

République Tunisienne



**CONSEIL  
DU MARCHÉ  
FINANCIER**

---

**RAPPORT  
ANNUEL  
2 0 0 3**







## ***Monsieur le Président de la République,***

J'ai l'honneur de vous présenter le huitième rapport annuel du Conseil du Marché Financier qui porte sur l'année 2003.

### **Monsieur le Président,**

Au plan international, le domaine boursier a été marqué en 2003 essentiellement par l'élaboration et l'adoption par plusieurs autorités de mesures destinées à rétablir la confiance des investisseurs qui avait été sérieusement ébranlée par la série de scandales financiers au cours des années 2001 - 2002.

Les Etats Unis, dont le marché a été le plus touché par ledit phénomène, ont été les premiers à réagir depuis juillet 2002 par l'adoption de mesures législatives correctives. Ils ont été suivis depuis par d'autres pays et organismes internationaux.

La loi Sarbanes-Oxley aux Etats Unis a prévu de nouvelles normes en vue de consolider la gouvernance des entreprises, les règles déontologiques et l'indépendance des auditeurs d'une part, de renforcer la responsabilité des dirigeants et celle des auditeurs ainsi que la sévérité des sanctions d'autre part.

Ailleurs, et pour les mêmes objectifs une loi sur la sécurité financière a été adoptée par la France en août 2003, l'OCDE a actualisé ses principes de gouvernance et l'Union Européenne est sur le point d'arrêter une orientation tendant à infléchir le droit des sociétés.

Au niveau national, le marché financier n'a pas connu la reprise escomptée.

Le marché primaire a enregistré sa deuxième année consécutive de baisse, le volume des capitaux levés par les sociétés par des émissions d'obligations et d'actions ayant reculé de 52% à 114,5 MD contre 241 MD en 2002. Sa participation au financement des investissements privés a ainsi été ramenée à 2,6% contre 6% en 2002. L'absence des banques, cette année, du compartiment obligataire semble expliquer ces résultats.

De son côté, et malgré la reprise des cours que reflète la hausse de 11% au niveau de l'indice Tunindex, le marché secondaire a, également, connu une orientation baissière en termes de volume et de capitaux échangés. L'absence de nouvelles introductions d'entreprises d'envergure a pesé sur ses performances.

Le marché boursier est demeuré en 2003 peu liquide et peu profond. Il n'a pas été en mesure de contribuer efficacement à la promotion du financement direct de l'économie.

L'introduction annoncée de Tunisie Télécom devrait néanmoins créer une dynamique de nature à rompre avec la tendance de ces dernières années. Compte tenu de l'attrait du secteur de cette entreprise et de l'importance de sa valorisation, l'ouverture au public d'une part de son capital représentera un volume de titres et une capitalisation capables, grâce à l'engouement avéré des investisseurs, de favoriser un retour à la croissance du marché.

### **Monsieur le Président,**

Dans le cadre de l'accomplissement de sa mission de protection de l'épargne investie en valeurs mobilières, le CMF a poursuivi en 2003 ses actions tendant à renforcer la communication financière des entreprises et à améliorer la qualité ainsi que celles visant l'amélioration et la sécurisation de la gestion des organismes de placement collectif de l'épargne.

Au niveau de la communication périodique, qui porte essentiellement sur les états financiers, malgré les améliorations enregistrées et les bonnes prédispositions montrées par quelques entreprises, d'importants progrès sont encore nécessaires. En effet, certaines sociétés ont continué à ne pas respecter les délais légaux ou réglementaires de publication et ont produit des états non accompagnés des notes annexes ou divulgué les opinions de leurs auditeurs amputées des réserves émises. Le CMF a d'ailleurs été obligé en 2003 de saisir le juge afin d'amener certaines sociétés cotées à se conformer à leurs obligations vis-à-vis de leurs actionnaires et du marché. De même, le rapport de gestion, support essentiel de l'information des actionnaires, n'a pas bénéficié en 2003 de l'attention qu'il mérite. Beaucoup d'aspects de la vie des sociétés n'y étaient pas couverts alors même qu'ils sont explicitement prévus par la réglementation en vigueur.

Pour ce qui est de la communication permanente devant porter sur tout événement pouvant avoir un effet significatif sur les cours des titres émis, les sociétés n'ont pas fait preuve de l'adhésion nécessaire. Leurs initiatives dans ce domaine, tout en demeu-

rant insuffisantes, ont eu tendance à avoir plutôt une forte connotation publicitaire qu'informative. En raison de cette tendance, le CMF a été amené à encadrer l'utilisation des informations financières non comptables pour assurer à l'information publiée l'objectivité et la comparabilité requises.

Les informations disponibles au premier semestre 2004, relatives aux états financiers provisoires et définitifs arrêtés au 31 décembre 2003, semblent cependant permettre de percevoir une meilleure prise de conscience des entreprises de leurs obligations de transparence. Sans disparaître, les retards de publication tendent à se rétrécir. Fait plus significatif encore, les informations comptables chiffrées publiées par les entreprises cotées ont gagné en pertinence en devenant plus complètes grâce à la couverture de nouveaux aspects des activités et des performances.

Les rapports présentés aux assemblées générales ordinaires au courant du premier semestre 2004, au titre de l'exercice 2003, semblent avoir tenu compte des recommandations du CMF et pallié plusieurs insuffisances. Certaines sociétés ont même recouru à l'assistance de cabinets indépendants pour l'élaboration dudit rapport et de sa présentation aux actionnaires lors de leurs assemblées. Une telle initiative semble témoigner de la volonté desdites sociétés de consacrer avec leurs actionnaires et les investisseurs les rapports de confiance qui doivent caractériser leurs relations mutuelles.

Il serait de très bonne augure que le traitement des états financiers provisoires du premier semestre 2004 confirment ce début d'évolution positive. En effet, la mise de la transparence et de la gouvernance des entreprises tunisiennes au niveau des standards internationaux constitue le meilleur gage pour l'instauration de la confiance requise dans le marché financier tunisien. Pour produire les effets escomptés, les exigences en la matière gagneraient néanmoins à ne pas être limitées aux seules sociétés faisant appel public à l'épargne et à intéresser au moins les entreprises d'une certaine taille recourant à l'endettement. Un écart important dans ce domaine risque en effet de constituer un handicap sérieux au développement d'un marché financier efficace.

S'agissant de la gestion collective, l'année 2003 a enregistré la prise par le CMF de sanctions graves à l'encontre du dirigeant d'une SICAV et de son commissaire aux comptes eu égard aux fautes et aux manquements qui leurs sont reprochés.

Par ailleurs, les procédures de contrôle des données transmises et divulguées par ces organismes ont été renforcées. Un programme de contrôle sur place a été mis en œuvre pour vérifier la conformité de leur fonctionnement aux dispositions légales qui leur sont applicables.

Si aucun effet significatif sur la fiabilité de la valeur liquidative n'a été relevé, des efforts importants devront être déployés pour pallier les insuffisances caractérisant encore le fonctionnement des SICAV en matière de gestion prudentielle, d'organisation et de contrôle interne. Ces efforts devraient, en particulier, viser l'élimination des effets sur la gestion prudentielle, de la dépendance des SICAV vis-à-vis de leurs banques promotrices.

Les interventions et les opérations de contrôle effectuées par le CMF en 2003 semblent commencer à porter leurs fruits. L'analyse des situations des SICAV au titre du premier trimestre 2004 dégagent en effet des signes encourageants. Le nombre des irrégularités aurait tendance à baisser. Les écarts par rapport à certains ratios réglementaires ont été sinon comblés au moins réduits. Il sera, cependant, nécessaire de rester vigilant pour consolider davantage cette amélioration.

Tout en privilégiant la voie de la sensibilisation et de la persuasion, et tout en souhaitant une plus grande adhésion des entreprises, le CMF aura besoin à l'avenir de recourir aux moyens juridiques à sa disposition pour favoriser la fiabilité de l'information financière, la transparence des transactions et le respect des règles prudentielles.

Par ailleurs, toute nouvelle avancée législative ou réglementaire tendant à consolider la bonne gouvernance, au moins pour l'ensemble des sociétés d'une certaine taille, d'une part, et à renforcer les moyens juridiques du CMF, participera à la réalisation de cet objectif, qui constitue une condition essentielle du développement de tout marché financier.

**Le Président du Conseil du Marché Financier**

**Mohsen TALEB**

## LE PRÉSIDENT

### Mr Mohsen TALEB

Licence en sciences économiques,  
Cycle supérieur de l'ENA  
Ancien Directeur Adjoint de l'Office du  
Commerce de la Tunisie, puis  
Directeur Général du Financement au  
Ministère des Finances.

## LES MEMBRES DU COLLEGE

### Mr Mokhtar BEN CHEIKH AHMED

Maîtrise en droit privé.  
Ancien responsable de l'Unité de  
l'Organisation et des Méthodes au  
Ministère de la Justice,  
ancien Président de la Chambre Civile au  
Tribunal de Tunis, Conseiller à la Cour de  
Cassation, Mr Mokhtar Ben Cheikh  
Ahmed est actuellement membre  
permanent au Collège du CME.

### Mr Med Bahri

Maîtrise en droit privé, DES en droit  
privé, cycle supérieur de l'ENA,  
Ancien Directeur Général au Ministère de  
l'Economie Nationale,  
Ancien Secrétaire Général du Tribunal  
Administratif, Enseignant à l'IHEC,  
Conseiller au Tribunal Administratif,  
M. Mohamed Bahri est actuellement  
Membre permanent au collège du CME.

### Mr Belgacem NÉCIRI

Diplôme H.E.C., Formation d'auditeur  
auprès de Coopers et Lybrand, Formation  
de vérificateur auprès de BSV Canada  
- Vérification analytique  
- Vérification financière  
- Vérification intégrée  
Evaluation des programmes et des  
secteurs, Inspecteur principal SNCFT,  
Attaché de Direction BCT, Directeur des  
services financiers et comptables SNIT,  
Conseiller et commissaire de  
gouvernement Cour des Comptes,  
Président de la chambre des organismes à  
participation publique du secteur de  
l'agriculture et de l'industrie.

### Mr Maher ZOUARI

Maîtrise en Sciences Economiques,  
Diplôme de 3ème cycle spécialisé de  
l'Institut de l'Economie Douanière et  
Fiscale, Mr Maher ZOUARI est  
actuellement Directeur de l'Épargne et du  
Marché Financier à la Direction Générale  
du Financement au Ministère des Finances

### Mr Med Bichiou

Licence en sciences économiques, Expert-  
consultant auprès du Fonds Monétaire  
International, Mr. Med Bichiou occupe  
actuellement les fonctions de Directeur  
Général de la Stabilité Financière à la  
Banque Centrale de Tunisie.

### Mr Néjib HAJRI

DES de l'ITBI Paris.  
Président Directeur Général de  
SOFI-ELAN SICAF,  
premier Vice-Président de l'Association  
des Intermédiaires en Bourse, Mr Néjib  
HAJRI est actuellement Directeur Central  
à la SOFIGES.

### Mr Brahim RIAHI

Licence en Sciences Economiques  
Diplôme de l'Institut d'Administration des  
Entreprises (Paris)  
Ancien Directeur Général Adjoint de la  
BDET, Président du Conseil  
d'Administration de la Société Tunisienne  
de Contrôle (VERITAS), Premier Vice-  
Président de la Municipalité de la Marsa,  
ancien Président Directeur Général de la  
Société Tunisienne d'Assurance et de  
Réassurance puis de la BTEL. Mr Brahim  
RIAHI est actuellement Président  
Directeur Général de « Assurances BIAT »

### Mr Fayçal LAKHOUA

PHD en sciences économiques (Michigan  
State University)  
A dirigé des sociétés d'investissement à  
Bahrein, consultant auprès d'organismes  
nationaux et internationaux, Mr Fayçal  
LAKHOUA est professeur d'économie et  
de finances internationales à l'Université  
de Tunis III. Ses travaux et recherches  
portent sur la macroéconomie, les  
relations Euro-Med, les marchés de  
capitaux, la gestion de la dette des PVD, la  
compétitivité de l'économie tunisienne et  
la promotion du secteur privé.

### Mr Mohamed Férid EL KOBBI

Diplôme de l'UER 3è Cycle de  
l'Université Paris Dauphine (spécialité  
Audit).  
Ancien responsable technique au Conseil  
National de la Comptabilité, ancien  
directeur à la Direction Générale des  
Participations au Ministère des Finances,  
Président de la Commission de Contrôle  
des commissaires aux comptes,  
représentant de la Tunisie au Groupe ISAR  
relevant de la CNUCED, Mr. Mohamed  
Férid EL KOBBI est actuellement membre  
permanent au Collège du CME.

<b>TITRE I : L'ACTIVITE DU MARCHE</b>	9
<b>CHAPITRE I : L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE ET BOURSIER</b>	11
I.    L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE INTERNATIONAL	11
II.   L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE NATIONAL	13
III.  L'EVOLUTION DES MARCHES BOURSIERS INTERNATIONAUX	14
<b>CHAPITRE II : LE MARCHE FINANCIER TUNISIEN</b>	19
I.    LE MARCHE PRIMAIRE	19
II.   MARCHE SECONDAIRE	32
III.  LES ACQUISITIONS ET LES CESSIONS DE VALEURS MOBILIERES PAR LES ETRANGERS	38
IV.   L'INTERMEDIATION BOURSIERE EN 2003	40
V.    L'ACTIVITE DES INTERVENANTS SUR LES VALEURS DU TRESOR	45
<b>TITRE II : L'ACTIVITE DU CMF</b>	47
<b>CHAPITRE I : LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE</b>	49
I.    LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DE LA DELIVRANCE DES VISAS DU CMF	49
II.   LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DU CONTROLE DE L'INFORMATION PERMANENTE	51
III.  LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DU CONTROLE DES OPERATIONS DE RACHAT	54
IV.   LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DU CONTROLE DES FRANCHISSEMENTS DES SEUILS DE PARTICIPATION	57
<b>CHAPITRE II : L'AMELIORATION DE LA QUALITE DE L'INFORMATION</b>	59
I.    L'AMELIORATION DE LA QUALITE DE L'INFORMATION EN MATIERE DE COMMUNICATION ET DE DIFFUSION	59
II.   LA QUALITE DE L'INFORMATION : LES DEFAILLANCES RELEVees	72
<b>CHAPITRE III LA PROTECTION DES EPARGNANTS</b>	79
I.    LA PROTECTION DES EPARGNANTS A L'OCCASION DES OPERATIONS FINANCIERES	79
II.   LA PROTECTION DES EPARGNANTS A L'OCCASION DU TRAITEMENT DES PLAINTES	83
III.  LES ENQUETES DU CONSEIL DU MARCHE FINANCIER	87



<b>CHAPITRE IV : LA PROTECTION DE L'EPARGNE COLLECTIVE</b>	89
I.    L'ACTIVITE DES SICAV EN 2003	90
II.   L'ACTIVITE DES SICAV OBLIGATAIRES	98
III.  L'ACTIVITE DES SICAV MIXTES	100
IV.  LE BILAN DE LA SURVEILLANCE EXERCEE PAR LE CMF	102
V.   LES PROCEDURES D'AGREMENT ET LES VISAS DES PROSPECTUS D'OUVERTURE AU PUBLIC	106
<b>CHAPITRE V : LES SICAR</b>	107
I.    LES SICAR EN ACTIVITE	107
II.   LES RESSOURCES DES SICAR	108
III.  LES PARTICIPATIONS DES SICAR	110
<b>CHAPITRE VI : ORIENTATION DU CMF EN MATIERE D'INTERPRETATION DE CERTAINES DISPOSITIONS LEGALES ET REGLEMENTAIRES</b>	115
1-    ORIENTATION DU CMF DANS LE TRAITEMENT DES QUESTIONS SOULEVEES EN MATIERE DE VISA ET D'APPEL PUBLIC A L'EPARGNE	115
2-    LES CONSULTATIONS ADRESSEES AU CMF	116
<b>CHAPITRE VII : LES RESSOURCES DU CMF ET LEUR EMPLOI</b>	120
<b>LES ANNEXES</b>	125



# **TITRE I L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ**



## CHAPITRE I: L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET BOURSIER

*Dans l'ensemble, l'année 2003 a connu une légère reprise de l'activité économique mondiale, puisque le taux de croissance est estimé à 3,2%, contre 3,0% en 2002. Il est attendu que cette reprise se confirme en 2004 qui devrait enregistrer un taux de croissance de 4,1%.*

### I- L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE INTERNATIONAL

#### Taux de croissance de l'activité économique

	Taux de croissance <sup>1</sup>		Taux d'inflation		Taux de chômage	
	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Etats Unis d'Amérique	2,6%	2,4%	2,1%	1,6%	6,0%	5,8%
Zone Euro	0,5%	0,9%	2,0%	2,3%	9,1%	8,4%
Japon	2,0%	0,2%	-0,3%	-0,9%	5,5%	5,4%
Royaume Uni	1,7%	1,9%	2,8%	2,2%	5,2%	5,2%

Source : World Economic Outlook (septembre 2003), FMI

### I- LES PAYS INDUSTRIALISÉS

#### I-1 Les Etats Unis d'Amérique

Le taux de croissance enregistré en 2003 par l'économie américaine témoigne de l'amélioration de la situation économique dans ce pays, puisqu'il a été de 2,6% contre 2,4% en 2002. La consommation privée y a enregistré un taux de croissance de 2,9%, soit un niveau proche des 3,1% réalisés en 2002 et ce, grâce notamment à la baisse d'impôt sur le revenu entreprise par les autorités. De même, la consommation publique a continué à progresser de manière significative avec 3,7% en 2003, contre 4,4% en 2002. Cette évolution provient essentiellement des dépenses d'armement entreprises par le gouvernement fédéral en relation avec le conflit iraquien. Quant aux investissements, et grâce au bas niveau des taux d'intérêt, ils ont enregistré une progression de 2,1% en 2003, contre une régression de 1,8% en 2002.

