes universelles, sectorielles et thématiques) et sont largement utilisées à l'échelle mondiale pour améliorer la transparence et la comparabilité des informations extra-financières.

5 Référentiel ESRS (European Sustainability Reporting Standards) : constitue le cadre normatif européen de reporting en matière de durabilité, élaboré dans le cadre de la directive sur la publication d'informations en matière de durabilité des entreprises (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD) et repose sur le principe de la double matérialité, qui prend en compte à la fois les impacts des activités de l'entreprise sur son environnement et les risques et opportunités que les enjeux de durabilité font peser sur sa situation financière.

révèle que seuls deux émetteurs ont soumis leur reporting extra-financier à une mission d'assurance limitée réalisée par un auditeur indépendant. L'absence de vérification externe dans la majorité des cas accroît le risque d'informations inexactes, incomplètes ou insuffisamment étayées et peut affecter la confiance des investisseurs dans les informations ESG diffusées.

Ainsi, les résultats de l'analyse susvisée, souligne l'importance de renforcer la transparence des sociétés sur les modalités d'application des référentiels utilisés ainsi que le recours à des mécanismes d'assurance ou de vérification externe afin de renforcer la crédibilité des informations de durabilité et de limiter les risques de communication trompeuse ou de greenwashing.

Scoring des rapports ESG relatifs à l'exercice 2024 :

Afin d'apprécier la maturité et la qualité des informations divulguées au niveau des rapports ESG publiés, une grille de scoring a été appliquée aux 18 rapports identifiés.

Cette grille ne mesure pas la performance ESG des sociétés ; elle évalue la qualité du reporting publié, sa cohérence, sa comparabilité et son utilité pour les utilisateurs du marché.

La méthodologie retenue vise à apprécier la qualité de l'information ESG communiquée aux investisseurs, au-delà de la seule existence ou du volume des informations publiées.

Elle s'appuie sur les principaux principes et caractéristiques qualitatives consacrés par les référentiels internationaux de reporting de durabilité, notamment les référentiels IFRS S1 et IFRS S2 ainsi que les GRI Standards : pertinence, représentation fidèle, matérialité, cohérence, comparabilité, vérifiabilité et publication en temps utile.

La grille d'évaluation est structurée autour de six axes complémentaires couvrant les

principales étapes du processus de production et de communication de l'information ESG,

La pondération accorde une importance particulière à la matérialité et aux indicateurs ESG, qui représentent ensemble 50 % du score.

Ce choix traduit le principe selon lequel la qualité du reporting repose d'abord sur la capacité de l'entreprise à identifier les enjeux de durabilité qui sont réellement significatifs et à les traduire en indicateurs pertinents, mesurables et permettant d'apprécier sa performance et ses progrès.

Les 50 % restants portent sur les conditions nécessaires à la crédibilité et à l'utilité de cette information : une gouvernance et une organisation appropriées du processus de reporting, la cohérence des référentiels utilisés et la traçabilité de l'information, la fiabilité et la vérifiabilité des données ainsi que leur publication en temps utile et leur articulation avec l'information financière.

Cette approche permet ainsi d'éviter qu'un reporting obtienne une appréciation élevée sur la seule base de la quantité d'informations communiquées. Elle privilégie au contraire leur pertinence, leur cohérence, leur caractère vérifiable et leur rattachement aux enjeux matériels.

Elle permet également d'identifier les situations dans lesquelles une communication ESG, bien qu'abondante, pourrait présenter une information sélective, déséquilibrée ou insuffisamment étayée, notamment lorsque les performances favorables sont mises en avant sans information suffisante sur les risques, impacts ou résultats moins favorables.

La grille constitue ainsi un outil d'évaluation construit à partir des principes convergents des référentiels internationaux, elle permet d'apprécier de manière objective et homogène les pratiques de reporting ESG des sociétés et de contribuer à l'identification des insuffisances susceptibles d'affecter la qualité de l'information mise à la disposition des investisseurs, notamment au regard du risque d'écoblanchiment.

La méthodologie d'évaluation repose sur six axes ou critères d'évaluation suivants:

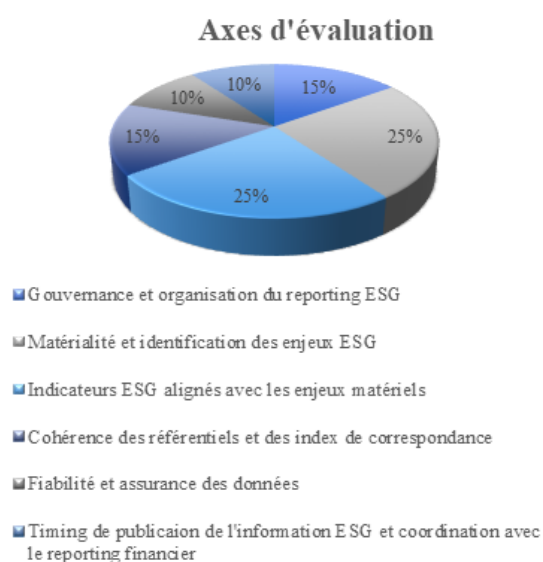
Axe ou critère d'évaluation	Pondération
Gouvernance et organisation du reporting ESG	15 %
Matérialité et identification des enjeux ESG	25 %
Indicateurs ESG alignés avec les enjeux matériels	25 %
Cohérence des référentiels et des index de correspondance	15 %
Fiabilité et assurance des données	10 %
Timing de publication de l'information ESG et coordination avec le reporting financier	10 %
Total	100 %

Pour chacun de ces axes, une note comprise entre 1 et 5 a été attribuée sur la base des critères prédéfinis sus indiqués, puis pondérée selon le poids relatif de chaque dimension.

La note finale correspond ainsi à un score global de maturité exprimé sur une

échelle de 5 et converti en pourcentage.

À ce titre, un score égal ou supérieur à 50 % est considéré comme traduisant un niveau de qualité du reporting jugé acceptable au regard des critères d'évaluation préalablement définis dans le cadre de la présente étude.



L'évaluation se base sur 6 axes: Gouvernance et organisation du reporting (15%), Matérialité (25%), Indicateurs ESG alignés avec les enjeux matériels (25%) Cohérence des référentiels (15%) Fiabilité et assurance des données (10%), Timing de publication (10%),.

Analyse des résultats de l'évaluation des 18 rapports ESG/ RSE :

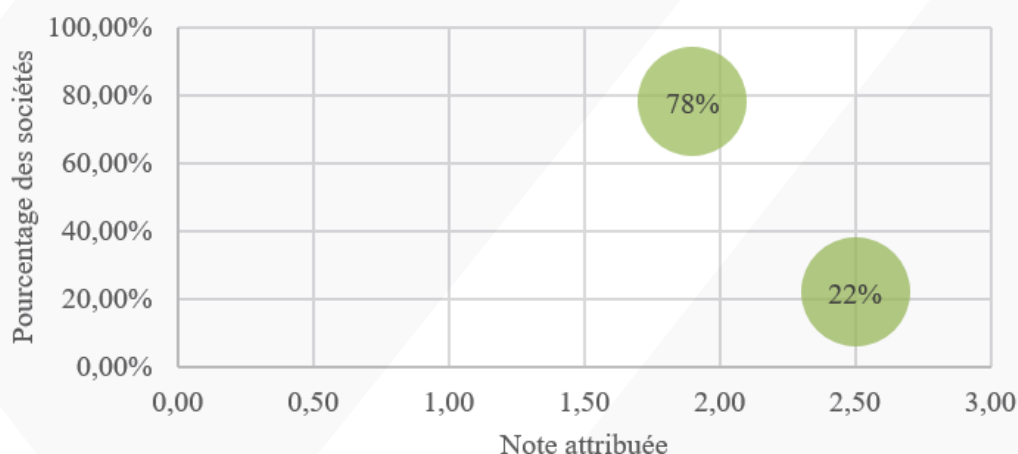
La moyenne de la note globale de l'échantillon s'établit à 2,05/5, soit environ 41% du score maximal.

Seuls 4 rapports sur 18 soit 22%

dépassent le seuil acceptable de 2,5/5 soit un score de 50%, niveau considéré comme le plancher d'une qualité de reporting ESG jugée acceptable.

Près de 8 rapports sur 10 soit environ 78% de la population se situent donc en dessous de la moyenne, avec des notes s'échelonnant de 1,2 à 2,4/5.

Pourcentage des rapports par note globale attribuée sur 5



La maturité du reporting ESG sur l'échantillon étudié apparaît ainsi globalement émergente à intermédiaire, avec un noyau restreint de pratiques avancées et une majorité de rapports encore construits davantage autour d'une logique de communication RSE que d'une véritable démarche de matérialité et de fiabilisation des données ESG.

L'analyse globale fait ressortir des insuffisances par rapport aux deux critères les plus importants : matérialité et indicateurs (50% du poids total), qui sont aussi les plus faibles sur le fond, et sur la fiabilité des données.

Le fait que seuls 4 rapports sur 18 franchissent le seuil des 50% confirme que le principal axe de progrès collectif pour l'échantillon étudié, est double: structurer une véritable analyse de matérialité et développer une assurance externe des données, aujourd'hui quasi absente de l'échantillon.

Analyse détaillée des résultats de l'évaluation par critère:

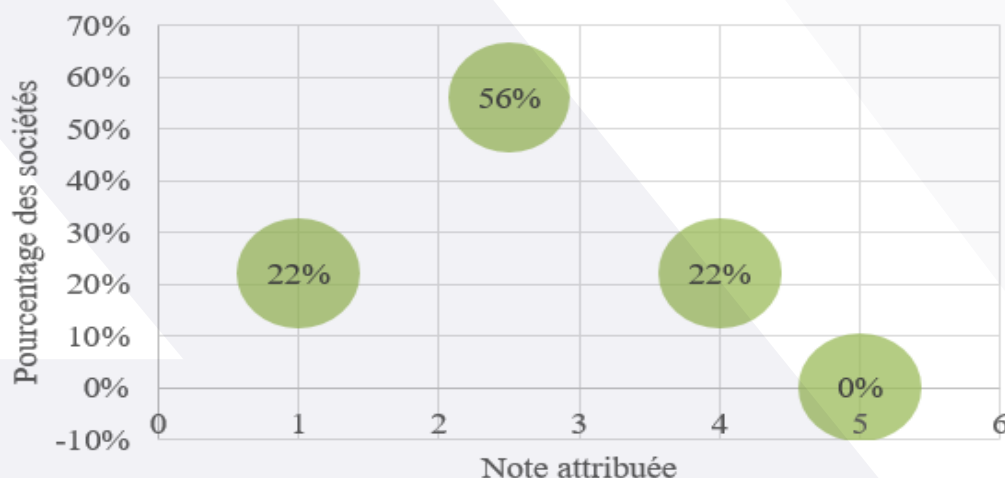
- Gouvernance et organisation du reporting ESG dont la pondération est de 15%:

La moyenne obtenue des rapports étudiée au titre de ce critère est de 2,86/5 (2,86 sur une échelle de 5) soit un score de (57%).

Pour ce critère, 4 rapports représentant 22% de la population étudiée, obtiennent la meilleure note de 4/5, généralement grâce à un comité RSE/ESG formalisé ou un pilotage rattaché à la direction générale.

À l'inverse, 4 rapports de la population étudiée 22% se limitent à un score de 1/5, faute de dispositif de gouvernance identifiable. Aucun rapport n'a atteint 5/5, même les meilleurs dispositifs restent perfectibles.

Pourcentage des rapports par note liée à la gouvernance et l'organisation de reporting ESG



- Matérialité et identification des enjeux ESG dont la pondération est de 25%, critère le plus pondéré:

La moyenne obtenue au titre de ce critère est de 1,50/5 (1,5 sur une échelle de 5) soit un score de 30%.

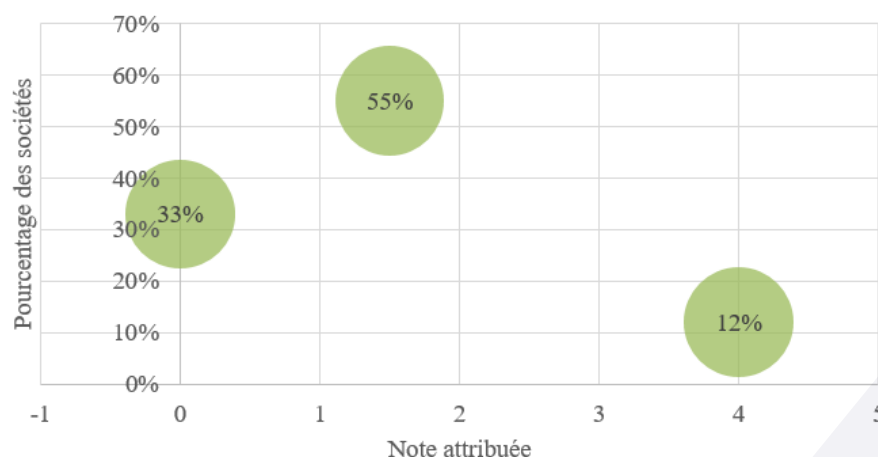
Il s'agit en fait de l'un des deux insuffisances majeures des rapports analysés, alors qu'il s'agit d'un critère qui pèse le plus lourd dans la note finale.