Par ailleurs, l'année 2003 a connu une chute significative du dollar américain par rapport aux autres principales monnaies de ses principaux partenaires commerciaux et ce, malgré les signes de reprise enregistrés par l'économie des Etats-Unis. Cette faiblesse du dollar semble s'expliquer par l'ampleur du déficit budgétaire américain, qui s'est élevé à 500 milliards de dollars en 2003, du fait des allègements d'impôts et des dépenses militaires supplémentaires d'une part, et par le niveau élevé du déficit de la balance des comptes courants, qui était de 500 milliards en 2003 d'autre part. Toutefois, cette baisse semble salutaire pour les entreprises américaines qui doivent pouvoir en profiter pour accroître leurs exportations.

<sup>1</sup> L'évolution annuelle du PIB aux prix constants.



### I-2 La zone Euro

L'année 2003 a enregistré l'appréciation de l'Euro par rapport au dollar américain de près de 20%. Cette appréciation ne peut cependant s'expliquer par les performances économiques de la zone en question. Elle serait plutôt due à la propre faiblesse du dollar à cause des déficits américains.

En effet, le taux de croissance économique n'a été que de 0,5% contre 0,9% en 2002. Le taux de chômage s'est élevé, quant à lui, à 9,1% en 2003 contre 8,4% en 2002, enregistrant ainsi le niveau le plus élevé parmi les pays industrialisés. L'Allemagne et la France, les deux premières économies de la région, ont affiché des taux de chômage de l'ordre de 9,5%, contre 8,6% et 8,8% en 2002.

Le taux d'inflation a été limité à 2,0% en 2003, contre 2,3% en 2002. Cette décélération de l'inflation serait largement due à l'appréciation de l'Euro et à la réduction des prix des produits importés qui en a découlé. Ainsi, et dans cette situation de maîtrise de l'inflation, la Banque Centrale Européenne, a choisi, au début de l'année 2004, de ne pas modifier ses taux d'intérêt<sup>2</sup> directeurs.

### I-3 Le Japon

Le Japon a connu, en 2003, une accélération de la croissance économique qui a affiché un taux de 2,0% contre 0,2% une année auparavant. Cette reprise semble tirée par la croissance des investissements qui a été de 1,6% contre -4,7% en 2002. Toutefois, cette reprise n'a pas été en mesure de réduire le chômage dont le taux a atteint 5,5% en 2003 contre 5,4%, d'une part, et d'enrayer la déflation de -0,3% en 2003 contre -0,9% en 2002, d'autre part.

### I-4 Le Royaume Uni

L'économie du Royaume Uni a mieux résisté que les économies des pays de la zone Euro, même si le taux de croissance enregistré a été de l'ordre 1,7%, contre 1,9% en 2002. Cette croissance est due essentiellement aux investissements et à la consommation publique qui ont progressé respectivement de 1,3% et 3,8% en 2003, contre -1% et 3,3% en 2002.

Les autorités monétaires semblent croire que cette croissance devrait se consolider davantage et ont commencé à prendre des mesures tendant à contrecarrer toute éventuelle pression inflationniste pouvant l'accompagner. La Banque d'Angleterre a en effet, procédé au début de l'année 2004, au relèvement de son taux d'intérêt directeur de 25 points de base à 4% afin de maîtriser le taux d'inflation dans son objectif d'évolution de 2%.

---

<sup>2</sup> Le Conseil des gouverneurs de la BCE réuni le 8 janvier 2004 a décidé de maintenir inchangés le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt à respectivement, 2%, 3% et 1%.

## 2. LES PAYS EMERGENTS

### 2-1 Les pays émergents asiatiques

Les économies de cette région ont enregistré une croissance soutenue au taux de 6,4%, soit le niveau le plus élevé dans le monde. Ce niveau d'activité très soutenu semble être stimulé essentiellement par le niveau des exportations ; lesquelles ont progressé de 6% en 2003, bénéficiant du dynamisme économique de la Chine, qui constitue la destination de près de 70% de ces exportations. Comme l'année précédente, la Chine a réalisé en 2003, la meilleure performance dans cette région avec un taux de croissance de 7,5% contre 8,0% en 2002.

### 2-2 L'Amérique centrale et du sud

En 2003, les économies de cette région semblent avoir retrouvé une légère reprise, en enregistrant un taux de croissance de 1,1%, contre -0,1% en 2002. Mais les performances varient en fait d'un pays à un autre. En effet, l'Argentine a réalisé en 2003 le taux de croissance le plus élevé de la région avec 5,5%, contre une régression de 10,9% en 2002. Cette croissance a été accompagnée par une baisse de l'inflation dont le taux a été ramené à 14,3%, contre 25,9% en 2002. Le Brésil a été moins favorisé par la reprise puisque son PIB réel n'a progressé que de 1,5% en 2003, soit autant qu'en 2002. Le Venezuela a enregistré pour sa part, la plus mauvaise performance avec une baisse de l'activité économique de -16,7% contre -8,9% une année auparavant, et ceci malgré la reprise de la production du pétrole après la grève générale qu'a connue le pays au début de l'année 2003.

## II- L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE NATIONAL

La Tunisie a enregistré en 2003 un taux de croissance de son PIB de l'ordre de 5,5% contre 1,7% en 2002. Ce rebond est dû essentiellement au secteur agricole dont la valeur ajoutée (aux prix constants) a réalisé un bond de 21,6% au cours de cette année, après avoir régressé de 11% en 2002.

Les exportations (aux prix courants), quant à elles, ont progressé de 7% en 2003, après avoir connu une régression de 1,2% en 2002, ce qui a permis d'améliorer le taux de couverture qui est passé de 91% en 2002 à 92% en 2003.

Le secteur du tourisme, a par contre continué de subir les effets des événements du 11 septembre 2001 et de la guerre en Irak. Il a accusé, au terme de l'année 2003, une baisse du nombre des nuitées globales et des recettes touristiques en devises de respectivement 1,6% et 4,6%.

Sur un autre plan, la Banque Centrale de Tunisie a procédé à l'assouplissement de sa politique monétaire en abaissant à deux reprises, en mars et juin 2003, le taux d'intérêt de l'Appel d'Offres pour le ramener de 5,875 % à 5 % et ce, dans un environnement marqué par la maîtrise de l'inflation dont le taux a été maintenu au même niveau de 2,7% enregistré en 2002.

L'évolution du taux de change du dinars tunisien a été marquée en 2003 par l'évolution des deux principales devises internationales sur les marchés des changes internationaux. Le cours du dinar a ainsi enregistré une baisse de 7,9% par rapport à l'euro et une hausse de 10,3% par rapport au dollar américain.



## L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET BOURSIER

### Agrégats macroéconomiques de la Tunisie

*En MD*

	2003	2002	2001	2000	1999
PIB aux prix courants	32 283,3	29 890,1	28 741,4	26 685,3	24 671,5
Taux de croissance <sup>3</sup>	5,5%	1,7%	4,9%	4,7%	6,1%
Taux d'inflation <sup>4</sup>	2,7%	2,7%	2,0%	-	-
Consommation	25 441,8	23 624,6	22 035,6	20 346,4	18 735,9
FBCF	7 805,0	7 540,0	7 527,0	7 020,3	6 277,6
Taux d'investissement <sup>5</sup>	24,2%	25,2%	26,2%	26,3%	25,4%
Exportations	14 335,0	13 400,2	13 558,7	11 783,5	10 500,5
Importations	15 522,8	14 666,5	14 856,9	12 724,9	11 052,0
Épargne Nationale Brute	7 054,3	6 465,7	6 757,4	6 160,4	5 942,6
Revenu National Disponible Brut	32 496,1	30 090,3	28 793,0	26 506,8	24 678,5
Taux d'épargne <sup>6</sup>	21,7%	21,5%	23,5%	23,2%	24,1%
Dette extérieure	16 355,0	15 410,0	15 010,0	13 691,0	12 795,0
Taux d'endettement <sup>7</sup>	50,3%	51,2%	52,1%	51,7%	51,8%

Source : Budget économique 2004

### III. L'ÉVOLUTION DES MARCHES BOURSISERS INTERNATIONAUX

#### I- LES PAYS INDUSTRIALISÉS

Les bourses des pays industrialisés ont connu en 2003 une nette amélioration par rapport à l'année dernière comme le démontre le rebond de la majorité des indices boursiers. En effet, les deux indices des places américaines, la NYSE et la NASDAQ, ont gagné respectivement 29% et 50%. Cette performance est due essentiellement à l'effet positif de la reprise économique et l'amélioration des résultats des entreprises américaines qui ont réalisé une hausse de 100 milliards de dollars de leurs bénéfices après impôts en 2003, laquelle performance semble avoir atténué l'effet des scandales financiers sur le comportement des investisseurs américains.

La place de Londres a gagné, pour sa part, plus de 13% en 2003, réalisant ainsi sa première hausse annuelle depuis 1999.

La hausse des performances enregistrée en 2003 a également concerné les places de l'Euronext, Francfort et de Tokyo qui ont réalisé des gains, respectivement de 12,72%, 33,97% et 23,76%.

Par ailleurs, la fin de l'année 2003 a été marquée par l'éclatement en Italie du scandale financier de Parmalat, après la découverte d'un trou de près de 4 milliards d'euros dans les comptes de cette société, résultat de manœuvres frauduleuses imputables à ses dirigeants. Cette situation a fait effondrer le cours boursier de cette valeur à 0,11 euros à la fin

<sup>3</sup> Evolution du PIB aux prix constants.

<sup>4</sup> Base 100 en 2000.

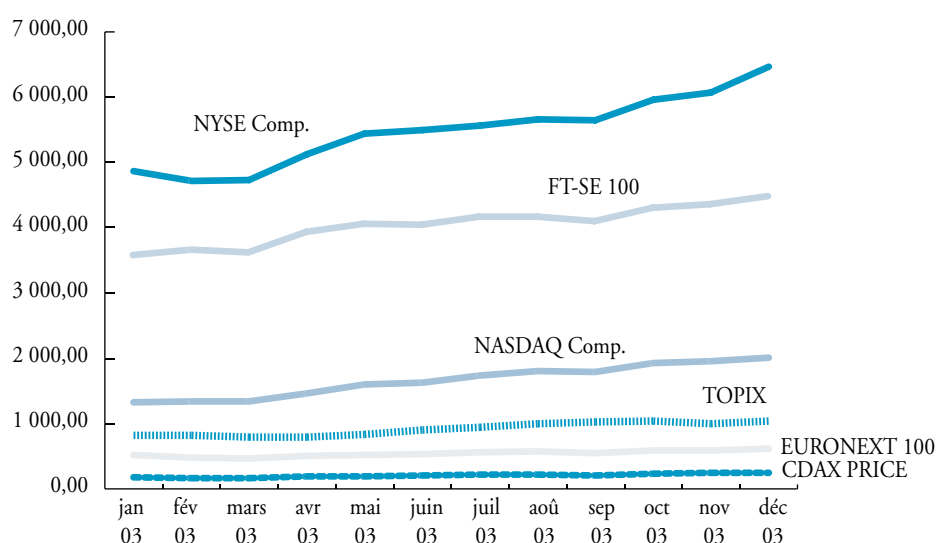
<sup>5</sup> FBCF/PIB

<sup>6</sup> Épargne Brute/Revenu National Disponible Brut

<sup>7</sup> Dette extérieure / Revenu National Disponible Brut.

de l'année 2003 enregistrant ainsi une baisse cumulée durant le dernier trimestre de 2003 de l'ordre de 90%. La bourse de Milan a décidé de suspendre la cotation de ce titre pour une durée indéterminée et ce, après l'annonce du placement en redressement judiciaire du groupe Parmalat. Dans ce contexte, les obligations émises par Parmalat ont subi une sévère décote à 20% de leur valeur nominale et ce, après la dégradation de la note de la société de la catégorie «CC» à la catégorie «D» à la suite d'un défaut de paiement, chose qui a ravivé les inquiétudes des investisseurs.

**Evolution des principaux indices mondiaux**



Les capitalisations boursières des principales bourses ont favorablement évolué au cours de l'année 2003. La place de New York a enregistré une hausse de 25,7% à 11 329 milliards de dollars après la baisse de 18% à 9 015 milliards de dollars en 2002 qui avait freiné une progression ininterrompue depuis 1990. La bourse des valeurs technologiques, NASDAQ, a renoué avec la croissance en réalisant une progression de sa capitalisation de 42,6% à 2 844 milliards de dollars. Cette hausse intervient après 3 ans de baisse suite au crash qu'a connu cette place en 2000. Les places de Londres et de Tokyo se sont reprises en 2003, en enregistrant une hausse respectivement de l'ordre de 35,9% à 2 426 milliards de dollars et de 42,7% à 2 953 milliards de dollars et ce, après 3 années de baisse. La place d'Euronext a enregistré la première hausse, soit 34,9% à 2 076 milliards de dollars, depuis son lancement en 2000.

**Evolution de la capitalisation boursière**

*En milliards de \$*

	<b>Fin 2003</b>	<b>Fin 2002</b>	<b>Variation</b>
NYSE	11 329	9 015	25,7%
NASDAQ	2 844	1 994	42,6%
EURONEXT	2 076	1 539	34,9%
FRANCFORT	1 079	686	57,3%
LONDRES	2 426	1 785	35,9%
TOKYO	2 953	2 069	42,7%

Source : FIBV



## L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET BOURSIER

Les capitaux échangés sur ces places, hormis celle de Tokyo et de Francfort qui ont progressé de 36,1% et 8%, ont enregistré des baisses légères allant de 2,6% à 9,4%.

### Evolution des capitaux échangés

En milliards de \$

	Fin 2003	Fin 2002	Variation
NYSE	9 692	10 311	-6,0%
NASDAQ	7 068	7 255	-2,6%
EURONEXT	1 905	1 987	-4,1%
FRANCFORT	1 305	1 208	8,0%
LONDRES	3 624	3 998	-9,4%
TOKYO	2 131	1 566	36,1%

Source : FIBV

## 2- LES PAYS EMERGENTS

A l'instar des places boursières des pays développés, les bourses émergentes ont réalisé de bonnes performances au cours de l'année 2003.

La bourse de l'Argentine bénéficiant du retour de la croissance économique dans le pays, a vu sa capitalisation boursière, les capitaux échangés et l'indice boursier progresser respectivement de 111%, 121% et 89,17% par rapport à 2002.

Les bourses de l'Arabie Saoudite et du Koweït ont également réalisé de bonnes performances au cours de l'année 2003. En effet, la capitalisation boursière, les capitaux échangés et l'indice boursier ont progressé en Arabie Saoudite de respectivement 110%, 346% et 76,23% par rapport à 2002. Ces indicateurs ont enregistré à la bourse de Koweït, des progressions de 70%, 145% et 102,88% respectivement durant la même période. Ces résultats traduisent l'amélioration de la conjoncture économique dans ces pays grâce au maintien du prix du pétrole à un niveau élevé au cours de l'année 2003.

### Evolution de la capitalisation boursière

En Mds de \$

	Fin 2003	Fin 2002	Variation
Argentine	34,9	16,6	111%
Jordanie	10,9	7,1	54%
Pologne	37,0	28,4	30%
Singapore	148,5	100,0	49%
Arabie Saoudite	157,3	74,9	110%
Egypte	27,8	26,3	6%
Koweït	59,5	35,1	70%
<b>Tunisie</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>14%</b>

Source : FIBV et FMA.



## Evolution du taux de croissance économique

	2003	2002
Argentine	5,5%	-10,9%
Jordanie	3,0%	4,9%
Pologne	2,9%	1,4%
Singapore	0,5%	2,2%
Arabie Saudite	4,7%	1,0%
Egypte	2,8%	2,0%
Koweït	4,7%	-0,9%
<b>Tunisie</b>	<b>5,5%</b>	<b>1,7%</b>

Source : FMI et budget économique 2004 (Tunisie).

## Evolution des capitaux échangés

En Mds de \$

	2003	2002	Var. en %
Argentine	3,1	1,4	121%
Jordanie	2,6	1,4	86%
Pologne	9,7	7,8	24,4%
Singapore	92,0	63,8	46,7%
Arabie Saudite	159,1	35,7	346%
Egypte	4,3	2,5	72%
Koweït	54,7	22,3	145%
<b>Tunisie</b>	<b>0,19</b>	<b>0,24</b>	<b>-21%</b>

Source : FIBV et CMF

## Evolution des indices boursiers

	Fin 2003	Fin 2002	Var. en %
Argentine	48 255,63	25 509,41	89,17%
Jordanie	261,45	170,2	53,61%
Pologne	20 820,07	14 366,65	44,92%
Singapore	475,81	348,80	36,41%
Arabie Saudite	4 437,58	2 518,08	76,23%
Egypte <sup>8</sup>	1 155,51	492,85	134,45%
Koweït	4 819,0	2 375,30	102,88%
<b>Tunisie</b>	<b>1 250,18</b>	<b>1 119,15</b>	<b>11,71%</b>

Source : FIBV, AMF et CMF.

Pour ce qui est du taux de rotation, il y a lieu de remarquer que les bourses de l'Arabie Saoudite et du Koweït ont enregistré en 2003 les niveaux les plus élevés, soit 101% et 92%.

<sup>8</sup> L'indice CASE 50 a été remplacé par CASE 30 en 2003.



## L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET BOURSIER

### Evolution du taux de rotation

	2003	2002
Argentine	12%	8%
Jordanie	24%	20%
Pologne	26%	27%
Singapore	62%	64%
Arabie Saudite	101%	48%
Egypte	15%	10%
Koweït	92%	64%
<b>Tunisie</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>

Source : Source : FIBV, AMF et CMF.

### Nombre des sociétés cotées

	2003	2002
Argentine	110	114
Jordanie	161	158
Pologne	189	216
Singapore	551	501
Arabie Saudite	70	68
Egypte	967	1 151
Koweït	108	95
<b>Tunisie</b>	<b>45</b>	<b>46</b>

Source : Source : FIBV, AMF et CMF.

Le nombre des sociétés cotées a été marqué, en 2003, par une relative stabilité, exception faite de la bourse égyptienne où il a chuté de 1151 en 2002 à 967 sociétés.

## CHAPITRE II: LE MARCHÉ FINANCIER TUNISIEN

*L'absence du secteur bancaire du marché des émissions obligataires en 2003 a lourdement pesé sur les performances de ce compartiment, qui ont chuté de moitié par rapport à 2002.*

*Conjugués à la faiblesse des émissions d'actions, ces résultats ont ramené la contribution du marché financier au financement des investissements privés à 2,6% contre 6% en 2002.*

*Au niveau du secteur public, l'année 2003 a enregistré la mise en œuvre d'une politique d'émission favorisant les bons de trésor assimilables à l'effet de relever la durée moyenne des emprunts de l'Etat.*

*Le marché secondaire a connu sa troisième année de baisse en termes d'activités. En revanche, les cours ont cependant enregistré une reprise sensible.*

*L'activité de l'intermédiation boursière continue à être caractérisée par une forte concentration et des résultats financiers globaux déficitaires malgré une amélioration sensible sur ce dernier plan.*

### I - LE MARCHÉ PRIMAIRE

#### I – LA CONTRIBUTION DU MARCHÉ FINANCIER DANS LE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS

Le montant des capitaux levés par les entreprises tunisiennes sur le marché primaire par appel public à l'épargne a accusé en 2003 une régression de l'ordre de 52% en s'élevant à 114,5 millions de dinars contre 241 millions de dinars en 2002.

Ce recul est dû essentiellement au compartiment obligataire, qui a enregistré une baisse de l'ordre de 57% en passant de 233 millions de dinars en 2002 à 101 millions de dinars en 2003.

Le montant des augmentations de capital<sup>9</sup> réalisées par appel public à l'épargne, quant à lui, s'est illustré, encore cette année, par son faible niveau, qui n'a été que de 13,5 millions de dinars, contre 8 millions de dinars en 2002.

Il y a lieu de signaler, cependant, que des sociétés faisant appel public à l'épargne ont procédé à des augmentations de capital en numéraire, ne rentrant pas dans le cadre des opérations d'appel public à l'épargne, et ce, pour un montant total de l'ordre de 51,6 millions de dinars.

La contribution du marché des émissions dans le financement des investissements privés<sup>10</sup> n'aura ainsi atteint cette année que 2,6% contre 6% en 2002.

<sup>9</sup> Les capitaux effectivement levés.

<sup>10</sup> La FBCF privée a représenté en 2003 56% de la FBCF totale, soit 4370,8MD.

## 2 - EVOLUTION DES ÉMISSIONS<sup>11</sup>

Les émissions par appel public à l'épargne effectuées par les entreprises tunisiennes ayant reçu le visa du CMF en 2003 ont totalisé un montant de 181,5 millions de dinars, contre un montant de 279 millions de dinars en 2002, accusant, ainsi une baisse de 35% .

Les émissions de titres de créances ont eu, comme l'année dernière, la plus grande part avec 69 % pour un montant de 124,5 millions de dinars contre 84% à 233 millions de dinars en 2002.

Quant au volume des émissions d'actions, il a totalisé 57 millions de dinars contre 46 millions de dinars en 2002, soit une progression de 24%. Sur ce montant, la part du numéraire n'a atteint que 19 millions de dinars contre 8 millions de dinars en 2002.

Marché Primaire	En MD				
	1999	2000	2001	2002	2003
Les titres de capital	107 42%	113 42%	155 34%	46 16%	57 31%
*Emission en numéraire	74	33	113	8	19
* Attribution gratuite + conversion	33	80	42	38	38
Les titres de créances	146 58%	154 58%	297 66%	233 84%	125 69%
TOTAL	253 100%	267 100%	452 100%	279 100%	182 100%

### 2.1 - Les émissions de titres de capital

Le montant des émissions d'actions a atteint 57 millions de dinars en 2003 contre 46 millions de dinars en 2002, enregistrant, ainsi, une progression de 24%. De même, les capitaux effectivement levés ont enregistré une hausse de 69% à 13,5 millions de dinars, mais restent encore négligeables par rapport au montant réalisé en 2001, qui a été de 113 millions de dinars.

<sup>11</sup> Hors les émissions de l'état.

## Les opérations d'augmentations de capital

	Les émissions en numéraire		Les attributions gratuites		Les conversions de créances	
	Montant en dinars	Nombre de titres	Montant en dinars	Nombre de titres	Montant en dinars	Nombre de titres
<b>Cote de bourse</b>						
Tunisie Lait					5 500 000	550 000
ALKIMIA			1 770 230	177 023		
SOTETEL			3 360 000	336 000		
STIP			3 825 300	382 530		
SOTRAPIL			1 300 000	260 000		
SOMOCER			2 000 000	400 000		
AMS			310 280	62 056		
AIR LIQUIDE TUNISIE			1 470 000	58 800		
TUNISIE LEASING			2 500 000	250 000		
<b>Sous total</b>			<b>16 535 810</b>	<b>1 926 409</b>	<b>5 500 000</b>	<b>550 000</b>
<b>Hors cote</b>						
SODEK-SICAR			76 125	15 225		
MEUBLATEX SA			12 200 000	1 220 000	1 500 000	150 000
TUNIS RE	6 720 000	560 000 <sup>12</sup>				
ASSURANCES SALIM			2 000 000	400 000		
CENTRALE LAITIERE DE BEJA-VAGA					50 000	5 000
SODIS-SICAR	6 535 680	653 568				
SODINO-SICAR <sup>13</sup>	6 000 000	600 000				
485 520						
<b>Sous total</b>	<b>19 255 680</b>	<b>1 813 568</b>	<b>14 276 125</b>	<b>1 635 225</b>	<b>1 550 000</b>	<b>155 000</b>
<b>TOTAL</b>	<b>19 255 680</b>	<b>1 813 568</b>	<b>30 811 935</b>	<b>3 561 634</b>	<b>7 050 000</b>	<b>705 000</b>

### 2-1-1 - La répartition sectorielle des émetteurs

L'année 2003 a été marquée, d'une part, par l'augmentation de la part des sociétés financières dans le montant total des augmentations de capital au détriment des sociétés industrielles, et d'autre part, par l'absence des sociétés de tourisme.

En effet, les sociétés du secteur financier ont réalisé six opérations d'augmentation de capital pour un montant de 23,8 millions de dinars, portant ainsi sa part dans le volume total des émissions d'actions à 42% contre 27,5% en 2002. Trois opérations ont été initiées par des SICAR, pour un montant total de 12,6 millions de dinars. Les trois autres opérations ont été effectuées par deux sociétés d'assurances, à raison de 8,7 millions de dinars, et par une société de leasing pour un montant de 2,5 millions de dinars.

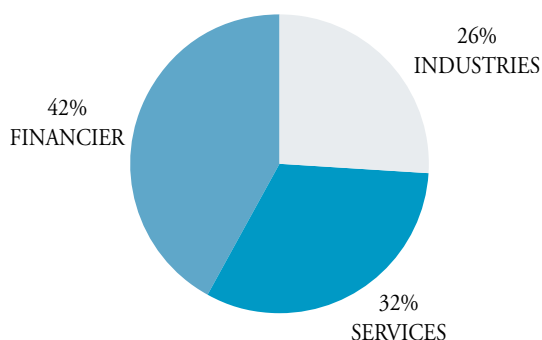
<sup>12</sup> Soit 500 000 actions ordinaires et 60 000 CI privilégiés.

<sup>13</sup> Cette opération n'a pas été clôturée en 2003.

La part des sociétés industrielles dans le montant total des émissions d'actions a accusé, en 2003, une baisse significative à 26% pour un montant de 15 millions de dinars, contre 57,6% et 26,3 millions de dinars en 2002.

Le secteur des services a presque quadruplé sa part en 2003, laquelle a atteint 32% pour un montant de 18,4 millions de dinars contre 10,5% et 4,8 millions de dinars en 2002.

**Répartition sectorielle des émetteurs en 2003**



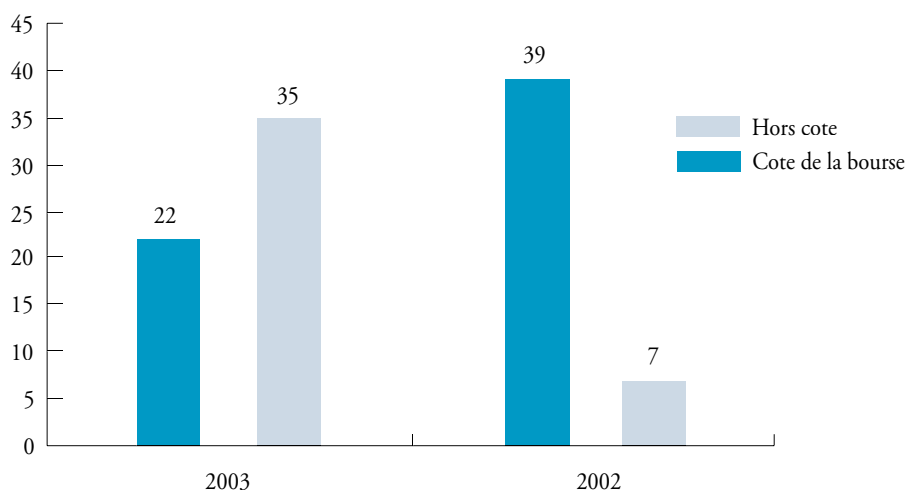
## 2-1-2 - La ventilation entre cote et hors cote

Contrairement aux trois années précédentes, la part la plus importante du total des émissions est revenue aux sociétés du hors cote soit 61%, contre 39% pour les sociétés cotées. Les émissions réalisées par les sociétés du hors cote, en 2003, ont porté sur un montant de 35 millions de dinars à l'occasion de 7 opérations, contre 7 millions de dinars en 2002 au moyen de 2 opérations. Les sociétés cotées, quant à elles, ont émis lors de neuf opérations l'équivalent de 22 millions de dinars, contre 39 millions de dinars en 2002.

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

	2003		2002	
	Montant en MD	Nbre d'opérations	Montant en MD	Nbre d'opérations
Cote de la Bourse	22	9	39	9
Hors cote	35	7	7	2
<b>Total</b>	<b>57</b>	<b>16</b>	<b>46</b>	<b>11</b>

**Répartition des émissions de titres de capital par compartiment**



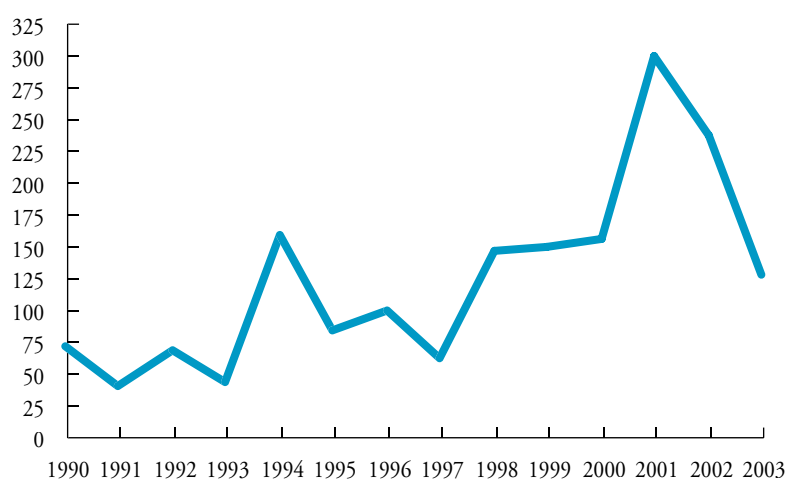
## 2-2 - Les émissions de titres de créances privés

Les émissions par appel public à l'épargne d'obligations privées ont atteint, en 2003, le niveau le plus bas durant les six dernières années, soit 124,5 millions de dinars.

Le faible niveau des émissions des obligations privées traduit la persistance du caractère marginal du mode de financement des entreprises tunisiennes par le biais du marché des capitaux. En effet, et hormis les sociétés du leasing, qui sont des émetteurs récurrents sur le marché obligataire, les entreprises tunisiennes recourent de manière accessoire au marché financier pour lever les fonds nécessaires à leurs investissements.

Ce constat, est d'autant plus évident que nombre d'opérations sont en fait montées à l'initiative et avec la garantie des banques dans le but de se procurer des liquidités et constituent en réalité de simples opérations de refinancement de crédits bancaires en souffrance. Ce type d'opérations n'est pas à condamner ; elles représentent une forme de soutien du secteur bancaire au reprofilage des créances des entreprises pour en adapter le service à leurs possibilités de remboursement. Cependant, force est de constater que ce n'est pas ce genre d'opérations et d'entreprises qui pourraient apporter une contribution positive au développement du marché financier. Il est fort à parier que chacune des opérations constituera pour l'entreprise concernée une expérience isolée et sans lendemain. L'apprentissage de la transparence devant les accompagner, constituera pour ce type d'opérations un vain espoir.

Evolution des émissions obligataires en MD



Par ailleurs, il y a lieu d'indiquer que sur les 124,5 millions de dinars visés en 2003, 101 millions de dinars ont été levés en 2003 et le reste en 2004.

**LE MARCHÉ FINANCIER TUNISIEN****Les émissions obligataires en 2003**

	Montant visé en D	Montant souscrit en D	Taux facial	Mode d'amortis.	Durée	Notation ou garantie bancaire
<b>Cote de la bourse</b>						
CIL 2002/3 <sup>14</sup>	12 000 000	2 800 000 9 200 000	TMM +1,25% 7,5%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	A-
ATL 2002/2	10 000 000	10 000 000	7,4%	Constant	5 ans	A
Tunisie Leasing 2002/2	10 000 000	10 000 000	7,4%	Constant	5 ans	A-
GL 2003/1 <sup>14</sup>	10 000 000	0 10 000 000	TMM <sup>15</sup> +1,25% 7,5%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	BBB+ <sup>16</sup>
CIL 2003/1 <sup>14</sup>	15 000 000	5 200 000 9 800 000	TMM <sup>15</sup> +1,25% 7%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	BBB
Tunisie Leasing 2003/1	10 000 000	10 000 000	7,4%	Constant	5 ans	BBB+
ATL 2003/1 <sup>14</sup>	20 000 000	4 000 000 <sup>17</sup> 16 000 000 <sup>18</sup>	TMM <sup>15</sup> +1,5% 7,4%	Constant	5ans	BBB+
GL 2003/2 <sup>14</sup>	10 000 000	0 10 000 000 <sup>19</sup>	TMM <sup>15</sup> +1,25% 7,5%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	BBB
<b>Sous total</b>	<b>97 000 000</b>	<b>97 000 000</b>				
<b>Hors cote</b>						
SEPCM 2002	5 000 000	5 000 000	7,5%	Constant	7 ans	BS
VAGA 2003	6 500 000	6 500 000	7,5%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	BH
SELIMA CLUB 2002	6 000 000	6 000 000	7,5%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	Amen Bank/ BIAT
AFRICA 2003	10 000 000	10 000 000	7,5%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	BS/BH/ ATB/BNA
<b>Sous total</b>	<b>27 500 000</b>	<b>27 500 000</b>				
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>124 500 000</b>	<b>124 500 000</b>				

**2.2.1 – La répartition sectorielle des émetteurs**

L'année 2003 a été marquée par la forte présence des sociétés du leasing dans les émissions obligataires. En effet, parmi les sociétés cotées, les sociétés du leasing ont été les seules à émettre des obligations au cours de cette année, pour un montant total de 97 millions de dinars. Leur part dans le volume total s'est située à 78% contre 38% en 2002

<sup>14</sup> Emprunt émis à deux taux différents au choix du souscripteur.

<sup>15</sup> Correspond à la moyenne des 12 derniers taux moyens mensuels du marché monétaire précédant la date de paiement des intérêts, majorée de la marge prévue.

<sup>16</sup> Cette note a été assortie d'une mise sous surveillance avec implication négative.

<sup>17</sup> Dont 1 000 000 dinars souscrit en 2004.

<sup>18</sup> Dont 12 250 000 dinars souscrit en 2004.

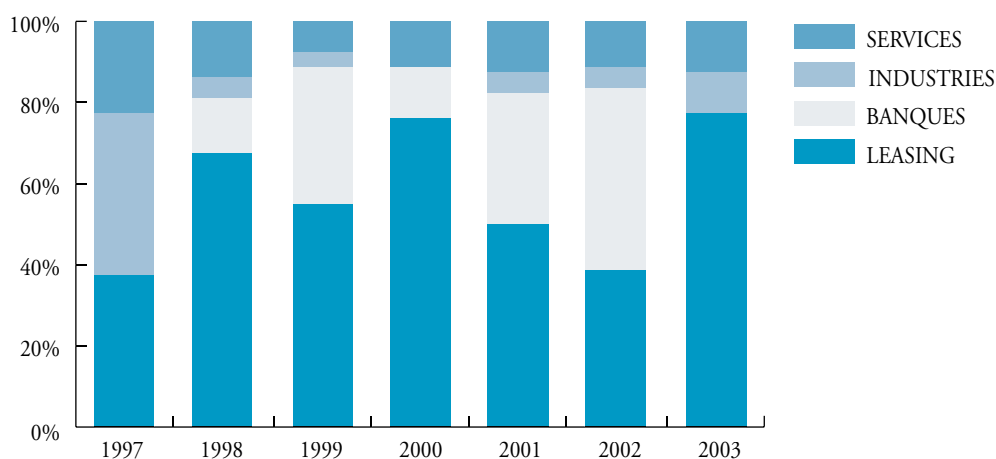
<sup>19</sup> Montant totalement souscrit en 2004.



pour un montant de 89 millions de dinars. A coté du dynamisme des sociétés du leasing, du reste habituel, cette année a été également marquée par l'absence des émissions bancaires et ce, contrairement aux années précédentes. Par ailleurs, le secteur de l'industrie a gardé pratiquement le même niveau d'émission qu'en 2002 à 11,5 millions de dinars, contre 11 millions de dinars. Compte tenu de la baisse des émissions globales, sa part a progressé sur la période de 5% à 9%.

Enfin, la part des sociétés de services a enregistré en 2003 une légère appréciation en s'affichant à 13%, contre 11% en 2002 malgré une baisse des montants émis de 26 millions de dinars à 16 millions de dinars.