Un tiers des rapports (6 sur 18) n'ont

aucune analyse de matérialité, malgré des annonces parfois ambitieuses de « double matérialité » ailleurs dans le document. Seuls 2 rapports atteignent une note de 4/5, (4 sur une échelle de 5) avec une matérialité d'impact étayée notamment par un dialogue avec les parties prenantes.

Plusieurs rapports annoncent une double matérialité mais ne démontrent jamais la composante financière (risques/opportunités chiffrés).

Pourcentage des rapports par note liée à la matérialité et l'identification des enjeux ESG



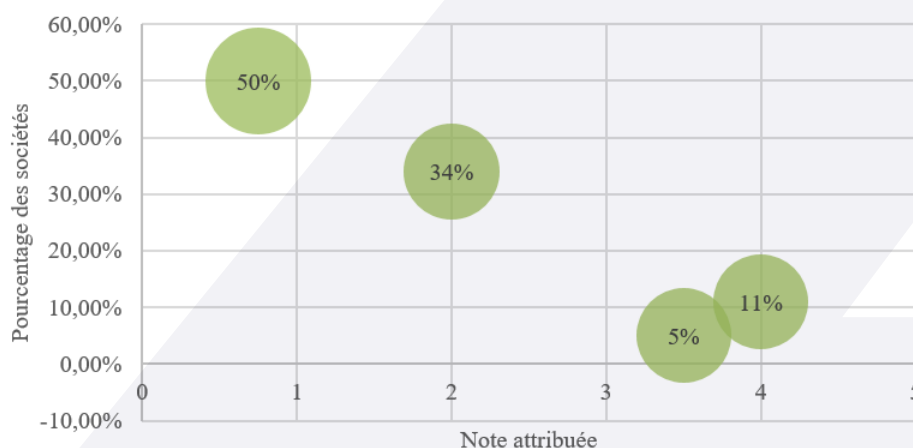
- Indicateurs ESG alignés à la matérialité dont la pondération est de 25%:

La moyenne obtenue des rapports étudiés au titre de ce critère est de 1,78/5 (1,78 sur une échelle de 5) soit un score de 36%.

Deuxième critère le plus pondéré, fait ressortir également une faiblesse majeure,

le problème à ce niveau provient des indicateurs choisis sans lien réel avec une analyse de matérialité, souvent organisés par « axes RSE » plutôt que par enjeux priorités. 2 rapports se distinguent avec une note de 4/5 (4 sur une échelle de 5) en alignant clairement leurs indicateurs sur les enjeux identifiés.

Pourcentage des rapports par note liée aux indicateurs ESG alignés à la matérialité

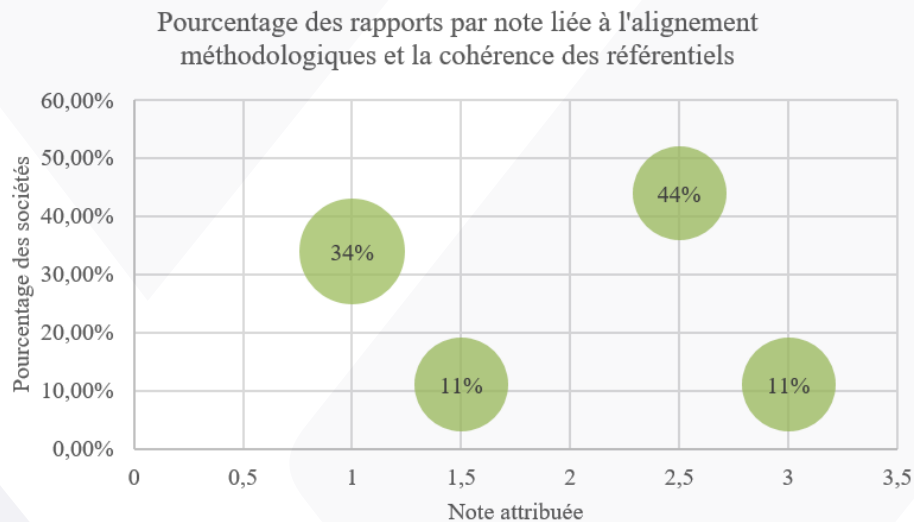


● Cohérence des référentiels et alignement méthodologique dont la pondération est de 15%:

La moyenne obtenue des rapports étudiés au titre de ce critère est de 1,94/5 (1,94 sur une échelle de 5) soit un score de 39%.

Aucun rapport ne dépasse la note de

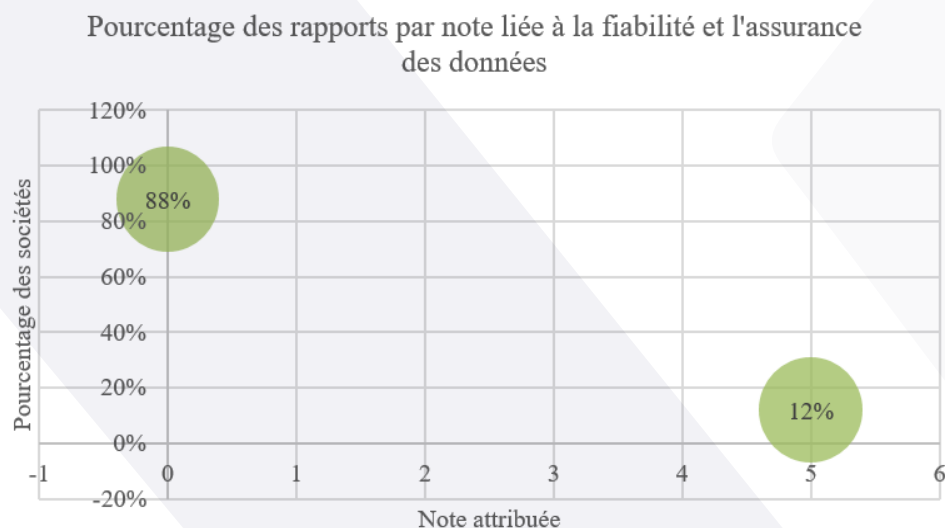
3 (3 sur une échelle de 5) 3/5 (seuls 2 l'atteignent). L'insuffisance la plus fréquente consiste en l'incohérence entre le référentiel cité (GRI, ISO 26000, guide BVMT) et le contenu réel, index de correspondance GRI accolé à un rapport structuré par « axes RSE », ou références normatives contradictoires.



● Fiabilité et assurance des données dont la pondération est de 10%:

La moyenne obtenue des rapports étudiés au titre de ce critère est de 0,56/5 (0,56 sur une échelle de 5) soit un score de 11%.

16 rapports sur 18 (88%) n'ont aucune assurance externe de leurs données ESG. Seuls 2 rapports obtiennent 5/5, avec une assurance limitée. Signal clair d'une maturité insuffisante sur la fiabilité des données publiées à l'échelle de l'échantillon.

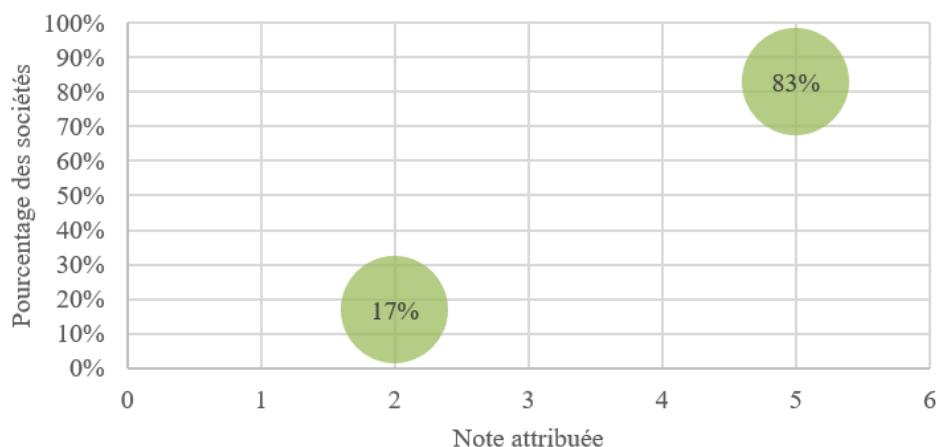


● Timing de publication et accessibilité avec le reporting financier, dont la pondération est de 10%:

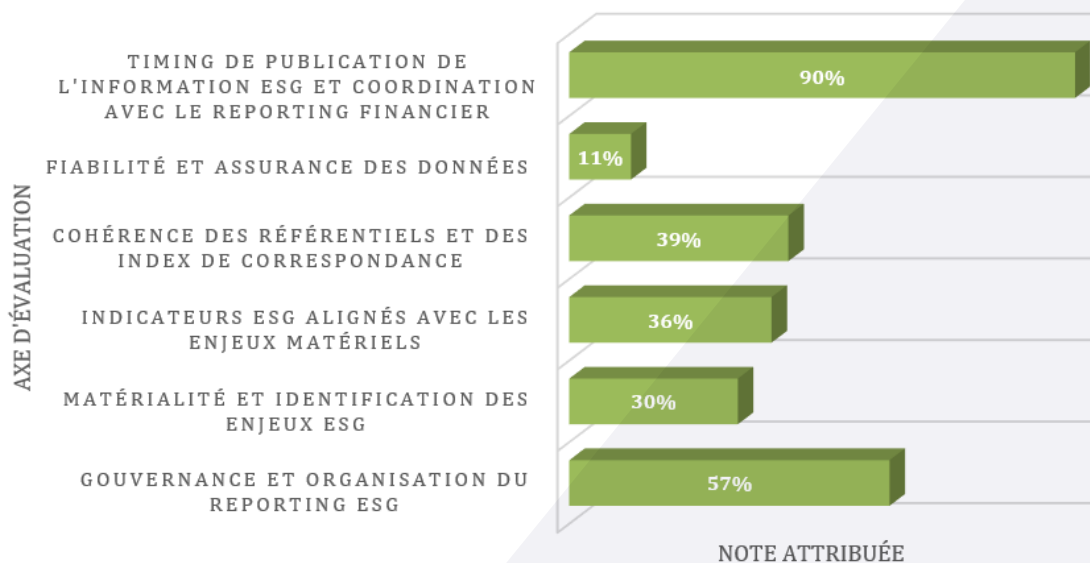
La moyenne obtenue des rapports étudiée au titre de ce critère est de 4,50/5 (4,5 sur une échelle de 5), soit un score de 90%

15 rapports sur 18 (83%) ont publié leurs rapports de durabilité au cours du même exercice de publication de leurs états financiers. Seuls 3 rapports font exception, pénalisés par une publication tardive lors de l'exercice qui suit celui de la publication des états financiers.

Pourcentage des rapports par note liée à la publication et l'accessibilité



RÉSUMÉ DES NOTES MOYENNES



2. Les notes aux états financiers: l'intégration des enjeux de durabilité dans l'information financière:

Le second axe de cette étude d'analyse du reporting ESG des sociétés faisant appel public à l'épargne porte sur les notes relatives à la durabilité, intégrées aux états financiers. Le communiqué du CMF du 25 décembre 2025, complété par le communiqué explicatif du 13 février 2026, marquent un changement important, dans le sens où l'information de durabilité n'est plus seulement attendue dans un rapport ESG extra-financier, mais doit être rapprochée de l'information financière lorsque les facteurs ESG sont susceptibles d'avoir une incidence financière significative.

Cette évolution constitue une étape structurante pour le marché financier tunisien. Elle marque le passage d'une logique de communication ESG, jusqu'alors essentiellement volontaire et non standardisée, à un dispositif d'information financière relative à la durabilité, fondé sur des exigences de publication obligatoires. Cette transition s'inscrit dans une démarche de convergence avec les principes du cadre conceptuel de la comptabilité consacrés par le Système Comptable des Entreprises en Tunisie, tout en intégrant les orientations des normes IFRS S1 et IFRS S2 en matière d'information financière liée à la durabilité.

Dans ce cadre, le Conseil du Marché Financier a attiré l'attention des sociétés que conformément aux dispositions du décret n°96-2459 du 30 décembre 1996 relatif au cadre conceptuel de la comptabilité, les facteurs ESG, susceptibles d'affecter notamment l'activité, la situation financière, la performance ou les perspectives des sociétés, constituent des informations essentielles devant être portées à la connaissance des investisseurs.

L'objectif de cette information n'étant pas de reproduire un reporting de durabilité exhaustif au sein des états financiers, mais d'alerter et d'informer en temps utile les investisseurs sur les risques et opportunités

ESG les plus significatifs susceptibles d'affecter l'activité, la situation financière, la performance, les perspectives ou, dans les cas les plus critiques, la continuité d'exploitation de la société.

Cette exigence revêt une importance particulière dans un environnement réglementaire en constante évolution, marqué notamment par l'entrée en vigueur de dispositifs internationaux tels que le Mécanisme d'Ajustement Carbone aux Frontières (MACF), dont les incidences financières et opérationnelles peuvent être immédiates pour certaines entreprises.

L'inclusion de ces informations dans les notes aux états financiers présente également l'avantage de les soumettre au même niveau d'examen et de contrôle que les autres informations financières publiées.

Faisant partie intégrante des états financiers, ces notes relèvent du périmètre d'intervention des commissaires aux comptes, ce qui contribue à renforcer la fiabilité et la crédibilité des informations communiquées aux investisseurs.