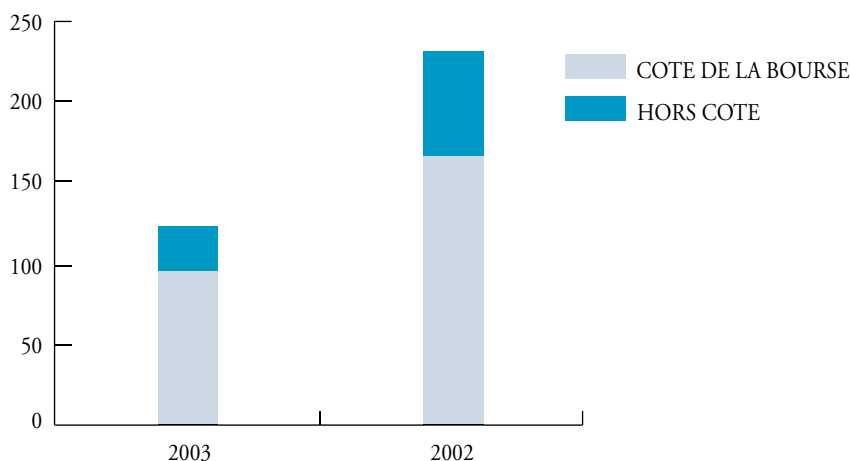
**Répartition sectorielle des émetteurs de titres de créances**



## 2-2-2 –La ventilation entre cote et hors cote

Les émissions des sociétés cotées ont représenté, en 2003, 78% du volume total émis, contre 73% en 2002. Elles ont porté sur un montant de 97 millions de dinars et concerné 8 opérations, contre un total de 27,5 millions de dinars pour les sociétés du hors cote au moyen de 4 opérations.

**Ventilation des émetteurs par compartiment en MD**



## 2-2-3 – La notation financière

Toutes les émissions des sociétés cotées effectuées en 2003 ont été assorties d'une notation financière. S'agissant des sociétés du leasing, il y a lieu de signaler que Maghreb Rating a procédé à deux reprises à la révision de leurs notes. Dans un premier temps, elle a mis ces notes sous surveillance avec implication négative et ce, suite à la constatation de la baisse de la rentabilité de ces sociétés en raison du contexte économique difficile. Dans un second temps, elle les a toutes baissées d'un palier en les assortissant d'une perspective d'évolution négative. Elle a justifié cette baisse par la détérioration de l'environnement économique dans lequel opèrent ces sociétés.

Par ailleurs, toutes les émissions des sociétés du hors cote ont été lancées avec des garanties bancaires.

### Notation des emprunts obligataires

Notes attribuées	Nombre d'emprunts
A	3
BBB	5

## 2.2.4 - Taux d'intérêts des emprunts obligataires

En 2003, et à l'occasion de 5 opérations d'émissions obligataires, 3 sociétés cotées ont offert aux souscripteurs le choix entre deux taux de rémunération, fixe ou indexé au TMM et ce, à l'instar de 2002 où cette formule a concerné deux émissions. La part souscrite à taux variables s'est élevée à 12 millions de dinars, soit 18% du total, contre 55 millions de dinars de souscriptions à taux fixes. Cette préférence pour les taux fixes semble s'expliquer par le souci des investisseurs de se protéger contre un mouvement baissier des taux.

D'ailleurs, l'autorité monétaire a fait baisser le taux d'intérêt de l'appel d'offres en 2003, à deux reprises (37,5 points de base le 27 mars et 50 points de base le 18 juin) pour le ramener à 5%. Cette baisse n'a pas été répercutée par les émetteurs sur les taux faciaux proposés lors des émissions obligataires.

## 2.2.5 - Duration et sensibilité<sup>20</sup>

La duration moyenne des emprunts obligataires émis par les sociétés du leasing s'est élevée en 2003 à 3,73 ans, contre 3,89 ans pour les emprunts des sociétés industrielles et 4,3 ans pour les sociétés de services. Le niveau élevé de la duration moyenne des emprunts émis par ces dernières provient du fait que les deux emprunts émis en 2003 ont porté sur la plus longue durée, soit 7 ans, d'une part, et que les modalités de leur amortissement prévoient deux ans de franchise, d'autre part. En conséquence, la sensibilité moyenne de ces emprunts a été la plus élevée soit 4%, contre une sensibilité moyenne de 3,6% et 3,5% pour les emprunts émis par les sociétés industrielles et par les sociétés du leasing.

<sup>20</sup> La durée de vie moyenne de tous les flux actualisés au taux de marché. Le calcul des durations et des sensibilités ont été faits selon les conditions à l'émission.

## Caractéristiques des emprunts privés émis en 2003

Intitulé de l'emprunt	Montant souscrit en D	Taux facial en %	Mode d'amortis.	Durée (ans)	Duration (ans)	Sensibilité en %
CIL 2002/3	2 800 000	TMM+1,25%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	4,325	-4,036
	9 200 000	7,5%			4,297	-3,997
ATL 2002/2	10 000 000	7,4%	Constant	5 ans	2,741	-2,552
Tunisie Leasing 2002/2	10 000 000	7,4%	Constant	5 ans	2,741	-2,552
GL 2003/1	0	TMM+1,25%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	4,373	-4,104
	10 000 000	7,5%			4,297	-3,997
CIL 2003/1	5 200 000	TMM+1,25%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	4,399	-4,140
	9 800 000	7%			4,337	-4,054
Tunisie Leasing 2003/1	10 000 000	7,4%	Constant	5 ans	2,741	-2,552
ATL 2003/1	4 000 000	TMM+1,5%	Constant	5ans	2,767	-2,598
	16 000 000	7,4%			2,738	-2,550
GL 2003/2	0	TMM+1,25%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise		
					4,399	-4,140
	10 000 000	7,5%			4,297	-3,997
SEPCM 2002	5 000 000	7,5%	Constant	7 ans	3,488	-3,245
VAGA 2003	6 500 000	7,5%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise		
					4,297	-3,997
SELIMA CLUB 2002	6 000 000	7,5%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise		
					4,297	-3,997
AFRICA 2003	10 000 000	7,5%	Constant	7 ans dont 2 ans de franchise	4,297	-3,997

### 2-2-6 - Structure des souscripteurs aux emprunts obligataires

La structure des souscripteurs aux emprunts obligataires visés en 2003 a été marquée par l'absence des caisses de retraite d'une part, et par l'appréciation remarquable, d'autre part, de la part de la catégorie des autres personnes morales qui comprend les entreprises n'appartenant pas aux secteurs de l'assurance, des retraites et du placement collectif.

En effet, les caisses de retraite n'ont souscrit à aucun emprunt obligataire en 2003, coupant ainsi avec une remarquable appréciation de leur part constatée en 2001 et 2002, où elles avaient atteint 10% et 13%.

Quant aux autres personnes morales, leur part a plus que doublé en passant à 35% contre 14% en 2002. Les banques, à elles seules, ont souscrit pour 30,7 millions de dinars, soit 25% du total souscrit et ce, contre un montant de souscriptions de 18 millions de dinars représentant 8% du total en 2002.

La part des souscriptions des sociétés d'investissement et des SICAV, tout en restant prépondérante dans le volume total, n'a été que de 49% en 2003, contre 64% en 2002. Les SICAV, à elles seules ont souscrit pour un montant de 59,7 millions de dinars soit 48% du total contre 148 millions de dinars et 63% du total en 2002. Cette baisse du volume souscrit par les SICAV peut s'expliquer par le souci du respect des ratios prudentiels imposés par la réglementation.



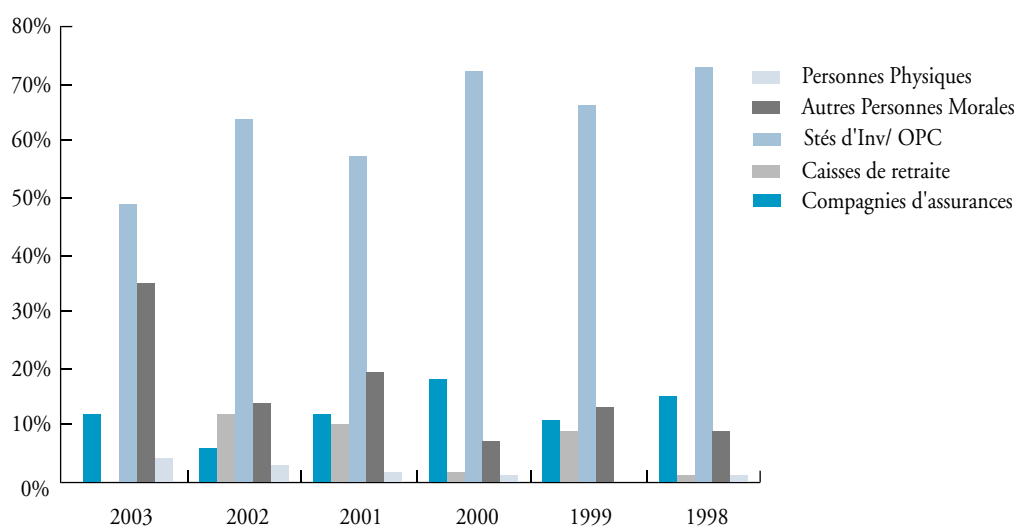
## LE MARCHÉ FINANCIER TUNISIEN

Concernant les personnes physiques, leur part a enregistré une légère amélioration en s'affichant à 4% en 2003 contre 3% en 2002.

### Etat des souscripteurs aux emprunts obligataires privés visés en 2003

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

### Répartition des souscripteurs aux emprunts obligataires privés



### 2-3 Les émissions des titres de créances publics

L'année 2003 s'est caractérisée par un grand changement au niveau de la structure des émissions des Bons du Trésor. En effet, les émissions des bons du Trésor se sont réparties d'une manière équilibrée entre les BTA dont la part a atteint 48,9% et les BTCT qui ont accaparé 51,1% de ces émissions et ce, contrairement aux années précédentes où les émissions des BTCT dépassaient largement celles des BTA comme c'était le cas en 2002 où les émissions ont été réparties à raison de 69,5% pour les BTCT et de 30,5% pour les BTA.

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

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

Le montant des émissions de BTA en 2003 s'est élevé à 1 038,4 MD contre 754,2 MD en 2002, enregistrant ainsi une nette hausse de 37,5% et dépassant le montant annoncé par le Trésor pour les adjudications ouvertes en 2003 estimé à 930 MD.

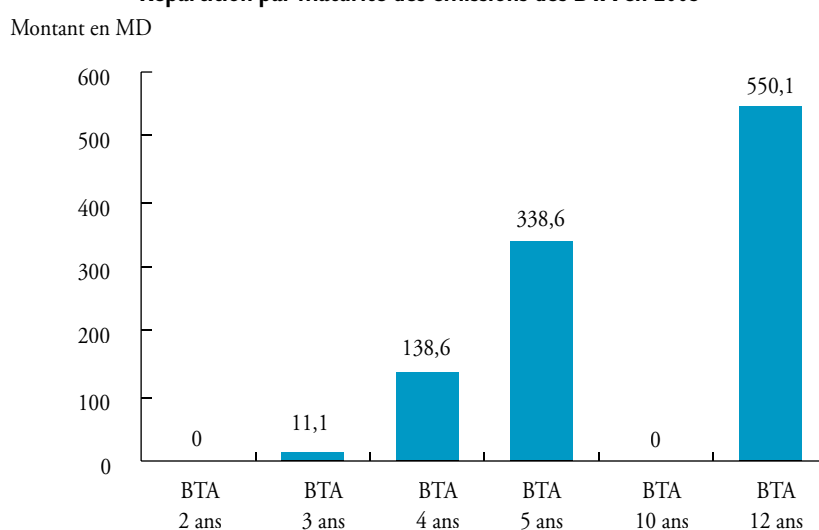
Cette hausse s'explique principalement par l'effort des autorités publiques visant l'augmentation de la durée moyenne de la dette publique, effort que traduit la concentration des émissions sur les BTA et notamment ceux à maturité de 5 ans et 12 ans qui ont représenté 86% des émissions des BTA, ce qui a influé sur la durée moyenne de la dette publique en bons de trésor qui est passée de 2 ans et 9 mois au 31 décembre 2002 à 3 ans et 5 mois au 31 décembre 2003.

	1999	%	2000	%	2001	%	2002	%	2003	%
BTA 2 ans	-	-	96,2	10,4%	133,5	21,2%	65,1	8,6%	0	-
BTA 3 ans	-	-	186,8	20,2%	176,7	28,1%	158,3	21,0%	11,1	1,1%
BTA 4 ans	-	-	483,8	52,4%	297,5	47,2%	181	24,0%	138,6	13,3%
BTA 5 ans	194,2	27,9%	62	6,7%	0	-	0	-	338,6	32,6%
BTA 10 ans	501,5	72,1%	93,8	10,2%	22,1	3,5%	11	1,5%	0	-
BTA 12 ans	-	-	-	-	-	-	338,8	44,9%	550,1	53,0%
<b>TOTAL</b>	<b>695,7</b>		<b>922,6</b>		<b>629,8</b>		<b>754,2</b>		<b>1038,4</b>	

Sur un autre plan, la hausse sensible des émissions des BTA pourrait s'expliquer par les stratégies des intervenants qui, anticipant une tendance à la baisse à moyen et long terme des taux d'intérêt, auraient réalisé d'importantes opérations d'achat de BTA.

Par ailleurs, la promulgation de la loi n° 2003-49 du 25 juin 2003 relative aux opérations d'achat avec engagement de revente des valeurs mobilières et effets de commerce aurait eu un effet stimulateur sur l'intérêt porté aux émissions des BTA dans la mesure où ce texte est susceptible de contribuer à la solution de la faiblesse du niveau de liquidité dont souffre le marché secondaire de ces titres.

**Répartition par maturité des émissions des BTA en 2003**



### 2-3-1-2 L'évolution des TMP des adjudications

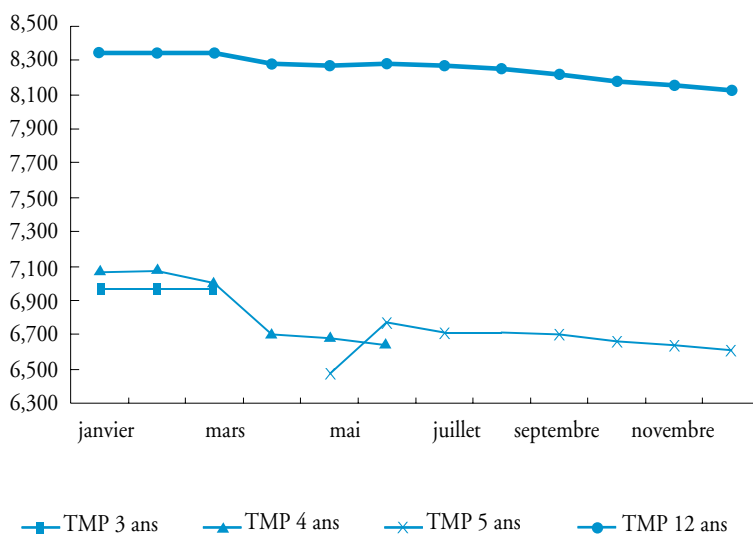
Malgré une tendance vers la baisse, le taux moyen pondéré des émissions des BTA s'est caractérisé en 2003 par une certaine stabilité par rapport à la baisse sensible du taux de l'appel d'offres de la banque centrale et du taux moyen pondéré des émissions des BTCT notamment en ce qui concerne les BTA à maturité de 12 ans. En effet, le TMP de



# LE MARCHÉ FINANCIER TUNISIEN

la ligne BTA 12 ans est passé de 8,350% en janvier à 8,126% en fin d'année malgré le fait que le TMM est passé durant la même période de 5,90625% à 5%.

### Evolution du TMP des adjudications des BTA en 2003

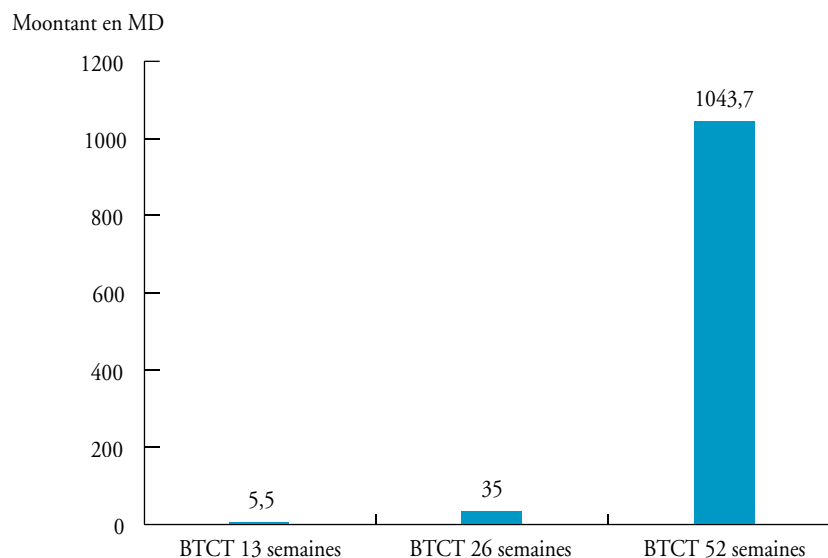


## 2-3-2 Les Bons du Trésor à Court Terme -BTCT-

### 2-3-2-1 Le montant des émissions

En 2003, les émissions des BTCT ont connu une importante baisse par rapport à l'année 2002. En effet, le montant émis n'a pas dépassé 1084,2 MD contre 1718,7 MD en 2002 accusant ainsi un recul de 36,9%.

### Répartition par maturité des émissions des BTCT en 2003



Cette baisse s'explique essentiellement par ce qui a été mentionné auparavant concernant l'effort des autorités publiques visant à porter la durée moyenne de la dette publique vers la hausse. Il est à signaler à cet égard que le montant des émissions des BTCT annoncé en 2003 n'a pas dépassé 1 190 MD contre 2 260 MD en 2002, ce qui représente une baisse de plus de 47%.

De plus et en ce qui concerne la répartition des émissions des BTCT selon leur maturité, il a été enregistré une grande concentration sur les BTCT 52 semaines dont le montant a atteint 1 043,7 MD représentant 96,3% du montant total des émissions des BTCT.

### Répartition des émissions des BTCT par maturité

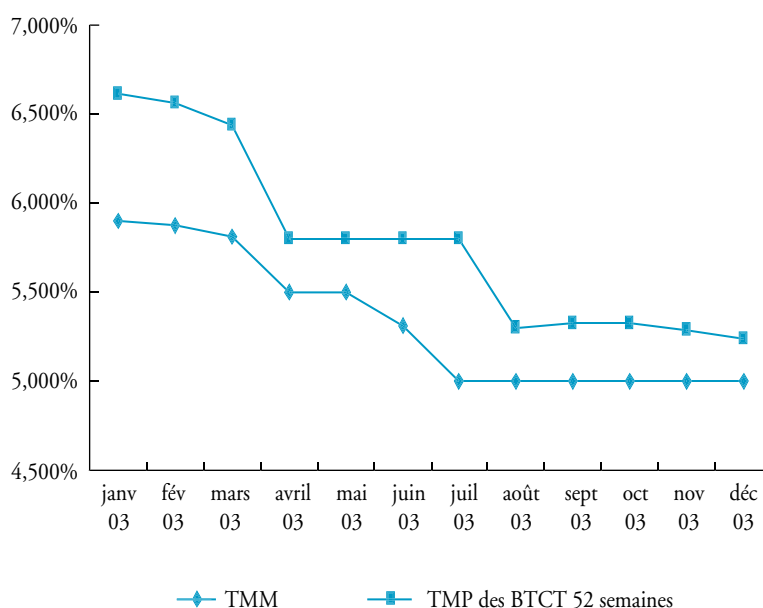
	1999	%	2000	%	2001	%	2002	%	2003	%
BTCT 13 semaines	69,5	9,2%	191	11,9%	396,5	21,1%	169,8	9,9%	5,5	0,5%
BTCT 26 semaines	174	22,9%	531,5	33,2%	195,2	10,4%	611,6	35,6%	35	3,2%
BTCT 52 semaines	516	67,9%	877,2	54,9%	1287,8	68,5%	937,3	54,5%	1043,7	96,3%
<b>TOTAL</b>	<b>759,5</b>		<b>1599,7</b>		<b>1879,5</b>		<b>1718,7</b>		<b>1084,2</b>	

### 2-3-2-2 L'évolution des TMP

L'évolution des TMP des émissions des BTCT s'est caractérisée en 2003 par une tendance baissière. Ainsi, le TMP des BTCT 52 semaines s'est-il situé à 6,600% en janvier et à 5,240% en fin d'année.

Il est évident que les principales étapes de ladite baisse ont coïncidé avec la baisse du taux de l'appel d'offres de la banque centrale qui a eu lieu à deux reprises. En effet et à la fin du mois de mars, ce taux est passé de 5,8750% à 5,5%, ce qui a influé sur le TMP des émissions des BTCT 52 semaines qui a reculé durant la même période de 6,440% à 6,026%. De même, la baisse du taux de l'appel d'offres de la banque centrale à 5% au milieu du mois de juin a été suivie du recul du TMP des émissions des BTCT 52 semaines de 5,800% à 5,296%.

Evolution des TMM et du TMP des BTCT en 52 semaines en 2003





## LE MARCHÉ FINANCIER TUNISIEN

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

L'année 2003 a connu le retrait d'une société de la cote de la bourse ramenant ainsi le nombre total des sociétés cotées à 45 contre 46 en 2002.

En effet, au cours de cette année, la société Héla d'électroménager et de confort « BATAM » a été radiée suite à l'absorption de la totalité de ses fonds propres par des pertes.

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

31 décembre 2002	31 décembre 2003	Variation
46	45	-1

Par contre, et en ce qui concerne les titres de créance, l'année 2003 a connu onze introductions au marché obligataire de la cote de la bourse contre vingt quatre en 2002. Deux des emprunts introduits ont été émis en 2002, et le reste, soit neuf emprunts, ont été émis en 2003.

Ces opérations ont été réalisées par quatre sociétés de leasing (six emprunts obligataires), une banque, deux sociétés hôtelières et deux sociétés industrielles à raison d'un emprunt pour chaque émetteur.

## II - MARCHÉ SECONDAIRE

L'activité boursière a enregistré cette année un recul évident au niveau des capitaux échangés et du volume traité avec respectivement -36,23% et -25,27%. La hausse de la capitalisation boursière et de l'indice TUNINDEX, reflète les hausses spectaculaires des cours de la SFBT et de la SOTETEL et dans une moindre mesure de celles de la BS et l'UBCI.

#### Indicateurs boursiers de la cote

Cote de la bourse	2001	2002	2003	Variation 2002/2003
Capitaux échangés (en MD)	509	334	213	-36,23%
Dont :				
Actions	488	312	211	-32,37%
Droits & actions nouvelles	21	22	2	-90,91%
Volume traité (en milliers)	21 951	16 948	12 666	-25,27%
Dont :				
Actions	21 076	15 351	12 535	-18,34%
Droits & actions nouvelles	875	1 597	131	-91,80%
Capitalisation boursière (en MD)	3 239	2 842	2 976	4,71%
PER	11,18	9,41	12,6	-
Indice Tunindex	1 266,89	1 119,15	1 250,18	11,71%
Indice BVMT	996,09	782,93	939,78	20,03%

Le PER est une moyenne pondérée : pondération du PER de chaque société par sa capitalisation boursière à la fin de l'année

Source : BVMT



Les rapports de la capitalisation boursière et des capitaux échangés au PIB ont, pour la troisième année consécutive, accusé un repli passant respectivement de 9,4 % et 1,1% en 2002 à 9,22% et 0,66% en 2003.

En revanche, les opérations Hors cote et Hors marché ont connu cette année une légère progression de 3,08% et 7,23% respectivement par rapport à l'année dernière. Il est par ailleurs à noter qu'au cours de cette année 28,37% des capitaux échangés au niveau des opérations d'enregistrement résultent de la restructuration du capital de la société des ciments de Jebel El Ouest pour un montant de 181 MD.

## Opérations hors cote et hors marché

En MD

	2001	2002	2003	Variation 2002/2003
Hors cote	59	65	67	+3,08%
Enregistrements	568	595	638	+7,23%
Déclarations	68	3	5	-

Source : BVMT

Le comportement baissier de l'activité boursière durant le premier trimestre 2003 semble s'expliquer d'une part, par les mauvais résultats relatifs à l'exercice 2002, comparés à ceux de 2001, affichés par les sociétés de la cote et d'autre part, par la radiation de la société BATAM de la cote de la bourse et les pertes subies par la société TUNISAIR qui ont ébranlé la confiance des investisseurs dans le bon fonctionnement du marché financier.

Néanmoins, la situation aurait pu être plus grave sans la mise en place, par dix sociétés, de programmes de rachat de leurs propres actions qui, bien que menés à bien, n'ont pas réussi à instaurer le niveau de confiance requis.

Malgré la reprise générale du marché durant le mois d'avril, la revue à la baisse du déficit de TUNISAIR, l'annonce de son vaste programme de restructuration et le dénouement rapide du conflit en IRAQ, l'activité boursière n'a pas pu prendre son élan pour au moins espérer revenir au niveau des performances affichées en 2002. L'annonce des résultats semestriels n'est certainement pas étrangère à cet état de fait ; puisque 22 sociétés cotées ont vu leurs résultats nets au premier semestre 2003 régresser par rapport à la même période de 2002.

Cependant, et malgré la poursuite de la tendance baissière pour la troisième année consécutive, le marché tunisien a pu capter davantage d'investissements étrangers puisque l'année s'est soldée par un flux net de +17,8MD contre +9,4MD l'année écoulée, soit une appréciation de +89,36% intéressant essentiellement la SFBT, la SOTETEL et quelques banques.

## I- CAPITAUX ÉCHANGÉS, VOLUME TRAITÉ ET NOMBRE DE CONTRATS

### Evolution des capitaux échangés, du volume traité et du nombre de contrats

	2001	2002*	2003	Variation 2002/2003
Capitaux échangés (en MD)	509	334	213	-36,23%
Volume traité (en milliers)	21 951	16 948	12 666	-25,27%
Nombre de contrats(en milliers)	199	97	77	-20,62%

Source : BVMT

\* Données ajustés des droits et actions nouvelles

Les capitaux échangés et le volume traité ont reculé pour la troisième année consécutive respectivement de 36,23% et 25,27%, soit avec quasiment les mêmes taux de régression que l'année écoulée. Quant à la baisse enregistrée au niveau du nombre de contrats soit 20,62% (contre une baisse de 47% pour l'année 2002), elle résulte de l'absence de sociétés nouvellement introduites.

## 2- LES VALEURS LES PLUS ACTIVES

En l'absence de nouvelles introductions en bourse et d'opérations d'augmentation de capital d'envergure, les opérations des étrangers ont joué cette année un rôle important dans la dynamique du marché.

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

Valeurs les plus actives en termes de capitaux échangés <span style="float: right;"><i>en mD</i></span>		
Valeur	Capitaux échangés	Capitalisation boursière au 31 décembre 2003
SOTETEL	37 906	83 462
SFBT	32 591	490 838
BIAT	18 805	183 000
BT	15 075	262 500
SOMOCER	13 294	61 760
<b>Total</b>	<b>117 671</b>	<b>1 081 560</b>
<b>Part du marché</b>	<b>55,25%</b>	<b>36,34%</b>

Source : BVMT

Il ressort de ce classement que seule SOMOCER, valeur introduite à la cote de la bourse au cours des derniers jours de l'année 2002 a intégré ce palmarès. Le maintien de la SFBT dans les cinq valeurs les plus actives en termes de capitaux échangés s'explique d'une part, par la poursuite au cours de cette année de l'opération visant l'élimination des participations croisées du groupe, et d'autre part, par l'engouement des investisseurs étrangers à l'origine d'acquisitions nettes de 8,1 MD représentant 24,8% du total des capitaux échangés. La présence de la SOTETEL à la tête du palmarès s'explique largement par l'intérêt d'un fond d'investissement arabe spécialisé dans le secteur des télécommunications qui a contribué pour plus de 16% dans le total des capitaux échangés sur le titre SOTETEL.

La BIAT doit, quant à elle, sa troisième place à l'augmentation de la part d'un investisseur local dans son capital.

La part de ces cinq valeurs a représenté 55,25% du montant global des capitaux échangés; niveau équivalent à celui observé en 2000 et qui était de 56%.

## 2-2 - En termes de volumes traités

### Valeurs les plus actives en termes de volumes traités

Valeur	Volume traité <i>- en milliers -</i>	Capitalisation boursière au 31 décembre 2003 <i>- en mD-</i>
BS	1 367	200 000
TAIR	1 057	103 670
BIAT	1 020	183 000
BH	989	124 500
SOTETEL	851	83 462
<b>Total</b>	<b>5 284</b>	<b>694 632</b>
<b>Part du marché</b>	<b>41,72%</b>	<b>23,34%</b>

Source : BVMT

L'investissement et le désinvestissement des étrangers ont influencé de manière significative le classement des valeurs les plus actives en termes de volume traité et expliquent dans une large mesure la présence des valeurs bancaires.

Pour ce qui concerne la société TUNISAIR, plusieurs facteurs peuvent expliquer cette performance. En effet, malgré un début d'année très perturbé en relation en particulier avec l'annonce de 70MD de pertes pour l'année 2002, les difficultés structurelles, le conflit en IRAK la société a pu, à partir du mois de mai, remonter la pente grâce notamment à l'annonce d'un vaste programme de restructuration et à la révision à la baisse de ses pertes à 32MD.

La part des cinq valeurs les plus actives en termes de volumes traités est passée à 42% du volume global traité contre 35% une année auparavant. Avec une telle proportion, l'année 2003 aura enregistré le retour de la concentration des échanges au niveau de l'année 2001.

## 2-3 En termes de contrats conclus

### Valeurs les plus actives en termes de nombre de contrats conclus

Valeur	Nombre de contrats	Capitalisation boursière au 31 décembre 2003 <i>en mD</i>
SOTETEL	9 814	83 462
SFBT	6 550	490 838
SOTRAPIL	6 513	38 038
TAIR	5 310	103 670
SIPHAT	4 588	14 220
<b>Total</b>	<b>32 775</b>	<b>730 228</b>
<b>Part du marché</b>	<b>46,93%</b>	<b>24,54%</b>

Source : BVMT

Au niveau des contrats conclus, l'absence de nouvelles introductions au cours de cette année s'est traduite par une régression de la part des cinq meilleures valeurs. En effet, celle-ci était de 69% en 2001, de 50% en 2002 et elle a atteint seulement 47 % cette année, soit un niveau comparable à celui de l'an 2000 où elle n'était que de 45%.

## 3- CAPITALISATION BOURSIERE ET PER

**Répartition de la capitalisation boursière par secteur** *En MD*

Secteur	Au 29/12/01	%	Au 31/12/02	%	Au 31/12/03	%
<b>Bancaire et financier</b>	<b>1 859</b>	<b>54</b>	<b>1 723</b>	<b>60</b>	<b>1 714</b>	<b>57</b>
Banque	1 663	47	1 543	54	1 545	52
Leasing	106	4	89	3	74	2
Sociétés d'investissement	91	3	91	3	95	3
<b>Assurances</b>	<b>59</b>	<b>2</b>	<b>57</b>	<b>2</b>	<b>55</b>	<b>2</b>
<b>Services</b>	<b>444</b>	<b>13</b>	<b>358</b>	<b>13</b>	<b>323</b>	<b>11</b>
<b>Secteur industriel</b>	<b>877</b>	<b>31</b>	<b>704</b>	<b>25</b>	<b>884</b>	<b>30</b>
Chimie	189	6	190	7	194	7
Agro-Alimentaire	596	23	446	16	539	18
Autres sociétés industrielles	92	2	68	2	151	5
<b>Total marché</b>	<b>3 239</b>	<b>100</b>	<b>2 842</b>	<b>100</b>	<b>2 976</b>	<b>100</b>

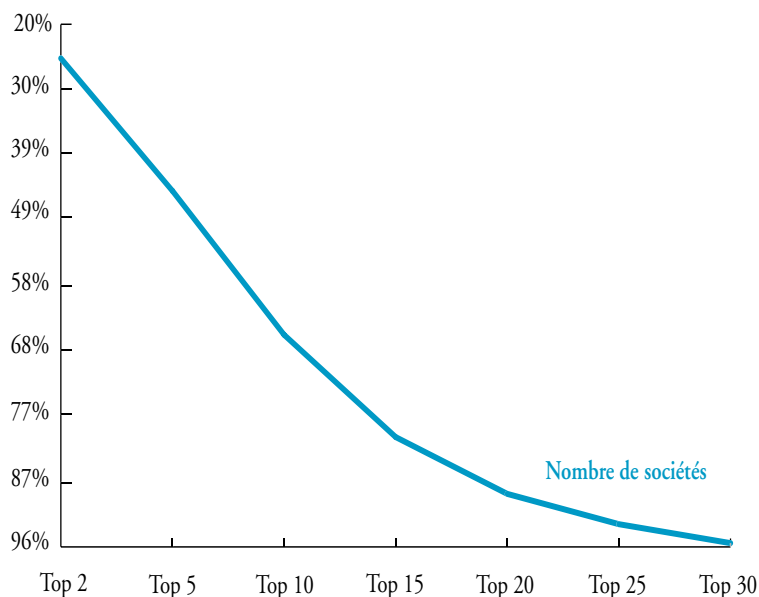
Le niveau de la capitalisation boursière est passé de 2 842 MD fin 2002 à 2 976 MD à fin 2003, soit une hausse de 4,71% contre une baisse de 12% une année auparavant et ce, en raison principalement de la hausse des cours de la SFBT, la SOTETEL, la BS et l'UBCI respectivement de 23,85%, 60,28%, 20,09% et 46%. Ces valeurs représentent 32% de la capitalisation boursière.

La hausse de la capitalisation boursière conjuguée à la dégradation des résultats des sociétés cotées ont engendré une détérioration du niveau du PER qui est passé de 9,41 fois au 31 décembre 2002 à 12,60 fois le 31 décembre 2003.

La répartition sectorielle de la capitalisation boursière au 31 décembre 2003 traduit la persistance de la prédominance du secteur bancaire avec une proportion de 52% et ce, malgré une baisse de 2 points de pourcentage par rapport à 2002, et fait ressortir l'accroissement de la part du secteur industriel qui est passée à 30% de la capitalisation du marché contre 25% l'année écoulée.

Au niveau de la concentration de la capitalisation boursière, l'année 2003 confirme la même tendance des années antérieures avec dix (10) sociétés cotées, dont huit appartenant au secteur bancaire, qui représentent 66% de cette capitalisation.