Toutefois, cette information ne saurait se substituer à un reporting de durabilité complet. Les notes ESG intégrées au niveau des états financiers ont vocation à mettre en évidence les enjeux ESG les plus matériels de point de vue financier et leurs incidences sur l'entreprise, tandis que le rapport de durabilité/ESG demeure le support privilégié pour présenter de manière détaillée la stratégie de durabilité, les impacts, les politiques, les objectifs, les indicateurs de performance et les plans d'action de l'entreprise.

La présente étude a porté sur l'examen des notes de durabilité figurant au niveau des états financiers individuels et consolidés arrêtés au 31 décembre 2025, publiés par les sociétés faisant appel public à l'épargne jusqu'à la date du 30 juin 2026.

Dans ce cadre et pour ce premier exercice d'entrée en vigueur des exigences d'information financière liée à la durabilité à présenter au niveau des notes aux états

financiers, les taux de conformité observés apparaissent très rassurants.

En effet, parmi les sociétés cotées ayant publié leurs états financiers arrêtés au 31 décembre 2025 à la date de la présente étude, soit au 30 juin 2026, le taux de conformité est de 98,46 % pour les états financiers individuels et de 85,11 % pour les états financiers consolidés.

Pour les autres sociétés faisant appel

public à l'épargne, les taux de publication des notes ESG sont aussi rassurants que ceux observés pour les sociétés cotées. En effet, le taux de conformité a été de 89,47 % pour les états financiers individuels et de 77,78 % pour les états financiers consolidés.

Au niveau global, pour l'ensemble des sociétés faisant appel public à l'épargne, le taux de conformité s'établit à 93,62 % pour les états financiers individuels et à 83,93 % pour les états financiers consolidés.

Catégorie de sociétés	% des états financiers individuels incluant une note ESG	% des états financiers consolidés incluant une note ESG
Sociétés cotées	98,46 %	85,11 %
Autres sociétés faisant appel public à l'épargne	89,47 %	77,78 %
Total sociétés FAPE	93,62 %	83,93 %

Le niveau de conformité plus modéré pour les états financiers consolidés, s'explique notamment par la complexité accrue de l'appréhension des enjeux ESG à l'échelle des groupes, laquelle suppose la disponibilité et la fiabilité de l'information au niveau des filiales. Cette situation met en évidence la dynamique enclenchée par les communiqués du CMF, qui ont contribué à diffuser et à renforcer la culture ESG non seulement au sein des sociétés mères, mais également auprès de leurs filiales, y compris celles ne faisant pas appel public à l'épargne, élargissant ainsi le périmètre de sensibilisation et d'appropriation des enjeux de durabilité au sein du tissu économique tunisien.

Cette situation témoigne, aussi, d'une adoption globalement positive des nouvelles exigences de communication en matière de durabilité par les émetteurs concernés et constitue un signal particulièrement encourageant au regard du caractère récent de leur mise en œuvre.

Elle reflète également l'effet positif des actions d'accompagnement menées par les

différentes parties prenantes.

En effet, cette mobilisation collective a favorisé une première appropriation des exigences de reporting ESG et constitue un socle encourageant pour l'amélioration progressive de la qualité et de l'exhaustivité des informations publiées.

L'analyse qualitative des notes de durabilité met en évidence une adoption encore progressive des exigences des communiqués sus indiqués du CMF et des principes sous-jacents au référentiel IFRS Sustainability susindiqué.

Dans ce cadre, les émetteurs ont structuré leurs notes autour des quatre piliers consacrés par l'IFRS S1 (gouvernance, stratégie, gestion des risques et opportunités, ainsi qu'indicateurs et objectifs), mais cette conformité demeure parfois formelle. La présence de ces rubriques confère aux notes une apparence de structuration, sans que le contenu soit systématiquement adapté aux spécificités de l'entité, à son modèle économique ou à sa situation financière.

Les cas où les enjeux ESG sont explicitement reliés aux risques et opportunités financiers, ainsi qu'aux effets potentiels sur la valeur de l'entreprise, demeurent encore relativement peu nombreux et ne concernent qu'une proportion encore limitée de la population étudiée.

Néanmoins, cette situation s'explique largement par le fait qu'il s'agit du premier exercice d'obligation de divulgation d'une information financière liée à la durabilité, généralisée à l'ensemble des sociétés faisant appel public à l'épargne, ainsi que par les niveaux de maturité encore hétérogènes des pratiques ESG entre les émetteurs, ce qui a d'ailleurs motivé l'adoption par le CMF du principe du « comply or explain » au titre du premier exercice d'application pour cette obligation.

Ce cadre permet notamment aux sociétés qui ne disposent pas encore de systèmes d'information suffisamment matures de privilégier, à ce stade, une divulgation qualitative, tout en s'inscrivant dans une trajectoire progressive de mise en place et de fiabilisation d'indicateurs ESG pertinents et quantifiés.

Il convient toutefois de remarquer que la transition vers une logique de matérialité financière constitue désormais le principal défi méthodologique pour les exercices futurs.

Le rôle des commissaires aux comptes :

L'intégration progressive des informations de durabilité dans les états financiers a engendré également une évolution du rôle des commissaires aux comptes. Dès lors que ces informations figurent dans les notes annexes, elles s'inscrivent dans l'environnement de l'information financière auditée et soulèvent des enjeux de cohérence, de fiabilité et de conformité.

Cette évolution s'est traduite par une dynamique au sein de la profession comptable et d'audit en Tunisie.

À cet égard, l'Ordre des Experts Comptables de Tunisie (OECT) a publié en mars 2026⁶ une note d'orientation portant sur les diligences des commissaires aux comptes pour l'audit des facteurs ESG et MACF, qui constitue désormais un outil de référence pour l'audit de l'information financière liée à la durabilité, et qui est aligné sur les normes et standards internationaux en matière d'audit et de durabilité.

Cette note qui est destinée à accompagner les commissaires aux comptes dans l'appréciation des informations de durabilité présentées dans les états financiers, vise notamment à guider les auditeurs dans l'identification d'éventuelles anomalies significatives, l'évaluation de leur incidence sur les états financiers et l'appréciation de leurs effets potentiels sur l'opinion d'audit.

Ces évolutions témoignent d'une prise en compte croissante des enjeux de durabilité dans l'environnement de l'audit financier et illustrent la convergence progressive entre information financière et information de durabilité.

Evaluation des notes de durabilité/ ESG présentées au niveau des états financiers arrêtés au 31 décembre 2025 :

L'analyse a porté sur une population de 121 sociétés faisant appel public à l'épargne aussi bien au niveau des états financiers individuels que consolidés.

Afin d'évaluer la maturité et la qualité de l'information publiée dans ce cadre, une grille d'évaluation distincte a été appliquée aux notes de durabilité figurant au niveau des états financiers.

A ce niveau aussi, la note attribuée ne mesure pas la performance ESG de la société; elle évalue la qualité, l'utilité et

6 <https://www.cmf.tn/information-financiere-liee-a-la-durabilite-le-cmf-et-l-oect-renforcent-le-cadre-d-audit-esg-et-macf>

l'alignement de l'information de durabilité présentée dans les états financiers au regard de l'esprit des communiqués susvisés

du CMF et de la logique des normes de durabilité IFRS S1/S2.

La méthodologie repose sur quatre axes ou critères d'évaluation suivants:

Axe ou critère d'évaluation	Pondération
Structure de la note et couverture des quatre champs prévus par les communiqués du CMF	30 %
Matérialité financière	30 %
Pertinence des indicateurs sectoriels	25 %
Quantification, objectifs et données chiffrées	15 %
Total	100 %

Pour chacun de ces axes, une note comprise entre 1 et 5 a été attribuée sur la base des critères prédéfinis sus indiqués, puis pondérée selon le poids relatif de chaque dimension. La note finale correspond ainsi à un score global de maturité exprimé sur 5 et converti en %.

Analyse des résultats de l'évaluation du reporting financier lié à la durabilité au niveau des notes aux états financiers arrêtés au 31/12/2025 :

Le score moyen s'établit autour de 1,9/5 (soit une note de 1,9 sur une échelle de 5), un niveau qui reste en deçà de la moyenne, mais qui est cohérent avec ce que l'on peut attendre d'un premier exercice d'application d'un référentiel nouveau et exigeant.

Aucune note maximale n'a été observée, y compris chez les mieux notées, ce qui est assez naturel s'agissant d'un référentiel dont l'appropriation complète se construit généralement sur plusieurs cycles de reporting plutôt que dès le premier exercice.

Ce score moyen s'explique également largement par l'hétérogénéité de la population étudiée, l'échantillon regroupe à la fois des sociétés cotées et d'autres entités

faisant appel public à l'épargne, dont le niveau de maturité en matière de reporting extra-financier diffère naturellement ; il couvre en outre à la fois des états financiers individuels et consolidés, deux périmètres soumis à des dynamiques de pilotage différentes.

Cette diversité de profils tire mécaniquement la moyenne globale vers le bas et doit être gardée à l'esprit dans la lecture des résultats qui suivent.

Analyse détaillée par axe ou critère d'évaluation:

- Structure, dont la pondération est de 30%: la moyenne obtenue au titre de ce critère est de 3,29/5 (une note de 3,29 sur une échelle de 5) soit un score de 66%.

C'est l'axe le mieux maîtrisé de l'ensemble des sociétés faisant partie de cette analyse. Une part notable des entités atteint une note supérieure ou égale à 4/5, la présentation formelle des quatre piliers attendus (gouvernance, stratégie, risques/opportunités, indicateurs) est déjà largement intégrée par le marché.

Une proportion encore limitée d'entités, n'a pas encore structuré cette information, alors qu'une part importante des sociétés, présentent des notes se situant à un niveau intermédiaire, rubriques présentes mais encore assez formelles, ce qui laisse une marge de progression naturelle pour les prochains exercices.

- **Matérialité financière** dont la pondération est de 30%, il s'agit de l'axe le plus stratégique du référentiel, en lien direct avec le communiqué CMF):

La moyenne obtenue au titre de ce critère est de 1,93/5 (une note de 1,93 sur une échelle de 5) soit un score de 38%.

C'est l'axe le plus exigeant à mettre en œuvre, ce qui explique un niveau encore modeste sur ce premier exercice. La majorité des notes se situent à un niveau qualitatif ou transitoire, en deçà du niveau cible qui doit inclure un lien documenté avec les états financiers ainsi que des horizons et impacts chiffrés. Une minorité d'entités a néanmoins déjà démontré une démarche aboutie, ce qui montre que l'exercice est réalisable et servira de référence pour le reste du marché.

- **Indicateurs** dont la pondération est de 25%: la moyenne obtenue au titre

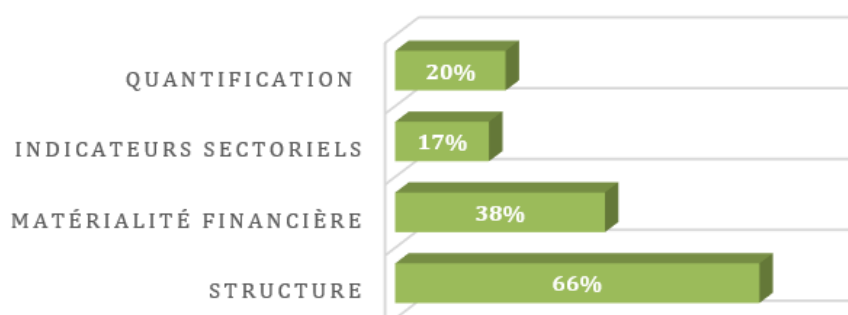
de ce critère est de 0,85/5 (une note de 0,85 sur une échelle de 5) soit un score de 17%.

- C'est l'axe où le chemin de progression est le plus important. La majorité des indicateurs relevés restent aujourd'hui génériques ou encore « à définir » plutôt que réellement adaptés au secteur d'activité. Ce constat est logique pour une première année : la déclinaison d'indicateurs sectoriels pertinents demande un travail de place qui se construit progressivement.

- **Quantification** dont la pondération est de 15%: la moyenne obtenue au titre de ce critère est de 1,00/5 (une note de 1,00 sur une échelle de 5) soit un score de 20%.

La production d'indicateurs reste aujourd'hui largement qualitative ou partielle. Ce résultat doit être fortement relativisé, il s'explique en grande partie par la souplesse accordée par le CMF au titre du premier exercice d'application et par le principe du « comply or explain », qui autorise une divulgation partielle sans imposer d'emblée des données quantitatives complètes. C'est donc avant tout le reflet d'une phase transitoire encadrée, avec une amélioration attendue sur les exercices suivants à mesure que la tolérance transitoire se résorbe.

RÉSUMÉ DES NOTES MOYENNES



En résumé, il appert que la hiérarchie de maturité se dessine clairement : Structure, Matérialité financière, Quantification, Indicateurs sectoriels.

Le marché a globalement bien intégré le schéma formel imposé par le référentiel IFRS S1/S2, l'enjeu des prochains exercices sera d'approfondir le contenu de fond, mieux démontrer la matérialité financière des enjeux de durabilité, affiner le choix d'indicateurs sectoriels pertinents, et enrichir la production de données quantifiées.