**Concentration de la capitalisation boursière à fin 2003**



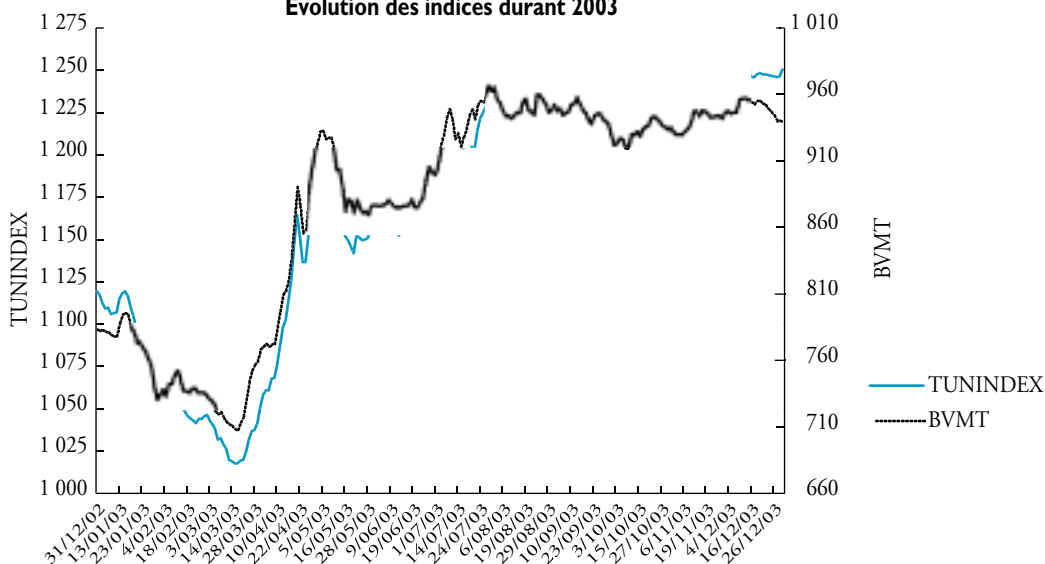
## 4- LES INDICES

**Evolution des indices TUNINDEX et BVMT**

Indice	Au 31/12/01	Au 31/12/02	Au 31/12/03	Variation 2002/2003
TUNINDEX	1 266,89	1 119,15	1 250,18	+11,71%
BVMT	996,09	782,93	939,78	+20,03%

L'indice de capitalisation TUNINDEX s'est redressé en enregistrant une hausse de 11,71% passant de 1 119,15 points au 31 décembre 2002 à 1 250,18 au 31 décembre 2003 contrairement à la baisse de 12% enregistrée en 2002. L'indice BVMT s'est également apprécié de 20,03% en passant de 782,93 points au 31 décembre 2002 à 939,78 points au 31 décembre 2003.

**Evolution des indices durant 2003**





## LE MARCHÉ FINANCIER TUNISIEN

L'indice TUNINDEX est passé par trois phases différentes durant l'année 2003 :

- Une première phase baissière qui s'est étendue du début de l'année jusqu'à fin mars; imputable aux mauvaises performances des sociétés cotées au titre de l'exercice 2002 puisque 27 d'entre elles ont affiché des résultats nets en régression par rapport à ceux de 2001.
- Une deuxième phase de reprise générale a couvert les quatre mois suivants et semble s'expliquer par la baisse du taux de l'appel d'offres (TAO); facteur déterminant dans la relance du marché. Ceci a vraisemblablement été à l'origine d'un certain regain de confiance de la part des investisseurs dans le marché financier et a favorisé les anticipations optimistes quant aux résultats semestriels des entreprises cotées.
- Une troisième phase commençant à partir de fin juillet marquée par une certaine stabilisation de l'indice. Les résultats semestriels publiés qui n'ont pas fait mieux que les prévisions pourraient expliquer cette tendance.

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

Contrairement à l'année précédente, l'année 2003 a été caractérisée par une appréciation des transactions sur ce compartiment puisque le montant des capitaux échangés s'est situé à 27MD contre 12MD en 2002; ce qui représente 8,82% du montant global des capitaux échangés sur le marché contre 3% l'année dernière et 3,7% de l'encours des emprunts obligataires contre 1,6% une année auparavant.

La baisse du taux de l'appel d'offres (TAO) au cours de l'exercice 2003 pourrait être un premier élément de réponse pour cette appréciation dans l'échange des titres de créance.

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

Le volume global des acquisitions d'actions de sociétés admises et non admises à la cote de la BVMT, effectuées par des étrangers durant l'année 2003 s'est élevé à 298,1 MD contre 357,6 MD en 2002, et se répartit comme suit :

- 36,9 MD sur les marchés de la cote et du hors cote ;
- 261,2 MD suite à des opérations d'enregistrement.

Pendant cette même période, les cessions d'actions par les étrangers se sont élevées à 291,2 MD contre 235,6 MD en 2002, et sont ventilées comme suit :

- 19,1 MD sur les marchés de la cote et du hors cote ;
- 272,1 MD suite à des opérations d'enregistrement.

### I- LES TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ

Avec un montant de 36,9 MD en 2003 contre 46,5 MD en 2002, les achats des étrangers sur la cote et le hors cote de la bourse ont notablement baissé par rapport à l'année écoulée. De même, le montant des cessions de valeurs mobilières par les étrangers, a régressé en passant de 37,2 MD en 2002 à 19,1 MD en 2003.

Les principales transactions ont porté sur les valeurs suivantes :

- SFBT : pour un montant de 9,6 MD à l'achat et 1,5 MD à la vente ;
- SOTETEL : pour un montant de 7,4 MD à l'achat et 0,6 MD à la vente ;
- BH : pour un montant de 3,7 MD à l'achat et 0,4 MD à la vente ;
- BIAT : pour un montant de 3,8 MD à l'achat et 10,8 MD à la vente ;
- BT : pour un montant de 3,7 MD à l'achat ;
- BS : pour un montant de 3 MD à l'achat ;
- SIAME : pour un montant de 1,9 MD à l'achat et 0,1 MD à la vente.
- SOMOCER : pour un montant de 2,2 MD à l'achat et 0,3 MD à la vente.

Au terme de l'année 2003 et compte tenu des transactions sus-indiquées, le niveau de la participation étrangère dans le capital des sociétés admises à la cote se présente comme suit :

- supérieure à 50% dans 5 sociétés (UBCI, UIB, SFBT, Air Liquide, ATB)
- entre 30% et 50% dans 2 sociétés (ASTREE, STIP)
- entre 20% et 30% dans 6 sociétés
- entre 5% et 20% dans 10 sociétés
- inférieure à 5% dans 22 sociétés

## 2- LES OPERATIONS D'ENREGISTREMENT EN BOURSE

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

Les acquisitions effectuées par des personnes morales ou physiques étrangères auprès de personnes morales ou physiques tunisiennes et enregistrées à la BVMT sont passées de 125,6 MD en 2002 (102,7 MD pour la privatisation de l'UIB) à 14,8 MD en 2003.

Ce montant tient compte des transactions sur la société Tunisie OUATE (3,9 MD), la société FUBA PRINTED CIRCUITS TUNISIE (1,9 MD), la société AGROMED (1MD), la société Tunisian Business Machines (1,6 MD) et la société COMMERT (2,1MD).

Quant aux cessions par des personnes morales ou physiques étrangères au profit de personnes morales ou physiques tunisiennes, elles ont augmenté de 13MD en 2002 à 25,6 MD en 2003. Ces cessions ont porté notamment sur les actions de la Compagnie Tunisienne d'Electronique EL ATHIR (2,4 MD), la société de Promotion et de Financement Touristique CARTHAGO (13,5 MD), la société Tunisia WIFEK (1,7 MD) et sur les actions du GAT (2,7 MD)

### 2-2 Les transactions effectuées entre étrangers

Les transactions effectuées entre personnes morales ou physiques étrangères et enregistrées à la BVMT se sont élevées à 246,4 MD à la fin de l'an 2003 contre 185,5 en 2002.



## LE MARCHÉ FINANCIER TUNISIEN

Ce chiffre tient compte notamment des transactions effectuées sur les actions de :

- la société des Ciments de Jbel El OUST, entre vendeurs et acheteurs portugais et espagnols pour un montant de 181,3 MD ;
- l'UBCI entre un acheteur et un vendeur de nationalité française pour un montant de 23,2 MD ;
- la BT entre un acheteur et un vendeur de nationalité française pour un montant de 11,6 MD ;
- la BIAT entre un acheteur et un vendeur de nationalité italienne pour un montant de 10 MD.

### 3- LA COMMISSION SUPÉRIEURE D'INVESTISSEMENT -CSI-

Le montant des acquisitions approuvées par la CSI s'est élevé à 26 MD à la fin de l'année 2003 contre 284,6 MD au terme de l'année précédente<sup>21</sup>.

Les principales acquisitions ont concerné essentiellement :

- l'UBCI, pour un montant de 23,1 MD, au profit de la société française BNP PariBas BDDI participations ;
- la société PACIFIC TEXTILES, pour un montant de 3 MD, au profit, de la société SOPAH du Luxembourg ;
- la société INTEX, pour un montant de 2,9 MD au profit de la société TEXTILE SA du Luxembourg.

## IV- L'INTERMEDIATION BOURSIERE EN 2003

### I- L'ACTIVITE DES INTERMEDIAIRES EN BOURSE EN 2003 ( NEGOCIATION ET ENREGISTREMENT DES VALEURS MOBILIERES EN BOURSE)

Le montant des capitaux traités à la vente et à l'achat par les intermédiaires en bourse au titre de l'année 2003 a diminué de 6% par rapport à l'année précédente pour atteindre 1 886 MD contre 2 007 MD l'année dernière. Comme l'année précédente, la répartition de ce montant entre les intermédiaires en bourse, demeure déséquilibrée puisque 45% de ce chiffre ont été réalisés par 3 sociétés d'intermédiation boursière seulement, tandis que les 21 autres n'ont réalisé ensemble que 55%.

---

<sup>21</sup> Ce montant tient essentiellement compte des transactions réalisées sur les actions de :

- l'UIB, pour un montant de 102,7 MD, au profit de la société française SOCIETE GENERALE
- et la société ORASCOM TELECOM TUNISIE, pour un montant de 166,7 MD, au profit, essentiellement, de la société koweïtienne «WATANIA».



## Répartition des capitaux échangés au titre de l'année 2003

Part dans les transactions	Nombre d'intermédiaires	Part globale
Entre 10,7 % et 23,1 %	3	44,90%
Entre 1,2 % et 8,6 %	14	50,50%
Entre 0,4 % et 0,9 %	7	4,60%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>

Les opérations d'enregistrement qui se sont élevées à 1 275 MD, ont représenté, à elles seules, 67,60% du montant des capitaux traités en 2003 contre 59,33% l'année dernière. Quant aux opérations réalisées sur la cote, elles ont représenté 25,27% contre 34,14% l'année dernière. Enfin la part des opérations réalisées sur le hors cote n'a pas dépassé 7,13%, contre 6,53% l'année dernière, du volume global des transactions.

## Répartition des capitaux échangés par type de marché au titre de l'année 2003

En MD

	Cote de la Bourse	Hors Cote	Enregistrement (hors déclaration)	Total
Capitaux échangés	477	134	1 275	1 886
%	25,27%	7,13%	67,60%	100%

### I-1 Répartition du volume des transactions réalisées sur la cote

Le volume des transactions réalisées sur la cote au cours de l'année 2003 a continué sa baisse pour atteindre 477 MD contre 685 MD en 2002 et 907 MD en 2001. La répartition de ce volume sur les intermédiaires en bourse, s'est caractérisée, comme les années précédentes, par un grand déséquilibre. Ainsi, 48,8% de ce volume ont été réalisés par 5 intermédiaires seulement.

## Répartition des capitaux échangés sur la cote au titre de l'année 2003

Part dans les transactions	Nombre d'intermédiaires	Part globale
Entre 6,9% et 12,4%	5	48,80%
Entre 1,1% et 5,6%	15	48,40%
Inférieur ou égal 0,9%	4	2,80%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>

### I-2 Répartition du volume des transactions réalisées sur le hors cote

Le volume des transactions réalisées sur le hors cote au cours de cette année a gardé presque le même niveau que l'année précédente. En effet ce volume a atteint 134 MD contre 131 MD en 2002.

La répartition du volume des transactions réalisées sur le hors cote entre les intermédiaires en bourse a été elle aussi caractérisée par un grand déséquilibre, puisque 3 intermédiaires ont réalisé à eux seuls 66,6% de ce volume.



## LE MARCHÉ FINANCIER TUNISIEN

### Répartition des capitaux échangés sur le Hors-cote au titre de l'année 2003

Part dans les transactions	Nombre d'intermédiaires	Part globale
Entre 17,7% et 25,68%	3	66,60%
Entre 1,1% et 6,1%	9	30,50%
Inférieur ou égal à 0,9%	12	2,90%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>

### I-3 Répartition entre les intermédiaires en bourse du volume des enregistrements

Le volume des opérations d'enregistrement au cours de cette année a augmenté de 7% par rapport à l'année précédente pour atteindre 1 275 MD contre 1 191 MD.

Le même déséquilibre a également caractérisé la répartition de ce volume entre les différents intermédiaires, puisque 71,1% ont été effectués par 5 intermédiaires alors que les 19 autres n'ont effectué ensemble que 28,9%.

### Répartition des capitaux échangés lors des opérations d'enregistrement au titre de l'année 2003

Part dans les transactions	Nombre d'intermédiaires	Part globale
Entre 7% et 32,8%	5	71,10%
Entre 1% et 4,7%	10	24,90%
Inférieur ou égal 0,8%	9	4,00%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>

## 2- SITUATION FINANCIERE DES INTERMEDIAIRES EN BOURSE

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

Les chiffres clés des sociétés d'intermédiation en bourse ont été caractérisés par une importante diminution de la valeur des passifs, par une légère augmentation du total des capitaux propres avant affectation ainsi que par une nette amélioration des résultats.

## Evolution des chiffres clés du secteur des sociétés d'intermédiation en bourse

(en dinars)

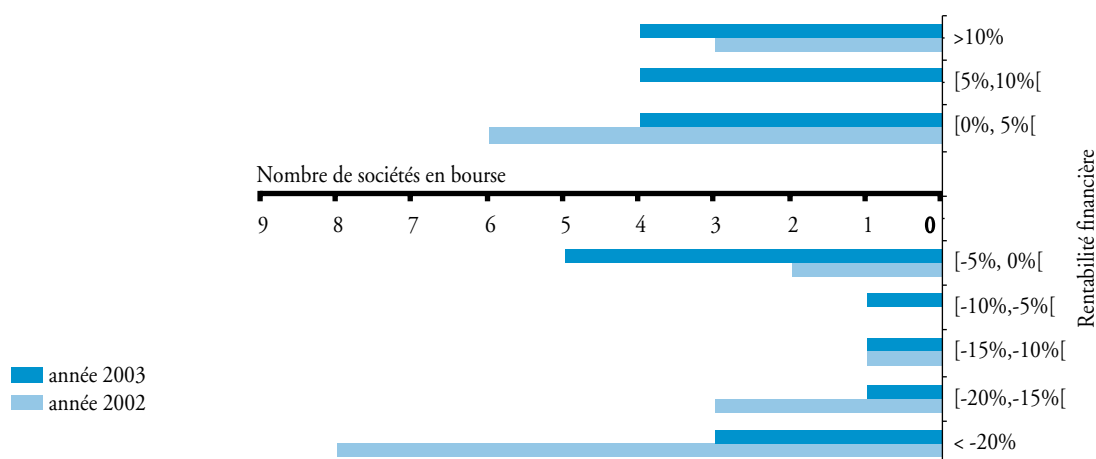
	2001	2002	2003	Var. 2003-2002
<b>Total des actifs</b>	157 135 012	128 782 673	113 288 036	-12%
Immobilisations financières	14 871 499	14 627 645	15 536 478	6%
Placements et autres actifs financiers	51 154 098	44 663 514	54 102 814	21%
Liquidités et quasi-liquidités	20 432 672	13 335 814	23 880 687	79%
Autres actifs courants	44 897 062	37 815 612	7 718 089	-80%
<b>Capitaux propres avant affectation</b>	<b>53 581 066</b>	<b>47 927 520</b>	<b>48 042 876</b>	<b>0,2%</b>
<b>Passifs</b>	103 553 952	80 855 153	65 245 160	-19%
Emprunts à long terme	14 329 566	12 617 483	808 904	-94%
Concours bancaires et autres passifs financiers.	13 996 802	13 786 508	11 600 603	-16%
Dû à la clientèle	14 688 053	11 409 172	7 762 117	-32%
<b>Eléments de performance</b>				
Résultat après modifications comptables	<3 231 006>	<5 407 587>	<150 673>	97%
Rentabilité des fonds propres	-6%	-11%	-0,3%	
Nombre de sociétés bénéficiaires	9	9	12	33%
Résultats bénéficiaires Cumulés	897 236	1 232 321	1 834 765	49%
Nombre de sociétés déficitaires	14	14	11	-21%
Résultats déficitaires cumulés	<4 128 241>	<6 639 908>	<1 985 438>	70%

## 2-2 La rentabilité

Onze (11) intermédiaires en bourse ont subi des pertes au titre de l'année 2003 ; soit une baisse de 21% de ce nombre par rapport à l'année précédente. Le montant de ces pertes a également baissé de 70% par rapport à l'année précédente pour atteindre 2 MD contre 6,6 MD.

Le montant des bénéfices réalisés a augmenté de 49% pour atteindre 1,8 MD contre 1,2 MD l'année précédente.

### Répartition des sociétés de bourse en fonction du rendement des fonds propres



## LE MARCHÉ FINANCIER TUNISIEN

Malgré la régression des produits d'exploitation, les courtages ainsi que les commissions de gestion ont évolué positivement en comparaison avec les deux années précédentes, pour atteindre successivement 5,2 et 3,3 MD contre 3,2 MD en 2002 et 4,8MD en 2001 pour les courtages et 2,9 MD en 2002 et 2001 pour les commissions sur la gestion des portefeuilles des valeurs mobilières.

Les charges d'exploitation des intermédiaires en bourse en 2003, dont l'essentiel est constitué par les charges du personnel et des dotations aux amortissements et aux provisions, ont enregistré une diminution de 17,3% en comparaison avec l'année précédente, ce qui a entraîné une réduction de 36% des pertes d'exploitation, qui ont été ramenées à 3,7 MD contre 5,8MD en 2002.