Les niveaux plus modestes observés sur la quantification et les indicateurs sectoriels s'inscrivent dans la logique même du dispositif transitoire admis par le CMF. Ils traduisent une phase de mise en place progressive du référentiel de reporting, appelée à se consolider au fil des prochains cycles de reporting.

3. Bilan et enjeux à venir :

La lecture conjointe des deux exercices de reporting ESG des sociétés faisant appel public à l'épargne met en évidence une évolution des pratiques de divulgation en matière de durabilité au sein du marché financier tunisien tant suite aux publications volontaires des rapports extra-financiers que par la prise en considération des exigences du CMF relatives au reporting financier lié à la durabilité inclus au niveau des états financiers.

Le reporting extra-financier volontaire présente des pratiques encore largement hétérogènes, tant au regard des approches retenues et des référentiels utilisés que des niveaux de maturité atteints. Cette disparité des pratiques constitue aujourd'hui l'un des principaux défis du marché.

Elle limite la comparabilité des informations publiées, complique l'évaluation des risques et opportunités liés à la durabilité et réduit l'utilité de l'information pour les investisseurs dans leur processus de prise de décision.

Aussi, l'analyse des rapports ESG publiés

fait ressortir une confusion persistante entre démarche RSE et reporting ESG destiné aux investisseurs. Les informations publiées restent souvent centrées sur les actions et initiatives de l'entreprise, sans établir suffisamment le lien entre les enjeux identifiés, leur matérialité, les risques et opportunités associés et des indicateurs permettant d'en mesurer les effets et les progrès.

Cette situation est renforcée par l'absence ou l'insuffisance d'analyses de matérialité, le choix d'indicateurs parfois déconnectés des enjeux prioritaires, ainsi que par des références à des normes ou référentiels qui ne correspondent pas toujours au contenu effectivement publié.

Par ailleurs, l'analyse des rapports susvisés révèle une tendance au « green narrative », une présentation privilégiant les réalisations et informations positives, sans exposition proportionnée des difficultés rencontrées, des impacts négatifs, des risques ou des objectifs non atteints, cette situation est susceptible de nuire à l'équilibre et à la neutralité de l'information communiquée.

Aussi l'absence de vérification ou d'assurance externe dans la grande majorité des rapports examinés, conjuguée aux différentes insuffisances sus indiquées, ne permet pas de disposer d'une information suffisamment étayée, vérifiable et comparable.

Ces constats soulignent ainsi la nécessité de renforcer la représentation fidèle, l'équilibre et la fiabilité de l'information de durabilité, afin de limiter les risques d'informations susceptible d'induire en erreur sur la performance de durabilité des émetteurs, et de se prémunir ainsi contre le risque de greenwashing.

Cette exigence se trouve par ailleurs renforcée par l'évolution de la réglementation internationale en matière de durabilité, à l'instar des nouvelles dispositions relatives au MACF, dont le respect est appelé à influencer

de plus en plus sur l'accès aux marchés internationaux, la compétitivité et la conduite même des activités des entreprises, et à exposer ces dernières à un risque de transition croissant.

La fiabilité des informations extra-financières publiées constitue dès lors un point de vigilance majeur. Ainsi, pour les investisseurs, l'audit de la véracité des communications ESG revêt désormais une importance comparable à celle du contrôle des états financiers traditionnels.

Dans ce contexte, l'instauration d'un cadre réglementaire commun, définissant un socle minimal d'exigences et de points de vigilance en matière de reporting extra-financier, et soumis à une vérification indépendante, apparaît nécessaire afin d'harmoniser les pratiques, de fiabiliser les informations publiées et de prévenir les risques de divulgation incomplète ou trompeuse.

Pour ce qui est des informations relatives aux facteurs ESG publiées dans les notes aux états financiers, elles traduisent une évolution importante, marquée par l'intégration progressive des enjeux de durabilité dans le champ de l'information financière.

L'analyse des notes de durabilité figurant au niveau des états financiers des sociétés faisant appel public à l'épargne démontre que le marché a globalement bien intégré les axes de présentation prévus par les communiqués du CMF et par le référentiel IFRS S1/S2, notamment à travers la structuration des informations autour des quatre piliers de la gouvernance, de la stratégie, de la gestion des risques ainsi que des indicateurs et objectifs.

Cette appropriation traduit une bonne compréhension du schéma général de présentation et constitue une évolution significative dans l'intégration des enjeux de durabilité au sein de l'information financière.

Elle a également permis d'instaurer une structure de reporting relativement homogène

entre les sociétés, facilitant ainsi la lecture et l'identification des principales informations relatives aux enjeux de durabilité.

Les communiqués du CMF des 25 décembre 2025 et 13 février 2026 ont constitué un tournant décisif en replaçant les exigences de divulgation sur les enjeux ESG au premier ordre des priorités réglementaires pour les sociétés faisant appel public à l'épargne.

Cette évolution a été renforcée par l'intervention des commissaires aux comptes dans l'examen des informations de durabilité intégrées aux états financiers, contribuant ainsi à accroître la crédibilité et la fiabilité de l'information publiée et à favoriser une meilleure intégration des enjeux de durabilité dans l'information financière.

Toutefois, il est à signaler que bien que l'appropriation progressive des exigences des communiqués du CMF et notamment des orientations du référentiel IFRS S1/S2, constitue un signal encourageant de l'évolution de la maturité ESG des sociétés, les prochains exercices devront désormais être consacrés à l'approfondissement du contenu des informations publiées, dans l'objectif d'une information de durabilité davantage étayée, pertinente et fiable.

Ainsi, la qualité et la pertinence de ces divulgations dépendront désormais de la capacité des émetteurs à approfondir l'analyse et la documentation des enjeux de durabilité présentant une matérialité financière, conformément aux principes des normes et standards de reporting de durabilité adoptés à l'échelle internationale.

Le prochain enjeu ne sera donc pas seulement de publier davantage, mais de publier mieux: relier les enjeux de durabilité aux risques et opportunités financiers, documenter les hypothèses retenues, renforcer les dispositifs de contrôle interne, impliquer davantage les organes de gouvernance et permettre aux commissaires aux comptes de contribuer progressivement à la fiabilisation de cette information.

CONSÉCRATION DE L'APPROCHE FONDÉE SUR LES RISQUES EN MATIÈRE DE LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT DE CAPITAUX, LE FINANCEMENT DU TERRORISME ET LA PROLIFÉRATION DES ARMES



Par: Mohamed Amine KAROUIA & Marwa KASSMI

Structure de Lutte contre le Blanchiment d'Argent, le Financement du Terrorisme et de la Prolifération des armes (SLBA-FT-FP)

Actuellement, la démarche axée sur le risque s'impose comme un élément central dans les mécanismes internationaux visant à contrer le blanchiment de capitaux, le financement du terrorisme et la prolifération des armes. Officialisée par la première Recommandation du Groupe d'Action Financière (GAFI), cette approche requiert des États et des institutions financières qu'ils aillent au-delà d'une logique purement formaliste. Elle les engage plutôt à adopter une méthodologie structurée qui repose sur l'identification, l'analyse et la priorisation des risques. Au-delà d'une simple spécification technique, cette approche reflète une conception de la régulation, ancrée dans les principes de proportionnalité, d'efficience et d'une capacité d'adaptation continue face à l'évolution constante des menaces.

Face à un contexte financier globalisé, marqué par une augmentation des mouvements de capitaux transfrontaliers

et par une dynamique d'innovation technologique, une application indifférenciée et inflexible des réglementations se révèle peu pertinente. En cela, l'approche basée sur le risque offre la possibilité d'adapter les dispositifs préventifs aux particularités des vulnérabilités de chaque juridiction, de chaque branche d'activité et de chaque entité concernée, optimisant de facto la répartition des moyens.

La cohérence et l'efficacité de cette méthode reposent sur un ensemble de principes fondamentaux. Elle représente une avancée notable dans la manière d'appréhender la conformité dans le domaine de la lutte contre le blanchiment de capitaux, le financement du terrorisme et la prolifération des armes, en accordant une primauté à l'analyse, à l'anticipation et à l'ajustement continu face aux risques décelés.

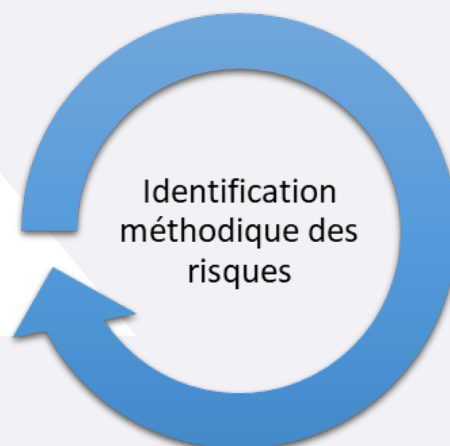


Une approche proportionnée qui consiste à identifier, évaluer, comprendre et atténuer les risques de BC/FT afin d'allouer efficacement les ressources et de renforcer l'efficacité du dispositif de lutte.



L'initiation de toute démarche basée sur le risque requiert une identification systématique des menaces potentielles. Il est impératif que tant les organismes publics que les entités réglementées procèdent à un examen minutieux des éléments susceptibles d'exposer leurs opérations à des activités illicites. Cette identification ne se borne pas à une appréciation générale, elle nécessite une désagrégation précise des risques, fondée sur des paramètres variés, incluant les régions géographiques jugées à risque, les secteurs d'activité intrinsèquement

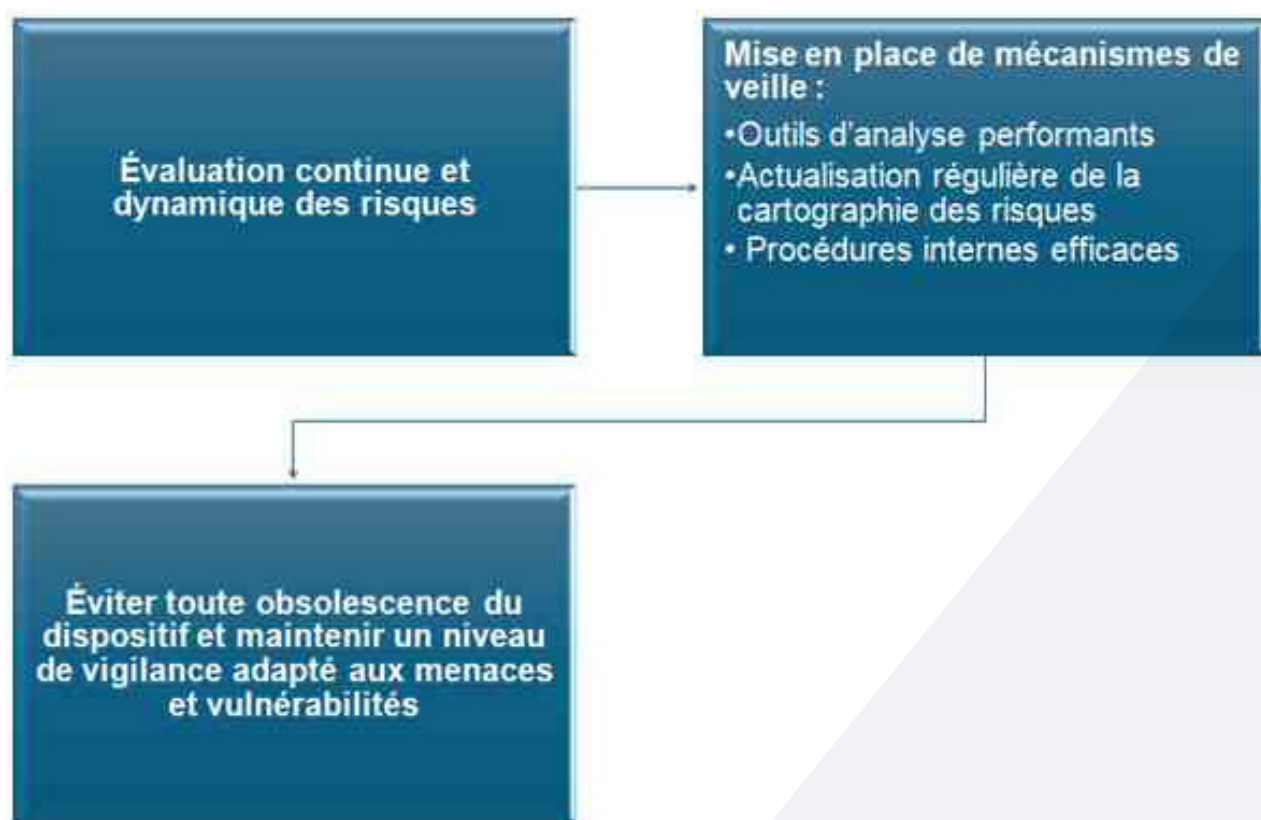
plus vulnérables, les caractéristiques des instruments financiers, le profil de la clientèle, les canaux de distribution, la complexité des structures légales, ou encore l'intégration des technologies émergentes. Ce stade revêt une importance capitale, car il ne se contente pas de révéler l'existence d'un risque, mais en éclaire également l'étiologie, les dynamiques sous-jacentes, les répercussions possibles et l'amplitude. Il forme le socle sur lequel est édifié l'intégralité du cadre préventif.



- Secteurs d'activités
- Natures des produits financiers
- Typologie de la clientèle
- Zones géographiques
- Modes de distribution
- Recours aux nouvelles technologies
- Complexité des montages juridiques

Le deuxième pilier fondamental concerne l'évaluation continue et évolutive des risques. En effet, une méthodologie axée sur le risque ne peut être statique, car les menaces se transforment perpétuellement, influencées par la globalisation des mouvements financiers, les avancées technologiques et la capacité d'adaptation des structures criminelles. Il est par conséquent indispensable de procéder à des révisions régulières des évaluations de risque, dans le but d'intégrer les orientations

nouvelles, les schémas émergents et les modifications survenant dans le paysage économique ou réglementaire. Ce caractère dynamique exige l'instauration de systèmes de surveillance proactive, d'instruments d'analyse sophistiqués et de protocoles internes permettant une mise à jour fréquente de la cartographie des risques. L'intention sous-jacente est de prémunir le dispositif contre toute forme d'obsolescence et d'assurer une intensité de vigilance appropriée aux conjonctures actuelles.



Le troisième principe fondamental de l'approche par les risques réside dans la proportionnalité des mesures de vigilance et de contrôle mises en œuvre. Il convient que les exigences en matière de vigilance, de contrôle interne et de supervision soient ajustées au degré de risque préalablement identifié.

Par conséquent, en présence d'un risque élevé, des dispositions de vigilance renforcée deviennent nécessaires, se traduisant par des vérifications d'identité approfondies, une analyse minutieuse de la provenance des capitaux, un suivi intensifié des transactions, l'exigence de

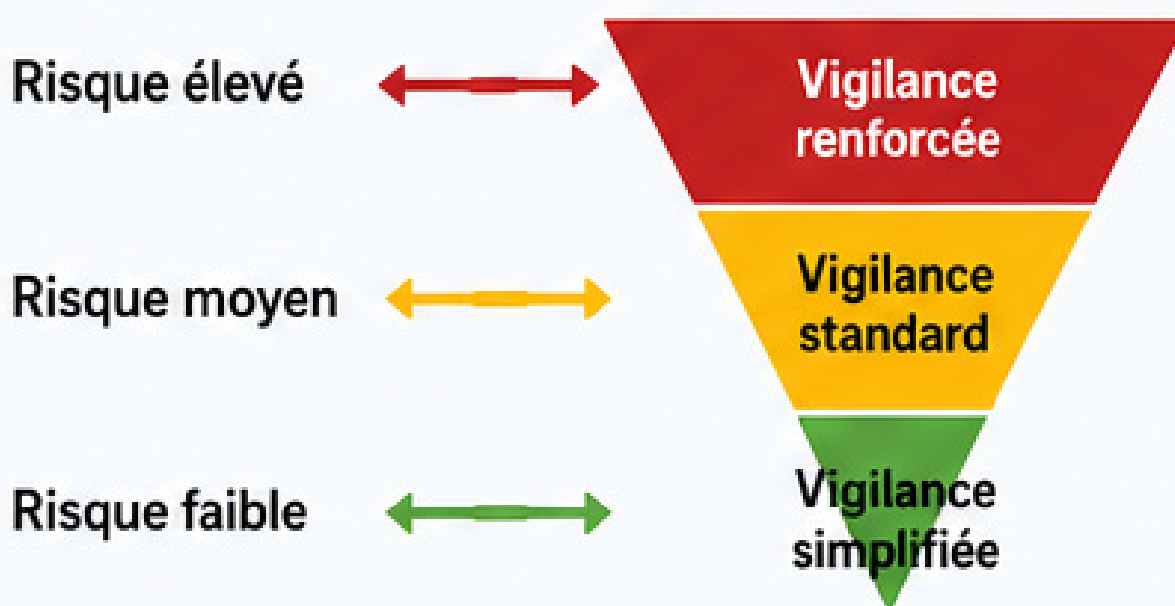
pièces justificatives additionnelles et une approbation hiérarchique des relations d'affaires jugées délicates.

Réciproquement, si le risque est évalué comme objectivement faible, l'adoption de procédures simplifiées est envisageable. Celles-ci permettent de maintenir l'efficacité opérationnelle tout en évitant un surcroît de charge administrative et une déperdition de temps significatifs, sans pour autant altérer la robustesse du cadre préventif. Cette souplesse et cette distinction ne doivent en aucune manière être interprétées comme une fragilisation du système de contrôle. Bien au contraire, elles en accroissent

l'efficacité en redirigeant les moyens humains, techniques et financiers vers les zones effectivement les plus vulnérables. Cette approche contribue aussi à l'instauration d'une culture interne optimisée

de gestion des risques, en imputant aux dirigeants et aux équipes de conformité la responsabilité de l'évaluation constante des fragilités spécifiques à leur organisation.

NIVEAUX DE RISQUE



Le quatrième principe fondamental concerne l'affectation efficace des ressources. La méthodologie axée sur le risque aspire, en effet, à une exploitation judicieuse des moyens disponibles. Les autorités de supervision, tout comme les institutions financières, opèrent avec des capacités humaines et techniques finies. Il est par conséquent primordial de canaliser ces ressources en priorité vers les secteurs ou les transactions qui

présentent les risques les plus substantiels. Cette hiérarchisation des interventions accroît l'efficacité globale du dispositif de contrôle. Elle rend possible le renforcement des contrôles ciblés, l'intensification des investigations sur les compartiments à risques et l'optimisation des instruments de repérage des transactions douteuses. En d'autres termes, l'administration stratégique des ressources se mue en un facteur déterminant de l'efficacité réglementaire.

Moyens humains et techniques

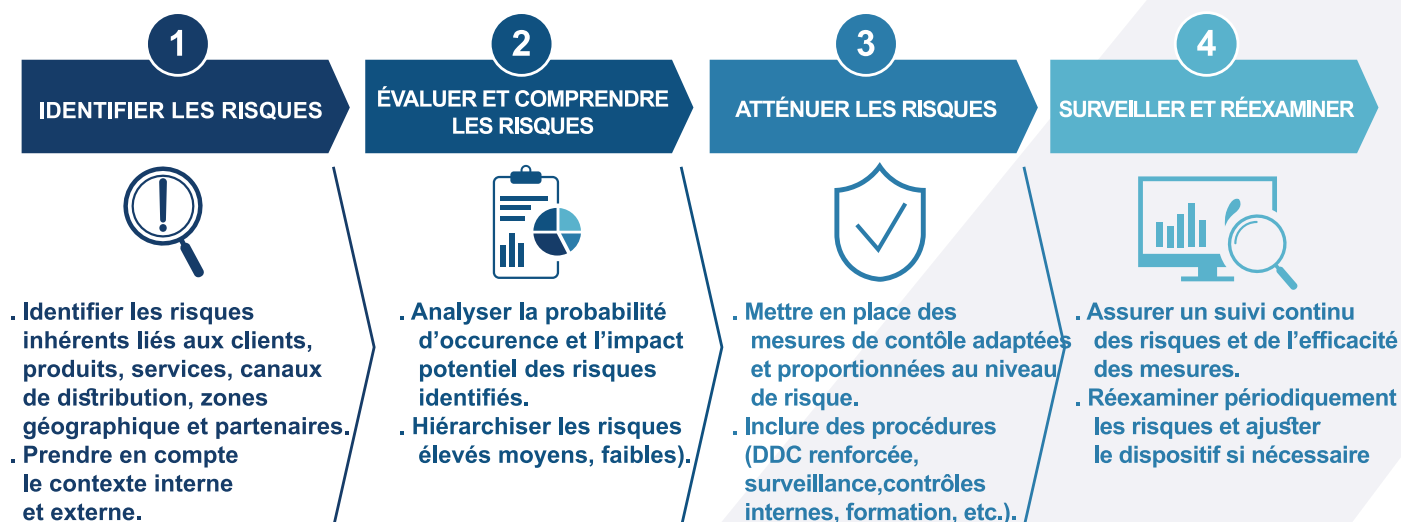


Le dernier principe fondamental réside dans l'instauration d'une culture approfondie de la conformité. De fait, l'approche fondée sur le risque stimule une collaboration renforcée entre les autorités nationales, les institutions financières et les autres catégories professionnelles assujetties. Elle implique un partage d'informations pertinent et organisé, de même qu'une appréhension commune des menaces. Cette composante collaborative s'avère cruciale pour anticiper les risques systémiques et pour ajuster les méthodologies de supervision. Au-delà des dispositifs purement techniques, la réussite de l'approche par les risques dépend intrinsèquement d'une évolution culturelle. Il est attendu des autorités de contrôle et des entités assujetties qu'elles adoptent une posture proactive, privilégiant l'anticipation plutôt que la seule réponse aux événements survenus. Une telle culture requiert l'engagement des

instances de gouvernance, la formation continue des collaborateurs, l'attribution de responsabilités claires aux fonctions de conformité et l'intégration de la gestion des risques au sein de la stratégie institutionnelle globale. Elle sous-entend également une circulation aisée de l'information en interne et une collaboration approfondie avec les autorités compétentes.

En conséquence, la démarche fondée sur le risque transcende la simple technique réglementaire pour s'établir comme un cadre méthodologique exhaustif, articulant l'analyse, l'ajustement et la responsabilisation. Par l'organisation de l'action autour de ces principes fondamentaux, elle rend possible l'établissement d'un système de prévention plus adéquat, plus adaptable et plus performant face à la complexité des enjeux liés à la criminalité financière actuelle.

LES 4 ÉTAPES CLÉS



En Tunisie, l'intégration de cette méthodologie au sein de l'ordonnancement juridique national a été concrétisée par la promulgation de la loi organique n° 2015-26 du 7 août 2015, relative à la lutte contre le terrorisme et à la prévention du blanchiment d'argent, telle qu'modifiée et complétée par la loi organique n° 2019-9 du 23 janvier 2019. Ces législations stipulent expressément l'impératif pour les entités assujetties de déterminer, d'évaluer et d'appréhender les risques auxquels elles sont confrontées, et

d'ajuster en conséquence leurs dispositifs de vigilance et de contrôle interne. La perspective axée sur le risque s'y traduit par la nécessité d'établir des politiques et procédures internes adéquates, de réaliser une cartographie des risques et d'assurer un suivi ininterrompu des relations commerciales. Cette orientation s'inscrit dans le prolongement des engagements internationaux de la Tunisie et de son implication dans les processus d'évaluation mutuelle.



S'agissant du marché financier tunisien, l'implémentation de l'approche fondée sur le risque est conduite par le Conseil du Marché Financier, en sa qualité d'autorité de régulation et de supervision. Le CMF a, en effet, procédé récemment à une actualisation de son cadre normatif en vue de renforcer les dispositifs de prévention du blanchiment d'argent, du financement du terrorisme et de la prolifération des armes. La réglementation publiée au Journal Officiel de la République Tunisienne le 23 janvier 2026 officialise expressément l'approche basée sur les risques en tant que paradigme de référence pour l'ensemble des mesures préventives qui s'appliquent aux entités relevant de la surveillance du CMF. Cela inclut, entre autres, les intermédiaires en bourse, les sociétés de gestion de portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers et les sociétés prestataires en Crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières.

En vertu de ce cadre, les entités visées ont l'obligation d'établir et d'actualiser de manière récurrente une cartographie exhaustive des risques auxquels elles se trouvent exposées. Cette cartographie doit englober les éléments afférents à la clientèle, aux produits financiers offerts, aux zones géographiques pertinentes et aux voies

de distribution employées. Il leur incombe également de nommer un responsable de la conformité, ainsi qu'un correspondant auprès de la Commission Tunisienne des Analyses Financières (CTAF) et son suppléant. De plus, un point de contact, accompagné de son suppléant, doit être établi avec la Commission Nationale de Lutte Contre le Terrorisme (CNLCT). Cette disposition vise à consolider la clarté des responsabilités et à stimuler une meilleure harmonisation entre les institutions.

En outre, il est requis des entités qu'elles instituent des dispositifs internes performants, englobant des protocoles formalisés, des mécanismes de contrôle continu, des cursus de formation pour le personnel et des systèmes d'alerte appropriés. Les diligences doivent être ajustées en fonction de l'évaluation du risque, ce qui implique l'application de mesures de vigilance accrues pour les situations jugées délicates et, à l'inverse, l'adoption de mesures de vigilance simplifiée lorsque le risque est considéré comme faible et légitimement étayé. Cette armature législative et réglementaire exprime une volonté manifeste de renforcer l'intégrité, la transparence et la robustesse du marché financier tunisien face aux menaces d'ordre national et transnational.

Au-delà de la sphère financière, la méthode axée sur le risque présente une pertinence trans-sectorielle étendue. Elle trouve application au sein des professions non financières désignées, des associations, des entités commerciales internationales, et même dans l'élaboration des politiques publiques relatives à la sécurité économique. Son adoption participe au renforcement de

la résilience globale de l'économie face aux mouvements financiers illégaux et aux risques émergents.

L'harmonisation de la rigueur normative et de la souplesse opérationnelle permet de maintenir la stabilité du système financier tout en favorisant l'intégration économique et l'attrait des capitaux.

PRINCIPES CLÉS



Proportionnalité

Adapter les mesures au niveau de risque.



Efficacité

Concentrer les ressources sur les risques les plus élevés.