### Evolution des principales composantes du compte de résultats

du secteur des sociétés d'intermédiation en bourse.

en MD

	2001	%	2002	%	2003*	%	Var.2003 2002
<b>Produit d'exploitation</b>	<b>13 403 866</b>	<b>100%</b>	<b>12 474 271</b>	<b>100%</b>	<b>11 409 626</b>	<b>100%</b>	<b>-9%</b>
Courtages	4 821 392	36%	3 243 777	26%	5 204 617	45%	60%
Commissions de gestion	2 960 337	22%	2 977 154	24%	3 274 653	29%	10%
Commissions de placement	1 459 760	11%	2 373 930	19%	661 721	6%	-72%
Revenus des montages, études et assistances	982 443	7%	1 179 196	9%	1 198 071	11%	2%
Droits de garde	475 275	4%	447 327	4%	249 594	2%	-44%
Autres produits d'exploitation	2 704 658	20%	2 252 887	18%	820 971	7%	-64%
<b>Charges d'exploitation</b>	<b>17 399 197</b>	<b>100%</b>	<b>18 247 992</b>	<b>100%</b>	<b>15 084 878</b>	<b>100%</b>	<b>-17%</b>
Charges de personnel	6 982 343	40%	7 689 923	42%	7 784 124	52%	1%
Dotations aux amortissements et aux provisions	4 637 003	27%	5 257 485	29%	2 610 322	17%	-50%
Autres charges d'exploitation	5 779 850	33%	5 300 584	29%	4 690 432	31%	-12%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>&lt;3 995 331&gt;</b>		<b>&lt;5 773 722&gt;</b>		<b>&lt;3 675 251&gt;</b>		<b>36%</b>
<b>Résultat financier</b>	<b>894 803</b>		<b>155 468</b>		<b>3 251 532</b>		<b>1991%</b>
<b>Résultat des autres activités ordinaires</b>	<b>-</b>		<b>-</b>		<b>-</b>		<b>-</b>
Impôts	206 769		99 580		200 808		102%
<b>Eléments extraordinaires et effets de modifications comptables</b>	<b>76 291</b>		<b>310 246</b>		<b>473 855</b>		<b>53%</b>
<b>Résultat après modifications comptables</b>	<b>&lt;3 231 006&gt;</b>		<b>&lt;5 407 587&gt;</b>		<b>&lt;150 673&gt;</b>		<b>97%</b>

\* Sur la base des états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2003

### 2-3 La solvabilité

En application des dispositions de l'article 87 du décret n° 2478 du 1er novembre 1999, chaque intermédiaire en bourse doit disposer, en permanence, de fonds propres nets égaux ou supérieurs à la somme des fonds propres nets destinés à couvrir les risques inhérents aux valeurs qui composent son portefeuille, pour ses activités de contrepartie, de tenue de marché, de garantie de bonne fin d'émissions et de portage d'actions.

Les dispositions de cet article ont pour but de protéger les intermédiaires en bourse contre les risques provenant de la concentration des valeurs mobilières, de limiter leur endettement et de les encourager à investir dans des valeurs cotées.

En se basant sur les états mensuels des risques relatifs au mois de décembre 2003 (qui a concerné 22 intermédiaires en bourse, sociétés anonymes sur les 23 existants), il se dégage que les portefeuilles des intermédiaires en bourse, se composent à hauteur de 53% de titres cotés et de titres d'OPCVM, de 30% de titres de sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne, et dans les limites de 12% de titres de créance et de 5% de titres de sociétés faisant appel public à l'épargne.

Quatre sociétés d'intermédiation en bourse ont enregistré par rapport aux niveaux exigés pour la couverture des risques, une insuffisance de fonds propres nets d'un montant global de 14,3 MD. Les 18 autres sociétés d'intermédiation présentent une situation en conformité avec les exigences réglementaires.

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

Le nombre des intervenants sur le marché des valeurs du Trésor à la fin de l'année 2003 s'est élevé à 15 répartis entre 3 intermédiaires en bourse et 12 banques contre 16 intervenants à la fin de l'année 2002 et ce, suite à la cessation d'activité de spécialiste en valeurs du trésor de l'intermédiaire en bourse : « Financière de Placement et de Gestion ».

La répartition des souscriptions aux valeurs du Trésor entre les différents intervenants en 2003 a été caractérisée, comme pour les années précédentes, par un grand déséquilibre. En effet, quatre intervenants ont accaparé 68,4% du volume total des émissions des BTA alors que quatre intervenants n'ont participé à aucune adjudication. De même, 79,7% des émissions des BTCT n'ont concerné que cinq intervenants alors que cinq autres n'ont participé à aucune adjudication durant toute l'année.

## **TITRE II L'ACTIVITÉ DU CMF**



## CHAPITRE I : LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE

*Courant l'année 2003, un mouvement en faveur d'une plus grande communication des sociétés a commencé à s'affirmer.*

*Pour l'accompagner et le canaliser vers le renforcement de la protection des intérêts des investisseurs et s'inspirant des expériences étrangères en la matière, le CMF a pris l'initiative d'encadrer la publication d'informations financières non comptables en recommandant l'observation de conditions et de règles de nature à favoriser la plus grande lisibilité ainsi que la comparabilité.*

### I - LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE A L'OCCASION DE LA DELIVRANCE DES VISAS DU CMF

Le nombre de visas accordés par le CMF en 2003 s'est élevé à 16 contre 21 en 2002, affichant ainsi une régression de 24%.

#### Etat récapitulatif des visas délivrés en 2002 et 2003

Opération	2002			2003		
	Cote	Hors cote	Total	Cote	Hors cote	Total
Admissions	-	1	1	-	-	-
OPV	-	-	-	-	-	-
Opérations réservées aux salariés	1	1	2	-	1	1
Augmentations de capital	1	-	1	-	3	3
Emprunts obligataires	10	7	17	8	4	12
<b>Total</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>21</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>16</b>

### I- LES QUESTIONS SOULEVEES LORS DE L'INSTRUCTION DES DOSSIERS SOUMIS POUR VISA

Outre certaines questions déjà soulevées au cours des années précédentes à l'occasion de l'instruction des dossiers soumis pour visa, le CMF a eu à traiter en 2003 plusieurs nouvelles questions d'ordre juridique et comptable. Sur son intervention, les intéressés ont procédé ou se sont engagés à régulariser leur situation.

#### I-I Les questions d'ordre juridique

##### 1.1.1- Représentation d'un actionnaire lors d'une assemblée générale

Il a été relevé que les statuts de certaines sociétés ne sont pas conformes au code des sociétés commerciales en matière de conditions d'accès aux assemblées générales dans la mesure où ils continuent à stipuler qu'un actionnaire ne peut s'y faire représenter que par un autre actionnaire.



### 1.1.2- Nomination à titre provisoire

Les dispositions de l'article 195 du code des sociétés commerciales ont limité la possibilité du recours à la cooptation par le conseil d'administration d'un nouveau membre, au seul cas où le nombre des membres en exercice passe en dessous du minimum légal de 3. Les statuts de certaines sociétés n'ont pas intégré les modifications apportées par ledit article en la matière.

### 1.1.3- Nomination d'un représentant permanent

Contrairement à l'article 191 du code des sociétés commerciales, des personnes morales, membres aux conseils d'administration de sociétés ne procèdent pas à la désignation d'un représentant permanent auxdits conseils.

### 1.1.4- Paiement de dividendes

Lors de l'instruction d'un prospectus d'augmentation de capital, il a été relevé que les statuts prévoient l'attribution d'un acompte sur le dividende. Un tel mode n'étant pas, contrairement à la législation française par exemple, encadré par des dispositions légales ou réglementaires spécifiques, le CMF a choisi d'interpréter de manière restrictive la législation en la matière, afin d'écartier les risques de tout abus et a invité la société concernée à supprimer cette possibilité de ses statuts.

### 1.1.5- Détermination du tantième

Il a été relevé que les statuts d'une société se proposant d'augmenter son capital intègrent dans la base retenue pour la détermination du tantième, les sommes distribuées ou incorporées au capital et prélevées sur les résultats des exercices précédents.

Il a été considéré à ce sujet, que pour être conformes à leur régime légal, les tantièmes doivent d'abord être rattachés à un exercice donné afin de pouvoir constituer la rémunération des efforts du conseil d'administration au titre dudit exercice, ce qui implique que tout lissage est à exclure. Ils doivent ensuite garantir un traitement égalitaire des actionnaires, ce qui suppose qu'il ne peut être envisagé que les administrateurs d'une part et les actionnaires d'autre part bénéficient de deux modes de distribution différents en numéraire pour les uns et en titres pour les autres.

### 1.1.6- Régularisation de la situation des fonds propres

Les sociétés n'observent pas toujours les dispositions de l'article 388 du code des sociétés commerciales. En effet, il a été relevé que les fonds propres d'une société, candidate à l'émission d'un emprunt obligataires, sont devenus en deçà de la moitié de son capital social et qu'elle n'avait pas procédé, comme l'exige la loi, à la convocation d'une AGE afin de régulariser sa situation.

## I-2 Les problèmes d'ordre comptable

Lorsqu'il est relevé des insuffisances au niveau comptable lors de l'instruction de prospectus d'émission d'actions ou d'obligations, et dans le souci d'assurer autant que possible une bonne information aux investisseurs, le CMF exige de l'émetteur d'insérer auxdits prospectus une mention sur le sujet et de procéder, autant que de besoin, aux retraitements nécessaires dans le cadre de situations proforma, pour permettre une meilleure lisibilité et une comparabilité adéquate.

Les insuffisances constatées en 2003 ont concerné principalement les aspects ci-après :

### 1.2.1- La constatation de l'impôt sur les sociétés

La norme comptable n°19 relative aux états financiers intermédiaires recommande la constatation de l'impôt sur les sociétés sur le résultat intermédiaire afin de donner une information sur le résultat net. Cependant, les sociétés continuent pour la plupart d'entre-elles, à ignorer cette exigence.

Le CMF profite des occasions que lui offrent les instructions des prospectus d'émission pour rappeler ladite règle et pour exhorter les sociétés à la respecter.

### 1.2.2- Changement de méthode de présentation

Certains émetteurs procèdent à des changements de présentation sans les signaler et sans les justifier. Les opérations relevées ont concerné les provisions sur créances impayées et l'état des flux de trésorerie. Elles ont été le fait respectivement d'une société de leasing et d'une société d'investissement. Le CMF a exigé que mention en soit faite dans les prospectus, et que des états financiers retraités, permettant la comparabilité, soient fournis.

### 1.2.3- Respect des normes comptables en matière de présentation des états financiers

Lors de l'instruction d'un prospectus d'émission d'un emprunt obligataire par une société recourant à l'appel public à l'épargne pour la première fois, il a été relevé des anomalies comptables pouvant présenter quelque gravité. Dans le souci de sécuriser l'opération d'émission, le CMF a exigé que soit réalisée une revue des comptes par un professionnel indépendant du commissaire aux comptes. Les résultats des travaux de ce dernier, traduits par des états financiers retraités et un rapport correspondant, ont été intégrés au prospectus.

### 1.2.4- Modification au niveau des fonds propres

La modification des capitaux propres d'ouverture constitue un événement important et doit être mise en exergue. Il s'agit en effet de la traduction comptable de changements de méthodes ou de correction d'erreurs fondamentales. Pour cette raison, le CMF a dû intervenir auprès d'un émetteur pour qu'il apporte, au niveau du prospectus, les explications nécessaires aux modifications comptables qu'il a opérées et qui étaient à l'origine d'une reprise des fonds propres d'ouverture.

### 1.2.5- Erreurs d'appréciation et de présentation

La compensation des dettes et des créances ou des charges et produits n'étant pas permise au niveau de la présentation sans disposition expresse d'une norme, le CMF a exigé d'une société ayant procédé à cette compensation de présenter des états financiers proforma à insérer au niveau du prospectus.

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

Le CMF a poursuivi, au cours de l'année 2003, la même politique que celle adoptée en 2002 en matière de suivi de l'information permanente et ce, par le dépouillement du maximum de sources de diffusion de l'information financière, écrites et électroniques, telles que les quotidiens, les revues spécialisées et les réseaux d'information «Reuters» et «Internet» et également, par la participation aux communications financières organisées par les dirigeants des sociétés admises à la cote.

Dans ce cadre, l'année 2003 a été caractérisée par le franchissement d'un nouveau pas en matière de transparence par les sociétés faisant appel public à l'épargne, en général, et celles admises à la cote de la bourse, en particulier. En effet, un accroissement du degré d'initiative de la part des sociétés en matière de publication de l'information permanente, a été enregistré.

Ainsi, sur un ensemble de 57 communiqués de presse publiés (contre 65 en 2002), 52 ont été diffusés spontanément par les sociétés (contre 59 en 2002) et les 5 communiqués restants (contre 6 en 2002), suite à une demande du CMF.

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

- Les questions à soumettre à des prochaines assemblées générales dont en particulier la répartition des bénéfices et les opérations d'augmentation de capital ;
- La présentation d'informations comptables et financières relatives aux trois et aux neuf premiers mois de l'année ;
- L'analyse de résultats provisoires et définitifs ;
- La présentation de prévisions au titre de l'année suivante et des révisions dont elles ont éventuellement fait l'objet ;
- L'impact sur l'activité suite à l'obtention d'un marché public ;
- Les réactions au sujet d'informations parues dans la presse sur d'éventuels accords de partenariat.

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

- Résultat d'une mission de diagnostic, de due diligence et d'accompagnement à l'élaboration du plan de restructuration d'un groupe de sociétés comportant une société admise à la cote ;
- Négociations en cours portant sur un projet de partenariat entre une société admise à la cote et les actionnaires détenteurs du contrôle majoritaire dans le capital d'une société faisant appel public à l'épargne ;
- Octroi aux actionnaires minoritaires de la possibilité de s'associer à une opération de privatisation d'une société ;
- Eléments complémentaires aux états financiers provisoires arrêtés au 30 juin 2003 concernant les informations sectorielles et celles relatives aux parties liées.

Cependant, face à la réticence d'une société admise à la cote à publier des informations concernant les négociations entre le groupe auquel elle appartient, ses banques créancières et ses fournisseurs, le CMF a été amené à recourir à l'application des dispositions de l'article 41 du règlement relatif à l'appel public à l'épargne et à procéder lui-même, à la publication des informations dont il dispose concernant le plan de restructuration de ce groupe et ce, pour garantir le bon fonctionnement du marché, favoriser le principe de l'égalité de tous les actionnaires devant l'information et éviter l'exploitation de l'information par des initiés en raison de la nature des fonctions qu'ils exercent.

Ce dossier a également soulevé la question de la nature de la relation entre la législation régissant le marché financier et la loi n°95-34 du 17 avril 1995 relative au redressement des entreprises en difficultés économiques et des moyens de concilier entre le droit des petits épargnants d'accéder au minimum d'informations sur le déroulement de l'opération de sauvetage et la nécessité d'assurer les conditions garantissant le maximum de chances de réussite pour les négociations en cours entre les parties concernées, sous le contrôle du juge.

Le CMF a également pris l'initiative au cours de l'année 2003, de publier des communiqués sur son bulletin officiel pour informer le public de certaines décisions prises par son Collège et sur la suite de certaines affaires portées devant la justice.

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

- Evolution du dossier relatif au sort de la décision du CMF imposant le dépôt d'une offre publique d'achat obligatoire à un actionnaire ayant parvenu à détenir le contrôle majoritaire en droits de vote dans le capital d'une société faisant appel public à l'épargne;
- Décision du Collège du CMF à l'encontre du commissaire aux comptes d'une société d'investissement à capital variable ;
- Décision du Collège du CMF interdisant définitivement à un ex Directeur Général d'une société d'investissement à capital variable, l'exercice de la gestion individuelle et collective de portefeuilles.

Par ailleurs, et en application des dispositions de l'article 32 de la loi n°94-117 portant réorganisation du marché financier, le CMF a veillé, chaque fois où il y a vu intérêt pour les épargnants, à ce que les communiqués publiés par les sociétés sur son Bulletin Officiel, soient accompagnés par les observations qu'il a faites aux sociétés concernées au sujet des anomalies et des insuffisances relevées dans le cadre de la vérification de ces communiqués.

Dans le cadre de sa contribution à l'amélioration de la qualité de l'information publiée au niveau des communiqués de presse, le CMF a publié un communiqué en vue d'attirer l'attention des sociétés faisant appel public à l'épargne qui utilisent, dans le cadre de leurs communications financières, des indicateurs financiers spécifiques, dans le but de répondre à une attente particulière des investisseurs et des analystes, de la nécessité que l'information publiée soit fiable, précise et comparable dans le temps.

A cet effet, le CMF a recommandé aux sociétés :

- de définir avec précision et d'utiliser de manière stable d'un exercice à l'autre, les indicateurs qui ne relèvent pas de définitions strictement comptables selon le référentiel comptable tunisien. Ainsi, tout retraitement pour déterminer de tels indicateurs doit être décrit et leur montant, comparé à la même période de l'exercice précédent, doit apparaître au sein même de la communication ;
- d'éviter de bâtir les commentaires publiés, uniquement ou principalement, sur des concepts non définis par la législation comptable en vigueur. Les sociétés sont ainsi tenues de prévoir, au niveau de leurs communications financières, en plus des indicateurs financiers non comptables, même lorsque ces derniers sont bien explicités, d'autres indicateurs prévus par le référentiel comptable tunisien ;
- d'assurer la continuité et la comparabilité de l'information diffusée par la publication des informations relatives à une période déterminée, pour la même période pour les exercices ultérieurs ;
- de préciser au niveau des commentaires publiés si les indicateurs divulgués se réfèrent à des états financiers certifiés, ou proviennent du système d'information interne de la société et non soumis à une vérification externe.

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

## LE RENFORCEMENT DE LA TRANSPARENCE

Par ailleurs, la contribution de l'agence de notation dans le renforcement de la transparence s'est poursuivie au cours de l'année 2003 et ce, à travers la publication de 19 communiqués de presse relatifs à des annonces d'attribution initiale de notes, à des modifications, mises sous surveillance ou retraits de notes déjà attribuées.

Ces communiqués se répartissent par nature et catégorie des sociétés concernées comme suit :

### Communiqués de notation

	Nombre de communiqués relatifs aux sociétés faisant appel public à l'épargne	Nombre de communiqués relatifs aux sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne
Attribution initiale de note	1	2
Révision périodique de note	11	1
Retrait de note	1	0
Mise sous surveillance de note	3	0
<b>Total</b>	<b>16</b>	<b>3</b>

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

A l'instar de l'année 2002, et durant l'année 2003, les sociétés admises à la cote ont continué à réserver le même intérêt à la pratique de rachat de leurs propres actions en vue de réguler leurs cours sur le marché. En effet, cinq sociétés ont été expressément autorisées par leur assemblée générale à opérer en bourse sur leurs propres actions. Une autorisation a porté sur la réalisation d'un programme de rachat pour la première fois. Les quatre autres, ont renouvelé l'autorisation de programmes déjà entamés.