Dynamisme

Intégrer l'évolution des risques, des produits et de l'environnement.



Responsabilité

Impliquer l'ensemble des acteurs et promouvoir une culture du risque.



OBJECTIF

Réduire la vulnérabilité aux risques de BC/FT et contribuer à l'intégrité du système financier ainsi qu'à la sécurité nationale et internationale.



En définitive, la démarche fondée sur le risque ne se limite pas à être une simple prescription de conformité internationale émise par le Groupe d'Action Financière. Elle se profile comme un instrument stratégique de gouvernance contemporaine, indispensable à l'établissement d'un

développement financier national crédible et pérenne. Elle représente également un élément fondamental pour l'édification d'un système financier caractérisé par une plus grande résilience, une transparence accrue et une intégration durable au sein de l'économie globale.

LA MISE EN ŒUVRE DES EXIGENCES LBA-FT-FP PAR LES ASSUJETTIES AU CONTRÔLE DU CMF

Par: Marwa KASSMI & Mohamed Amine KAROUIA

Structure de Lutte contre le Blanchiment d'Argent, le Financement du Terrorisme et de la Prolifération des armes (SLBA-FT-FP)

Dans un contexte international marqué par l'intensification des flux financiers transfrontaliers et la sophistication croissante des mécanismes de criminalité financière, la lutte contre le blanchiment d'argent, le financement du terrorisme et la prolifération des armes constitue aujourd'hui un axe stratégique majeur pour la stabilité des systèmes financiers. En Tunisie, les intermédiaires en bourse, les sociétés

de gestion des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers, et les sociétés prestataires en Crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières, en tant qu'acteurs centraux du marché financier, sont soumis à un ensemble d'obligations juridiques et réglementaires strictes visant à prévenir l'infiltration de capitaux illicites dans les circuits officiels.

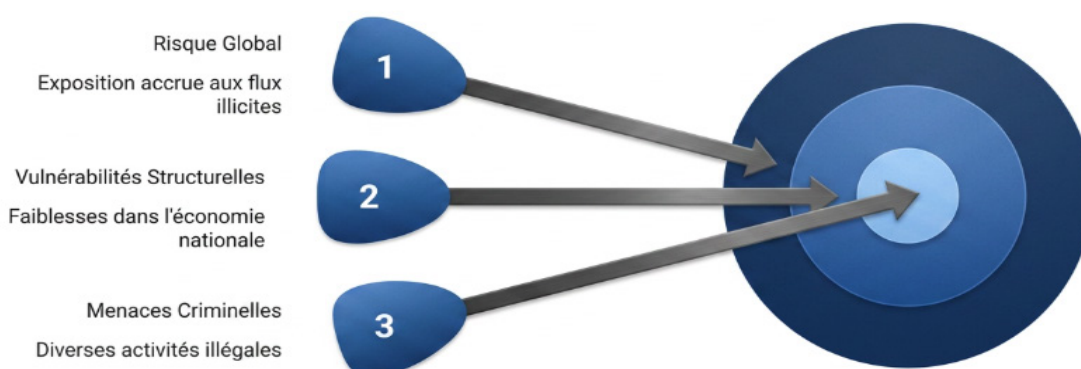


Les obligations imposées aux intermédiaires en bourse, les sociétés de gestion des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers, et les sociétés prestataires en Crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières en Tunisie ne constituent pas de simples contraintes formelles, mais un véritable pilier de gouvernance et de gestion des risques.

Elles traduisent la volonté du législateur et du régulateur de doter le marché financier d'un cadre robuste, aligné sur les standards internationaux, et capable de faire face à des menaces complexes que représentent le blanchiment d'argent, le financement du terrorisme et la prolifération des armes.

Par leur mise en œuvre rigoureuse et effective, ces obligations participent directement à la consolidation de l'état de droit financier et à la préservation de la réputation et de la compétitivité du marché tunisien.

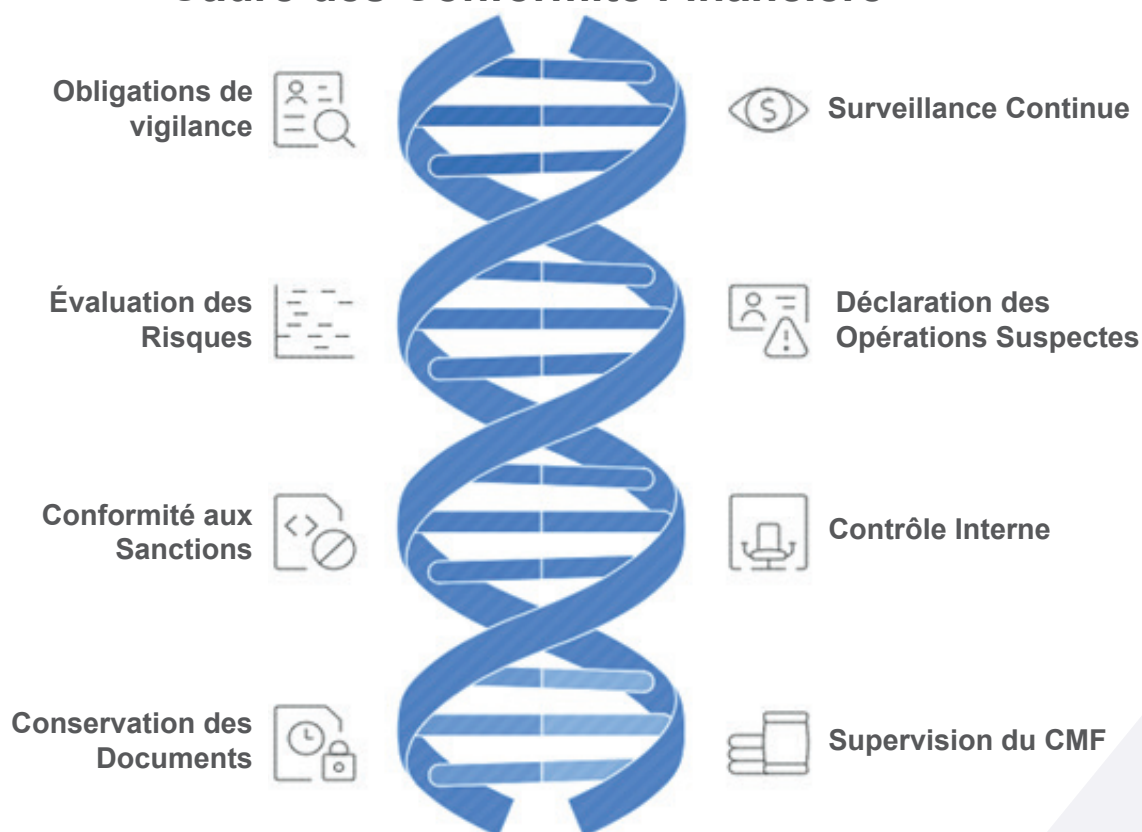
Contexte du Blanchiment d'Argent et du Financement du Terrorisme en Tunisie



Ces obligations trouvent leur fondement principal dans la loi organique n°2015-26 du 7 août 2015 relative à la lutte contre le terrorisme et la répression du blanchiment d'argent, telle que modifiée et complétée notamment par la loi organique n°2019-9 du 23 janvier 2019. À ce socle législatif

s'ajoutent les textes réglementaires émanant du Conseil du Marché Financier, autorité de régulation et de supervision du marché financier tunisien, qui précisent les modalités pratiques de mise en œuvre des obligations de vigilance, de contrôle interne et de déclaration.

Cadre des Conformité Financière



Les intermédiaires en bourse, les sociétés de gestion des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers, et les sociétés prestataires en Crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières figurent parmi les personnes assujetties au dispositif national de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme et la prolifération des armes. À ce titre, ils sont tenus d'appliquer une obligation de vigilance à l'égard de leur clientèle, laquelle commence avant même l'entrée en relation d'affaires effective. Cette vigilance implique l'identification formelle du client, lorsqu'il s'agit d'une personne physique, sur la base de documents officiels probants et à jour, ainsi que la vérification de son identité. Lorsque le client agit pour le compte d'autrui ou lorsqu'il s'agit d'une personne morale ou d'une structure juridique complexe, ils doivent identifier le bénéficiaire effectif et comprendre la structure de propriété et de contrôle. Cette exigence basée sur une approche multidimensionnelle est essentielle afin d'éviter le recours à des sociétés écrans, à des montages juridiques opaques ou à des prête-noms susceptibles

de masquer l'origine illicite des fonds investis sur le marché financier.

L'obligation de vigilance ne se limite pas à l'identification initiale. Elle s'inscrit dans une logique continue et dynamique. En effet, les intermédiaires en bourse, les sociétés de gestion des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers, et les sociétés prestataires en Crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières doivent exercer une surveillance permanente des opérations réalisées par leurs clients afin de s'assurer de leur cohérence avec le profil économique et financier déclaré. Toute opération inhabituelle par son montant, sa fréquence, sa complexité ou son absence de justification économique apparente doit faire l'objet d'un examen approfondi. Cette approche s'inscrit dans le cadre de l'approche fondée sur les risques consacrée par les standards internationaux du Groupe d'Action Financière (GAFI) et intégrée dans la loi tunisienne.

Les intermédiaires en bourse, les sociétés de gestion des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte

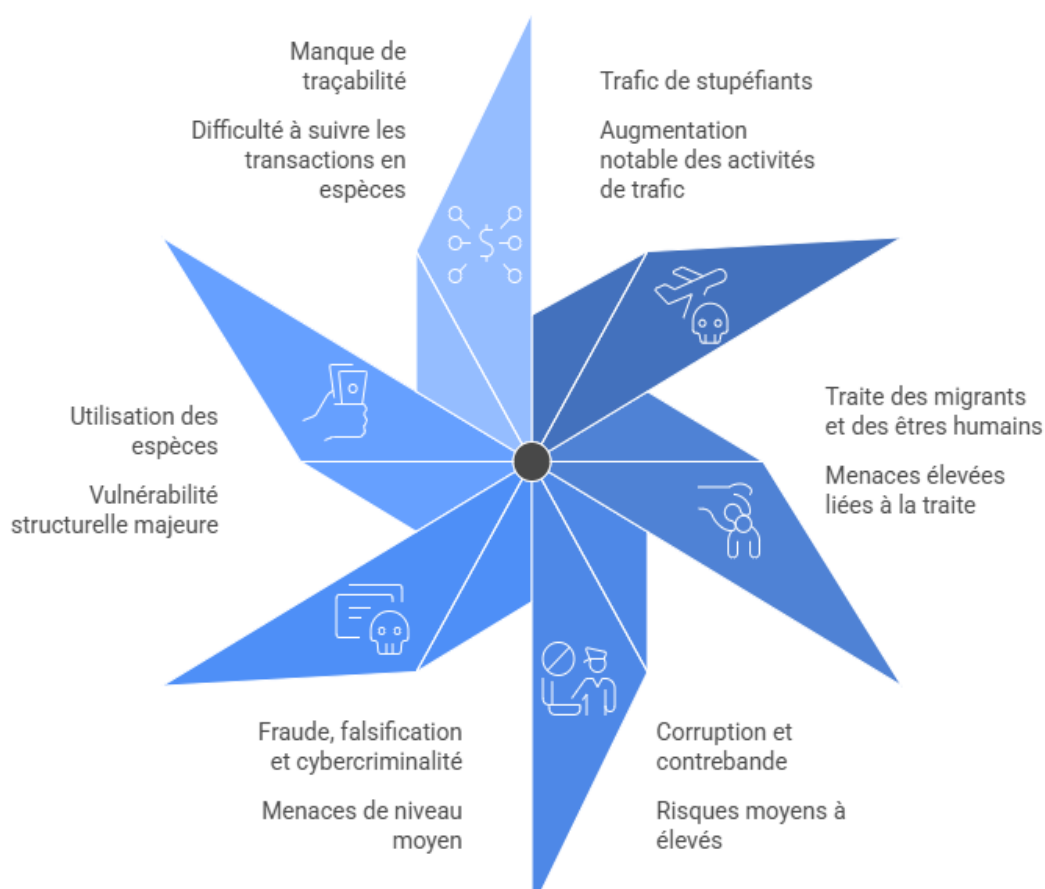
de tiers, et les sociétés prestataires en Crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières sont ainsi tenus d'élaborer une cartographie des risques prenant en considération la nature de leur activité, les catégories de clientèle, les produits et services proposés, ainsi que les zones géographiques concernées. Sur la base de cette évaluation, ils doivent adapter l'intensité de leurs mesures de vigilance, en appliquant des mesures renforcées lorsque le risque est élevé, notamment en présence de personnes politiquement exposées, de clients non-résidents ou de transactions impliquant des pays à haut risque. Ils peuvent aussi appliquer des mesures de diligence allégées lorsque le risque évalué est faible.

Par ailleurs, les intermédiaires en bourse, les sociétés de gestion des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers, et les sociétés prestataires en Crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières sont soumis à l'obligation

de déclaration des opérations suspectes auprès de la Commission Tunisienne des Analyses Financières (CTAF). Lorsqu'ils soupçonnent ou n'arrivent pas à dissiper des soupçons que des fonds sont le produit d'une infraction ou sont liés au financement du terrorisme ou à la prolifération des armes, ils doivent faire sans délai une déclaration de soupçon à travers l'application goAML, indépendamment du fait que l'opération ait été exécutée ou non. Cette obligation revêt un caractère impératif et confidentiel, et les déclarants bénéficient d'une protection légale contre toute poursuite pour violation du secret professionnel dès lors que la déclaration est effectuée de bonne foi. Le manquement à cette obligation expose l'établissement et ses dirigeants à des sanctions disciplinaires, administratives et pénales prévues par la législation en vigueur.

De plus, la prévention efficace de l'exploitation du système financier à des fins illicites requiert l'intégration de

Menaces de blanchiment d'argent en Tunisie



dispositifs adaptés aux listes de sanctions internationales et nationales. Ces dispositifs servent à empêcher toute interaction avec des personnes ou organisations dont le lien avec des crimes terroristes est établi par les organismes internationaux compétents ou par la commission nationale de lutte contre le terrorisme et/ou des personnes ou entités faisant l'objet de sanctions financières ciblées relatives à la prévention, la répression et l'interruption de la prolifération des armes de destruction massive et de son financement tel que arrêtée par les organismes internationaux compétents et par l'autorité nationale compétente. Leur actualisation régulière doit être intégrée à la gestion quotidienne, car ces listes évoluent rapidement en fonction des décisions géopolitiques et des évaluations internationales.

Les intermédiaires en bourse, les sociétés de gestion des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers, et les sociétés prestataires en Crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières ont l'obligation, le cas échéant, de gel de tous les fonds ou autres biens que possède ou contrôle cette personne et/ou organisation et/ou entité conformément à la réglementation en vigueur.

Le dispositif impose également des exigences organisationnelles internes substantielles. En effet, chacune des dites sociétés doit mettre en place un système

de contrôle interne adapté, comprenant des politiques et procédures écrites en matière de lutte contre le blanchiment d'argent, le financement du terrorisme et la prolifération des armes. Elle doit désigner un responsable chargé de la conformité, doté de l'indépendance et des moyens nécessaires pour assurer le suivi et la mise en œuvre effective des obligations légales. Ce responsable agit comme point de contact avec les autorités de supervision et veille à la formation continue du personnel puisque la sensibilisation et la formation régulière des employés constituent une composante essentielle du dispositif du fait que la détection précoce des opérations suspectes repose en grande partie sur la vigilance des collaborateurs en contact direct avec la clientèle.

Les intermédiaires en bourse, les sociétés de gestion des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers, et les sociétés prestataires en Crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières sont également tenus de conserver pendant la durée légale l'ensemble des documents et informations relatifs à l'identification des clients et aux opérations réalisées, afin de permettre aux autorités compétentes de reconstituer les transactions en cas d'enquête. Cette obligation de conservation participe à la traçabilité des flux financiers et renforce l'efficacité des investigations judiciaires.



INTÉGRATION DES LISTES DE SANCTIONS

Les dispositifs de filtrage des listes de sanctions internationales et nationales permettant d'empêcher toute relation d'affaires avec des personnages, organisations ou entités :



Liées à crimes terroristes établis par les organismes internationaux compétents ou par la commission nationale de lutte contre le terrorisme



Ou faisant l'objet de sanctions financières ciblées relatives à la prévention, la répression et l'interruption de la prolifération des armes de destruction massive et son financement, tel que arrêté par les organismes internationaux compétents et par l'autorité nationale compétente.



Ces listes évoluent rapidement en fonction des décisions géopolitiques et des évolutions internationales. Leur actualisation régulière doit être intégrée à la gestion quotidienne.



OBLIGATION DE GEL DES FONDS ET AUTRES BIENS

Les intermédiaires en bourse, les sociétés de gestion des portefeuilles de valeurs mobilières pour compte de tiers et les sociétés prestataires en Crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières ont l'obligation, le cas échéant, de :



**GELER SANS DÉLAI
TOUS LES FONDS OU
AUTRES BIENS QUE
POSSÈDE OU CONTRÔLE
CETTE PERSONNE
ET/OU ORGANISATION
ET/OU ENTITÉ**

conformément à la réglementation en vigueur.

Le Conseil du Marché Financier exerce un pouvoir de contrôle sur pièces et sur place afin de vérifier le respect de ces obligations. Il peut prononcer des sanctions

disciplinaires, allant de l'avertissement au retrait d'agrément, sans préjudice des poursuites pénales susceptibles d'être engagées.



L'importance de ces obligations pour le marché financier tunisien est considérable. Elles contribuent à préserver l'intégrité et la crédibilité de la place financière nationale en empêchant son utilisation à des fins criminelles. Un marché perçu comme vulnérable aux flux illicites perd la confiance des investisseurs et s'expose à des répercussions internationales, notamment dans le cadre des évaluations menées par

les instances régionales et internationales spécialisées en matière de lutte contre le blanchiment, le financement du terrorisme et la prolifération des armes. En renforçant leur conformité aux exigences légales et réglementaires, les sociétés assujetties au contrôle du CMF participent activement à la consolidation de la transparence, à la protection des investisseurs et à la stabilité du système financier dans son ensemble.

 POLITIQUE ET PROCÉDURES ÉCRITES élaboration de politiques et procédures en matière de lutte contre le blanchiment d'argent, le financement du terrorisme et la prolifération des armes	 RESPONSABLE DE LA CONFORMITÉ désignation d'un responsable chargé de la conformité, doté de l'indépendance et des moyens nécessaires pour assurer le suivi et la mise en oeuvre effective des obligations légales. Il agit comme point de contact avec les autorités de supervision	 FORMATION ET SENSIBILISATION Formation continue du personnel et sensibilisation régulière des employés. la vigilance des collaborateurs en contact direct avec la clientèle est essentielle pour la détection précoce des opérations suspectes.	 CONSERVATION DES DOCUMENTS ET INFORMATIONS Conservation pendant la durée légale de l'ensemble des documents et informations relatifs à l'identification des clients et aux opérations réalisées? afin de permettre aux autorités compétentes de reconstituer les transactions en cas d'enquêtes.	 CONTRÔLE INTERNE Mise en place d'un système de contrôle interne adapté permettant, surveiller et gérer efficacement les risques de blanchiment d'argent, de financement du terrorisme et de prolifération des armes.
---	---	--	---	---

Ainsi, les obligations imposées aux intermédiaires en bourse, les sociétés de gestion des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de tiers, et les sociétés prestataires en Crowdfunding en investissement dans des valeurs mobilières en Tunisie ne constituent pas de simples contraintes formelles, mais un véritable pilier de gouvernance et de gestion des risques. Elles traduisent la volonté du législateur et du régulateur de doter le marché financier

d'un cadre robuste, aligné sur les standards internationaux, et capable de faire face aux menaces complexes que représentent le blanchiment d'argent, le financement du terrorisme et la prolifération des armes. Par leur mise en oeuvre rigoureuse et effective, ces obligations participent directement à la consolidation de l'État de droit financier et à la préservation de la réputation et de la compétitivité du marché tunisien.

III- ACTUALITÉS DU CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER



Le premier semestre 2026 a été marqué par une activité institutionnelle soutenue du Conseil du Marché Financier, traduisant son engagement continu en faveur du développement et de la modernisation du marché financier tunisien. À travers l'organisation de manifestations spécialisées, le renforcement de la coopération avec ses partenaires nationaux et internationaux et sa participation aux principaux forums de régulation, le CMF a poursuivi ses actions visant à promouvoir la transparence, la bonne gouvernance, la durabilité et l'alignement du marché financier tunisien sur les meilleures pratiques internationales.

La présente section retrace les principaux événements ayant marqué cette activité institutionnelle, en mettant en lumière les rencontres organisées par le CMF au profit des acteurs du marché, ainsi que sa participation aux instances de coopération internationale et aux partenariats menés avec les autorités de régulation étrangères. Ces initiatives illustrent la volonté du CMF d'accompagner les transformations du secteur financier et de renforcer son positionnement au sein des réseaux régionaux et internationaux.

1

LES ÉVÈNEMENTS ORGANISÉS PAR LE CMF

I - COLLOQUE SUR LES OBLIGATIONS DE DIVULGATION ESG ET LES EXIGENCES DU MÉCANISME D'AJUSTEMENT CARBONE AUX FRONTIÈRES

Le Conseil du Marché Financier a organisé, le 22 janvier 2026, en collaboration avec l'Ordre des Experts Comptables de Tunisie (OECT), un colloque intitulé « Les obligations de divulgation relatives aux facteurs de durabilité (ESG) et aux exigences du mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF) ».

Cette manifestation, dont l'ouverture a été assurée par les présidents du CMF et de l'OECT, s'inscrit dans le cadre de la mise en œuvre du plan stratégique du CMF en matière de durabilité et de finance verte. Elle a pour objectif d'accompagner les sociétés faisant appel public à l'épargne, ainsi que l'ensemble

des intervenants du marché financier, dans l'appréhension et l'anticipation des nouvelles exigences de transparence liées aux facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance, ainsi qu'aux mécanismes internationaux de tarification du carbone.

Les travaux ont notamment porté sur la présentation des orientations stratégiques du CMF en matière de durabilité et de finance verte, ainsi que sur le contenu du communiqué relatif aux obligations de divulgation ESG et MACF devant être intégrées dans les états financiers des sociétés faisant appel public à l'épargne au titre de l'exercice 2025.



Le colloque a également été marqué par une intervention consacrée aux enjeux du changement climatique et de la durabilité, ainsi que par un panel de discussion réunissant des représentants des structures nationales concernées par la transition énergétique et les programmes de décarbonation notamment les représentants des ministères des finances et de l'environnement (CITET). Les échanges ont porté en particulier sur les dispositifs mis en place, les incitations prévues et les attentes du régulateur en matière de divulgation.

Les travaux se sont achevés par un débat ouvert avec les représentants des sociétés faisant appel public à l'épargne, leurs commissaires aux comptes et les différentes parties prenantes, permettant d'aborder les aspects pratiques liés à la mise en œuvre des nouvelles obligations de transparence.

À travers l'organisation de ce colloque, le CMF réaffirme son engagement en faveur du renforcement de la transparence du marché, de l'intégration progressive des enjeux de durabilité dans la régulation financière et de l'accompagnement des acteurs du marché dans l'alignement sur les standards internationaux en matière d'information extra-financière.





II - SOIRÉE-DÉBAT SUR LA LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT D'ARGENT ET LE FINANCEMENT DU TERRORISME

Fidèle à son engagement pour l'intégrité du marché financier tunisien et la promotion des standards internationaux en matière de lutte contre le blanchiment d'argent, le financement du terrorisme et la prolifération des armes, le Conseil du Marché Financier a tenu, le 12 mars 2016, une soirée-débat dédiée à la présentation du nouveau règlement du CMF en la matière. L'événement a réuni des professionnels, des experts ainsi que des représentants des institutions et structures nationales

la prévention du blanchiment d'argent, telle que modifiée et complétée, ainsi qu'avec les standards internationaux et les recommandations du Groupe d'action financière pour le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord (MENAFATF).

Cette rencontre a constitué l'occasion de présenter les principales innovations introduites par le nouveau règlement du CMF, notamment l'adoption de l'approche fondée sur les risques comme référence centrale pour la mise en œuvre des mesures



concernées.

Cette initiative s'inscrit dans le cadre de la mise à jour du dispositif réglementaire encadrant la lutte contre le blanchiment d'argent, le financement du terrorisme et la prolifération, en conformité avec la législation nationale en vigueur, notamment la loi organique n° 26-2015 du 7 août 2015 relative à la lutte contre le terrorisme et à

préventives et de contrôle, ainsi que le renforcement des exigences en matière de gouvernance interne et de gestion des risques au sein des institutions soumises à la supervision du CMF.

La soirée a également permis d'ouvrir un espace d'échange entre les différents acteurs du marché financier sur les enjeux

opérationnels liés à la mise en œuvre de ces exigences réglementaires et sur les moyens de renforcer l'efficacité du dispositif préventif dans le secteur.

À cette occasion, le CMF a réaffirmé le rôle central qu'il assume pour veiller au respect, par les institutions placées sous sa supervision, des obligations légales et réglementaires relatives à la lutte contre le blanchiment d'argent, le financement du terrorisme et la prolifération, dans le cadre de l'effort national visant à consolider la prévention de ces crimes, notamment au regard des exigences liées au processus

d'évaluation mutuelle auquel a été récemment soumis le dispositif national en la matière.

Le CMF réitère à cet égard son engagement à poursuivre ses efforts pour améliorer le cadre réglementaire et accompagner les professionnels du marché, afin de soutenir l'intégrité et la transparence du marché financier tunisien et de renforcer la confiance des investisseurs.



2

COOPÉRATION RÉGIONALE ET INTERNATIONALE

I - PARTICIPATION DU CMF AU SÉMINAIRE INTERNATIONAL DE L'AMF FRANCE

À l'occasion du Séminaire international 2026 de l'Autorité des marchés financiers (AMF – France), neuf cadres du Conseil du Marché Financier ont pris part, aux côtés de plusieurs responsables d'autorités de régulation, de représentants d'organisations internationales et d'acteurs des marchés financiers, à une rencontre en ligne tenue du 16 au 26 mars 2026. Les échanges ont porté sur les principales transformations qui redessinent l'environnement financier mondial et sur les réponses réglementaires qu'elles appellent.

Les travaux du séminaire ont mis en évidence les profondes mutations que

Face à ces évolutions, les participants ont souligné la nécessité de renforcer la coopération internationale entre autorités de régulation afin de favoriser l'innovation et le développement des marchés tout en préservant la stabilité financière, l'intégrité des marchés et la protection des investisseurs.

Les échanges ont également porté sur le phénomène de retour significatif des investisseurs particuliers sur les marchés financiers, dans un contexte où les plateformes numériques et les réseaux sociaux exercent une influence croissante sur les décisions d'investissement. Cette évolution a conduit



connaît l'écosystème financier, marquées notamment par l'essor des innovations technologiques, l'émergence de nouveaux acteurs et produits financiers, l'évolution des comportements d'investissement sous l'effet de la digitalisation, ainsi que par l'intensification des risques liés aux cybermenaces et aux fraudes en ligne.

les intervenants à réaffirmer l'importance de l'éducation financière, de la transparence de l'information et du renforcement des dispositifs de protection des épargnants.

Une attention particulière a été accordée à l'intégration croissante de l'intelligence artificielle dans les activités des établissements financiers et des

autorités de supervision. Les discussions ont mis en lumière les perspectives offertes par ces technologies en matière d'efficacité opérationnelle et de supervision, tout en soulignant les défis qu'elles soulèvent en matière de gouvernance, de gestion des données, de cybersécurité et de maîtrise des risques. Les participants ont également évoqué les transformations susceptibles d'être induites, à moyen terme, par le développement de l'informatique quantique et de la tokenisation des actifs financiers.

Les enjeux de stabilité financière ont constitué un autre axe majeur des débats. Les interventions ont insisté sur la nécessité d'améliorer l'analyse des interconnexions entre les banques et les institutions

financières non bancaires (NBF), ainsi que de renforcer les dispositifs de tests de résistance afin d'évaluer la résilience du système financier face à différents scénarios de crise.

Enfin, le séminaire a permis d'aborder plusieurs initiatives structurantes visant à renforcer l'efficacité et l'attractivité des marchés financiers européens, notamment la stratégie de l'Union de l'épargne et de l'investissement ainsi que les travaux engagés en vue du passage au cycle de règlement-livraison des transactions en T+1, présenté comme un levier d'amélioration de l'efficacité des infrastructures de marché et de réduction des risques opérationnels.

II - ORGANISATION DE LA 20ÈME RÉUNION ANNUELLE DE L'UNION DES AUTORITÉS ARABES DES VALEURS MOBILIÈRES

Dans une dynamique de consolidation de la coopération régionale et de renforcement de la coordination entre les autorités de régulation arabes, le Conseil du Marché Financier a accueilli, le 22 avril 2026, les travaux de la 20ème réunion annuelle de l'Union des autorités arabes des marchés financiers. Organisée à distance, cette rencontre a réuni les présidents et

représentants de seize autorités membres (Tunisie, Algérie, Maroc, Égypte, Liban, Qatar, Jordanie, Arabie Saoudite, Sultanat d'Oman, Koweït, Palestine, Libye, Syrie, Irak, Émirats arabes unis et Dubai International Financial Centre).

La réunion annuelle a constitué un espace institutionnel privilégié d'échange



d'expériences et de bonnes pratiques, ainsi que de réflexion sur les moyens de renforcer les mécanismes de supervision et de régulation, tout en promouvant les principes de transparence, d'efficacité et de gouvernance au sein des marchés financiers arabes. Elle a été marquée par l'accession de la Tunisie à la présidence de l'Union, en la personne de Monsieur Hatem Smiri, Président du Collège du CMF, consacrant ainsi la confiance accordée à la place financière tunisienne et confirmant son positionnement avancé dans son environnement régional.

En marge de cette importante réunion, le CMF a accueilli une délégation de haut niveau représentant la place financière algérienne, comprenant notamment le Président de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB), la Directrice Générale de la Bourse d'Alger ainsi que le Directeur Général d'Algérie Clearing, accompagnés de cadres de haut niveau. Cette visite a permis de mettre en lumière l'expérience tunisienne en matière de régulation, de supervision et d'infrastructures de marché, notamment

les systèmes de négociation, de compensation et de règlement-livraison, tout en favorisant le partage d'expertises dans les domaines de la protection des investisseurs, de la gouvernance et de la transparence.

À cette occasion, un avenant à la convention de coopération liant les autorités tunisienne et algérienne a été signé, en vue de renforcer la coordination et l'échange d'informations, notamment dans les domaines de la lutte contre le blanchiment d'argent, le financement du terrorisme et la prolifération des armes, conformément aux meilleurs standards internationaux en vigueur, notamment ceux édictés par le Groupe d'action financière (GAFI), référence mondiale en la matière.

Le CMF réaffirme, à travers l'organisation de cette importante manifestation, son engagement à soutenir l'action arabe commune et à contribuer activement au développement des marchés financiers de la région, consolidant ainsi le positionnement de la Tunisie en tant que pôle régional de la régulation des marchés financiers.





III - PARTICIPATION AU SÉMINAIRE ANNUEL L'INSTITUT FRANCOPHONE DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE

Le Séminaire international 2026 de l'Institut Francophone de la Régulation Financière (IFREFI) a été consacré à la thématique de la résilience opérationnelle des acteurs et des infrastructures de marché face aux risques technologiques, cybernétiques et organisationnels. Cette

rencontre, organisée en visioconférence, a réuni les autorités de régulation des marchés financiers francophones autour des principaux enjeux liés à la transformation numérique du secteur financier et au renforcement de la stabilité des marchés.



Les travaux ont été marqués par des échanges de haut niveau portant notamment sur les évolutions institutionnelles et réglementaires intervenues au sein des différentes juridictions membres, ainsi que sur les défis liés à la cybersécurité, à la continuité des activités critiques et à la gestion des risques émergents dans un environnement financier en constante évolution. Les discussions ont également mis en évidence la nécessité de renforcer les dispositifs de résilience opérationnelle et d'adapter les cadres de supervision aux nouvelles vulnérabilités induites par la digitalisation croissante des services financiers.

En marge du séminaire, un atelier technique a permis d'approfondir plusieurs thématiques spécialisées, notamment les risques internes et systémiques susceptibles d'affecter les marchés financiers, les enseignements tirés de la mise en œuvre du règlement européen DORA (Digital Operational Resilience Act), l'évaluation des plans de continuité d'activité des infrastructures de marché, ainsi que les nouveaux défis liés à la préparation des institutions financières face aux cyberattaques, dans un contexte marqué par l'essor de l'intelligence artificielle générative et les perspectives offertes par les technologies quantiques.

Les échanges ont également souligné l'importance d'une coopération renforcée entre les autorités de régulation afin de favoriser le partage d'expériences, l'harmonisation des pratiques de supervision et le développement d'approches communes pour faire face aux risques transfrontaliers susceptibles d'affecter les marchés financiers.

Créé à l'initiative des autorités de régulation des marchés financiers francophones, l'Institut Francophone de la Régulation Financière (IFREFI) constitue un cadre permanent de dialogue, de coopération technique et de renforcement des capacités. Il offre à ses membres une plateforme d'échange leur permettant de partager leurs expériences, de suivre les évolutions internationales en matière de régulation financière et de promouvoir les meilleures pratiques de supervision au service de la stabilité, de l'intégrité et du développement des marchés financiers.



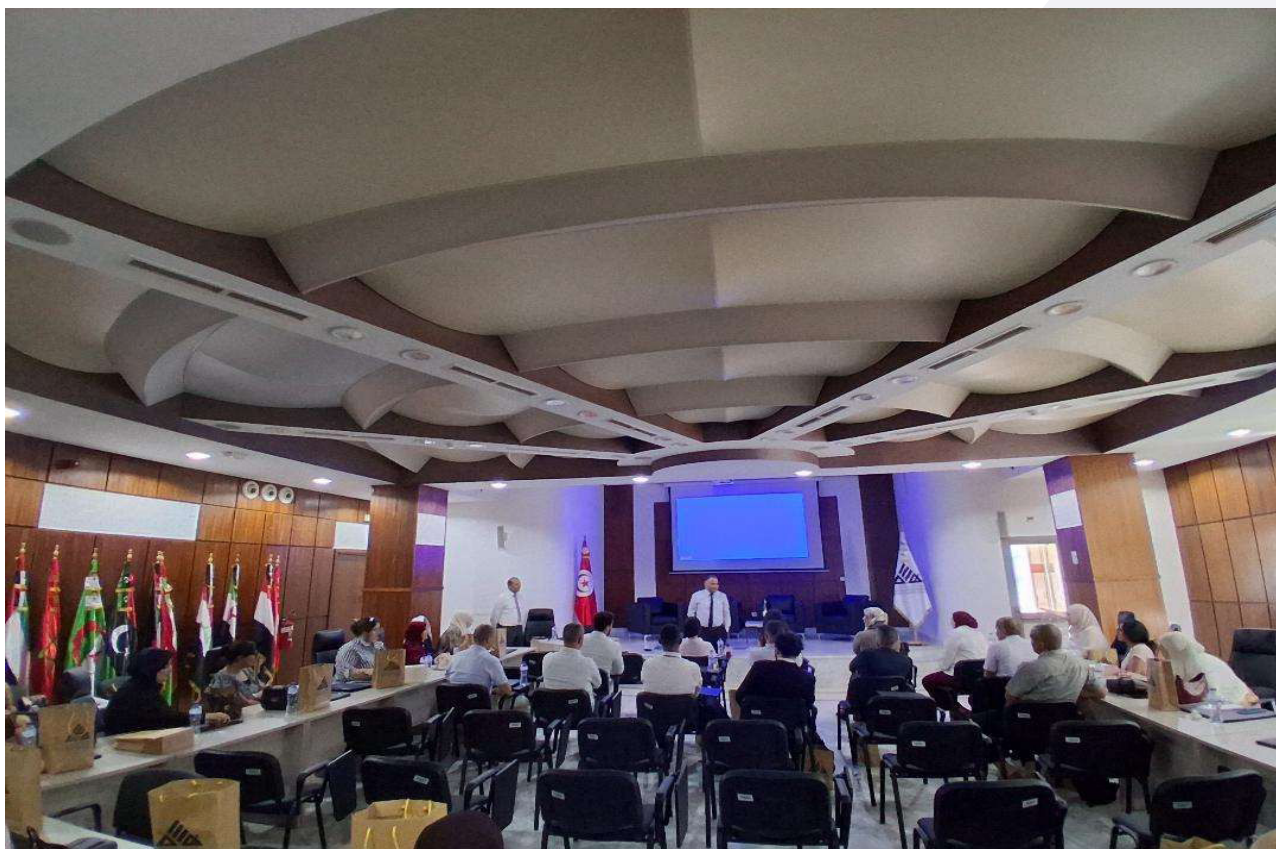
IV - ACCUEIL D'UNE DÉLÉGATION ALGÉRIENNE

Dans le cadre de la mise en œuvre de l'accord de coopération liant le Conseil du Marché Financier et son homologue algérien, la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB), le CMF a accueilli à Tunis, les 29 et 30 juin 2026, une délégation composée d'une trentaine de cadres bancaires et financiers algériens, accompagnés de représentants de la COSOB et de l'Institut de la Formation Bancaire d'Algérie.

Cette session de formation a permis aux participants de bénéficier de l'expertise des principales institutions du marché financier tunisien, notamment l'autorité de régulation, la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, Tunisie Clearing ainsi que les professionnels du secteur.

À cette occasion, les participants ont pris part à des présentations et à des visites de terrain portant sur l'organisation, le cadre réglementaire et le fonctionnement opérationnel du marché financier tunisien, favorisant ainsi un partage concret des expériences et des bonnes pratiques.

À travers cette initiative, le CMF réaffirme son engagement en faveur de la coopération internationale entre autorités de régulation et de la promotion de l'expertise tunisienne, contribuant au renforcement des capacités des acteurs des marchés financiers et au développement des échanges institutionnels entre les places financières tunisienne et algérienne.





هيئة السوق المالية
CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER
FINANCIAL MARKET COUNCIL

CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER

Adresse : Immeuble CMF, Avenue Zohra Feiza - Centre Urbain Nord - 1003 Tunis

Tél : (+216) 71 94 70 62 - (+216) 70 13 44 00

Fax : (+216) 71 94 72 52 - (+216) 70 13 44 40

E-mail : cmf@cmf.tn

The background of the entire page is a composite image. It features a city skyline at sunset or sunrise, with warm orange and yellow light. Overlaid on this is a blue-tinted bar chart with five bars of increasing height from left to right. A white line graph with an upward-pointing arrow is also overlaid, starting from the left and trending upwards. In the foreground, there are several stacks of gold coins, also increasing in height from left to right. A black pen with gold accents lies on a document with some faint text in the bottom left corner. The overall theme is financial growth and investment.

Conseil du Marché Financier

Adresse : Immeuble CMF, Avenue Zohra Feiza - Centre Urbain Nord - 1003 Tunis

Tél : (+216) 71 947 062 - (+216) 70 134 400

Fax : (+216) 71 947 252 - (+216) 70 134 440

E-mail : cmf@cmf.tn