Ainsi, et compte tenu des 12 autorisations antérieures encore en vigueur, le nombre total des sociétés autorisées a atteint 17 sociétés en 2003.

Dans le cadre du suivi des opérations de rachat et des obligations d'informations y afférentes, le CMF est intervenu à deux niveaux :

- préalablement aux opérations de rachat et ce, par le contrôle des informations mentionnées au niveau des programmes de rachat ;
- pendant la réalisation des programmes de rachat et ce, par le contrôle des opérations effectuées dans ce cadre.

### I- CONTROLE DES PROGRAMMES DE RACHAT AVANT LEUR MISE EN APPLICATION

#### I-1 En matière de communication de l'information

Dans le cadre du contrôle de l'obligation incombant aux sociétés concernant le dépôt au CMF, préalablement à la réalisation de leur programme de rachat, de la note d'information prévue par l'article 76 du règlement APE, le CMF a relevé qu'une seule société a procédé spontanément à l'accomplissement de cette exigence.

Aussi a-t-il été amené, suite à la détection à travers l'analyse des états financiers relatifs à l'exercice 2002 et des états financiers provisoires arrêtés au 30 juin 2003, que 5 sociétés réalisent des programmes de rachat de leurs propres actions sans information préalable du CMF, à inviter lesdites sociétés à régulariser leur situation vis-à-vis de la réglementation en vigueur en la matière.

Suite à cette intervention, 3 sociétés ont soumis au CMF, pour approbation, leur programme de rachat. Une quatrième société a expliqué que le solde inscrit au compte « actions propres » résulte de l'opération de fusion qui a eu lieu avec deux autres sociétés de la cote et concerne :

- les actions propres et les participations réciproques existant avant l'opération de fusion et dont la cession est intervenue ultérieurement alors que leur sort aurait dû être réglé lors de l'opération de fusion. La société a procédé à la rectification de l'irrégularité en 2003 après l'intervention du CMF ;
- l'achat des rompus résultant de l'échange d'actions prévu par l'opération de fusion conformément au traité de fusion.

En ce qui concerne la cinquième société, il a été constaté que le rachat de ses propres actions avait lieu depuis 1998 sans autorisation préalable de l'assemblée générale ordinaire. Le Collège du CMF, après délibération, a considéré le non respect par cette société des dispositions légales en matière de rachat de ses propres actions comme étant une faute grave et a décidé de la poursuivre en justice et ce, conformément aux dispositions de l'article 83 alinéa 3 de la loi n°94-117 qui infligent, dans ce cas, aux représentants légaux de la société une amende d'un montant équivalent à la valeur des actions achetées.

La société concernée a procédé à la régularisation de cette situation en cédant toutes les actions qu'elle avait rachetées.

#### I-2 En matière de cohérence de l'information

A ce niveau, la mission du CMF a consisté à s'assurer de la conformité des informations que renferment les notes d'information relatives aux programmes de rachat, aux dispositions de l'article 76 du règlement sus-mentionné.

Le contrôle effectué par le CMF sur les notes d'information a révélé l'existence d'incohérences et d'omissions se rapportant, pour la plus part, aux points suivants :

- Absence d'indication sur les titres détenus directement ou indirectement par l'émetteur;
- Erreur de calcul du nombre maximal des titres à racheter ;
- Absence de fixation de l'intervalle d'intervention sur le marché.

Dans le but d'encadrer les sociétés dans l'établissement des notes d'informations se rapportant à leurs programmes de rachat, le CMF a entrepris une action de sensibilisation auprès des dirigeants des sociétés concernées dans le cadre de réunions de travail au cours desquelles des explications et des précisions leurs ont été fournies.

Suite à cette action, toutes les sociétés ont procédé aux modifications demandées par le CMF et ce, dans le but de garantir l'efficacité de réalisation de leurs programmes de rachat.

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

Le contrôle du CMF au titre des opérations de rachat a consisté à s'assurer de la régularité des transactions effectuées dans le cadre de la réalisation des programmes de rachat et ce, conformément aux dispositions des articles 73, 74 et 77 du règlement sus-mentionné et s'est basé sur les états mensuels communiqués par les sociétés concernées sur les transactions réalisées dans ce cadre.

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

#### 2-1 En matière de communication de l'information

Le pourcentage de respect de l'obligation de communiquer au CMF les états mensuels des transactions réalisées dans le cadre des programmes de rachat a atteint le taux de 61,5%. En effet, 8 sociétés parmi les 13 ayant mis effectivement leur programme de rachat en application au cours de l'année 2003, ont communiqué spontanément après chaque mois couru, le nombre des actions acquises ou cédées. Les cinq autres sociétés se sont acquittées de cette exigence après rappel du CMF.

#### 2-2 En matière de mise en application des programmes de rachat

Six sociétés ont effectué des opérations irrégulières au cours de la mise en œuvre de leur programme de rachat :

- en réalisant des rachats dans des volumes dépassant 25% de la moyenne des transactions quotidiennes constatées sur une période de référence de 30 jours de bourse précédant l'intervention ; pour trois sociétés ;
- en opérant à des cours situés en dehors de la fourchette d'intervention définie au niveau des notes d'information ; pour quatre sociétés ;
- en s'abstenant à intervenir au cours de certaines séances de bourse ; pour une société.

Le CMF a attiré l'attention des sociétés concernées sur les irrégularités constatées et les a invitées à prendre les dispositions nécessaires pour éviter ces comportements à l'avenir.

En réaction aux rappels à l'ordre du CMF, les sociétés ont avancé les arguments suivants en guise de justification :

- Le volume maximal des opérations de rachat par séance de bourse découlant des règles fixées par l'article 74 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne, s'est avéré faible et n'a pas permis dans certains cas de réguler le cours des actions. Des demandes tendant à revoir le taux maximum de 25% fixé par l'article sus-visé, pour tenir compte de la faiblesse de la liquidité caractérisant le marché financier tunisien, ont d'ailleurs été formulées ;

- Le non respect de la fourchette d'intervention fixée par le conseil d'administration est souvent dû à la nécessité d'intervenir pour limiter la baisse continue et non justifiée des cours des actions qui peuvent avoir, dans certains cas, déjà franchi la borne inférieure et ce, dans l'attente de la mise à jour de l'intervalle des cours par le conseil d'administration ultérieurement ;
- La non intervention pour réguler le cours des actions au cours de certaines séances de bourse correspond à des problèmes de trésorerie.

Dans le but d'éviter certaines de ces difficultés, le CMF a, d'une part, attiré l'attention des sociétés concernées sur l'obligation de prévoir, au préalable, les ressources nécessaires au programme de rachat et d'autre part, leur a recommandé d'examiner la possibilité d'habiliter les dirigeants à actualiser la fourchette d'intervention en fonction de l'évolution des cours, dans l'attente de soumettre la question à l'approbation du conseil d'administration ultérieurement.

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

### I- NOMBRE DE DECLARATIONS EFFECTUEES

Durant l'année 2003, des franchissements de seuils au nombre de 56 ont été déclarés au CMF, dont 39 à la hausse et 17 à la baisse, contre 59 au cours de l'année 2002.

#### Déclarations de franchissement de seuils effectuées

	Année 2003		Année 2002	
	Franchissement de Seuil à la hausse	Franchissement de Seuil à la baisse	Franchissement de Seuil à la hausse	Franchissement de Seuil à la baisse
Société admises à la cote	11	8	15	13
Société non admises à la cote	28	9	22	9
<b>Total</b>	<b>39</b>	<b>17</b>	<b>37</b>	<b>22</b>

Sur ces 56 déclarations, 5 n'ont pas été effectuées spontanément par les actionnaires concernés mais ont été provoquées par le CMF :

- 1 cas, suite au rapprochement des déclarations du nombre total de droits de vote existants à la date de la tenue des assemblées générales<sup>22</sup>, pour les années 2002 et 2003 et en se basant également sur les listes des actionnaires relatives à la même période, communiquées par les sociétés faisant appel public à l'épargne.
- 3 cas, suite à la réalisation d'opérations de vente en bourse.
- 1 cas, suite à la vérification des attestations d'enregistrement en bourse.

<sup>22</sup> Cette déclaration est prévue par l'article 11 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994.

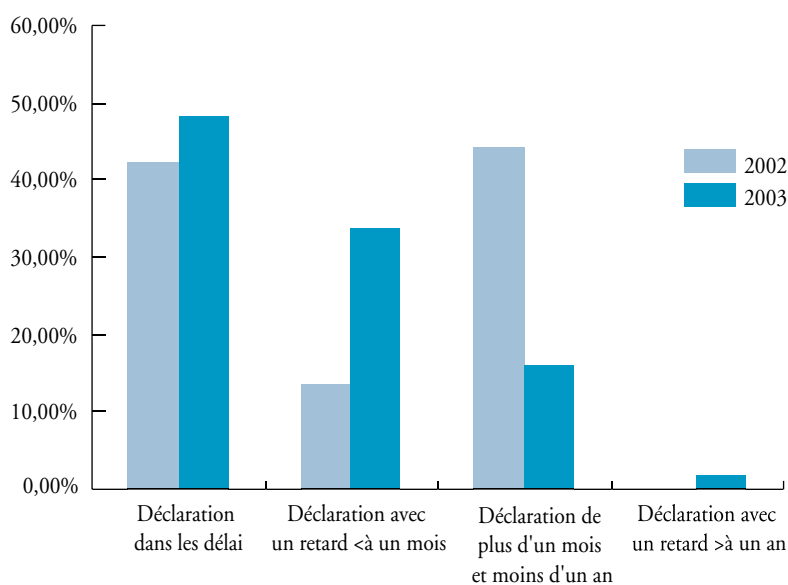


## 2- RESPECT DU DELAI LEGAL

L'examen des délais observés pour les déclarations des franchissements des seuils de participation au cours de l'année 2003 fait ressortir une amélioration notable du degré de respect du délai légal de quinze jours. En effet :

- 48,21% des déclarations ont été effectuées dans le délai, contre 42,37 % au cours de l'année 2002 ;
- 33,93% des déclarations ont été accomplies avec un retard inférieur à un mois, contre 13,56% au cours de l'année 2002 ;
- 16,07% des déclarations ont été effectuées avec un retard de plus d'un mois et de moins d'un an alors que ce taux était de 44,07 % au cours de l'année 2002 ;
- 1,79% des déclarations ont été effectuées avec un retard supérieur à un an.

Degré de respect du délai de dépôt des déclarations de franchissements de seuils, Années 2002-2003



En plus des 56 cas de franchissement de seuils de participation sus-indiqués, le CMF a pu détecter 5 autres cas portant sur 3 franchissements à la hausse, et 2 à la baisse, n'ayant pas fait l'objet de déclaration malgré les rappels adressés aux intéressés.

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

*Même si une amélioration tangible du degré de respect des dispositions légales et réglementaires relatives à la communication et à la publication de l'information périodique produite par les sociétés, a été relevée en 2003, ce respect reste, néanmoins, en deçà du niveau souhaité surtout pour les sociétés non admises à la cote.*

*Tout en privilégiant les actions d'encadrement et de sensibilisation auprès des sociétés, le CMF a été contraint de recourir dans certains cas aux moyens coercitifs pour amener des sociétés à respecter leurs obligations légales et leurs devoirs envers le marché et les investisseurs.*

*Un effort particulier a porté en 2003 sur l'amélioration de la qualité du rapport de gestion. Celui-ci constitue en effet, un support essentiel de l'information sur la marche, les résultats et les perspectives de l'entreprise. Bien soigné, il peut fournir une base très valable pour l'élaboration du document de référence dont la disponibilité peut faciliter, à son tour, les opérations d'émission de valeurs mobilières.*

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

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

##### I- LE SUIVI DE L'INFORMATION DES SOCIETES A L'OCCASION DE LA TENUE DES ASSEMBLEES GENERALES :

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

Bien que l'article 42 du règlement du CMF relatif à l'APE a fixé un délai minimum de 15 jours de bourse avant la tenue des assemblées générales ordinaires pour le dépôt au CMF des documents exigés, le degré de respect de ce délai demeure faible surtout de la part des sociétés non admises à la cote. Ce comportement a eu pour effet de limiter l'efficacité du contrôle exercé par le CMF quant à la conformité des documents envoyés avant leur approbation par l'assemblée générale.

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

Le contrôle par le CMF de la communication et de la publication des documents avant la tenue des assemblées générales réunies au cours de l'année 2003 a permis de dégager les remarques suivantes :



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

### - En matière de délai de tenue de l'assemblée générale ordinaire :

Le CMF a saisi deux sociétés admises à la cote de la bourse n'ayant pas tenu leurs assemblées générales ordinaires durant les six mois qui suivent la date de clôture de l'exercice comptable comme l'exige l'article 275 du code des sociétés commerciales. La première société a justifié cette situation par le retard accusé par l'arrêté de ses engagements techniques avec l'autorité de tutelle alors que la seconde a répondu que ce retard est dû au fait qu'elle est en phase de restructuration de son capital.

### - En matière de communication des documents :

Toutes les sociétés admises à la cote ont communiqué au CMF avant la tenue de leur assemblée générale les documents exigés. 32 sociétés l'ont fait de leur propre initiative contre 34 au cours de l'année 2002, et les 13 sociétés restantes suite au rappel du CMF.

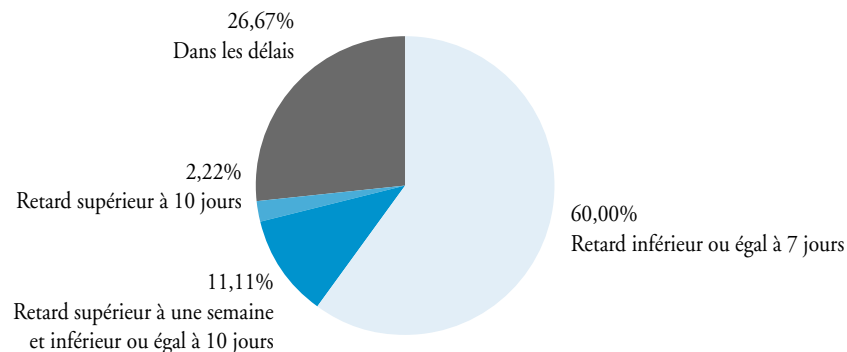
Toutefois, pour amener une société à communiquer l'information requise, le CMF a été contraint de saisir en référé le Président du Tribunal de Première Instance de Tunis conformément aux dispositions de l'article 44 alinéa 2 de la loi n°94-117, afin d'ordonner à cette société de lui communiquer ses états financiers relatifs à l'exercice 2002 et de procéder à leur publication conformément à la réglementation en vigueur.

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

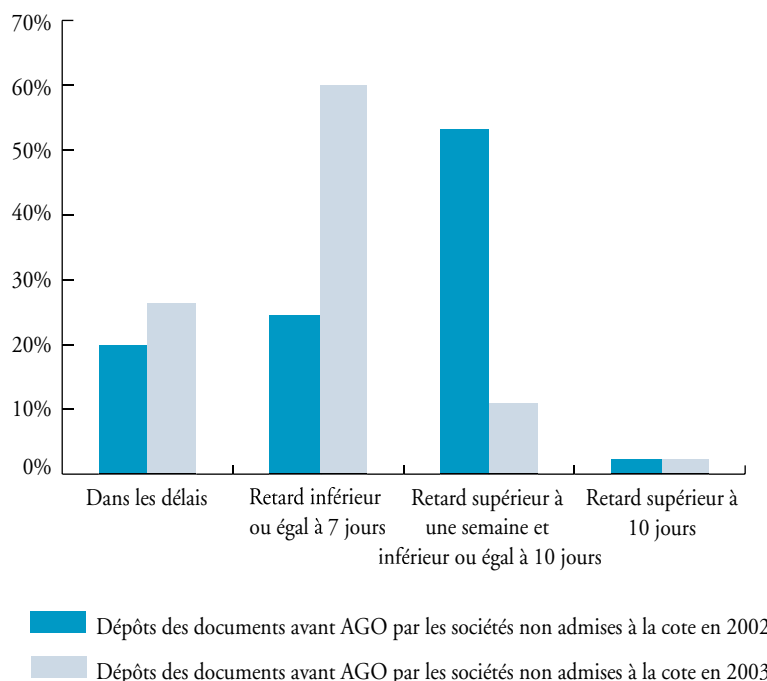
L'année 2003, a enregistré une amélioration tangible du degré de respect par les sociétés admises à la cote du délai réglementaire de dépôt des documents avant la tenue des assemblées générales ordinaires. En effet :

- 12 sociétés ont communiqué leurs documents dans les délais requis de quinze jours de bourse avant la tenue de leur assemblée générale, contre 9 sociétés en 2002.
- 27 sociétés l'ont fait avec un retard inférieur à une semaine, contre 11 en 2002.
- 5 sociétés ont accusé un retard supérieur à une semaine et inférieur à 10 jours contre 24 sociétés en 2002.
- Enfin, seule une société a mis un retard de plus de 10 jours, comme en 2002.

### Degré de respect du délai réglementaire de dépôt des documents avant la tenue des AGO tenues par les sociétés admises à la cote en 2003



## Evolution du degré de respect du délai réglementaire de dépôt des documents avant la tenue des AGO par les sociétés admises à la cote entre 2002 et 2003



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

Une évolution de l'ordre de 23,3% par rapport à 2002, a été enregistrée en 2003 dans le nombre des sociétés respectant cette exigence dans la mesure où 37 sociétés se sont conformées à cette obligation, contre seulement 30, une année auparavant.

S'agissant des 8 sociétés restantes, certaines ont émis des réserves au sujet de cette disposition au motif qu'elles ont déjà procédé à la publication de leurs états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2002. D'autres ont justifié le non respect de cette disposition réglementaire par l'existence d'une contradiction entre les dispositions de l'article 3 de la loi n° 94-117 et celles de l'article 42 du règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne. En effet, le premier article oblige les sociétés à procéder à la publication de leurs états financiers après leur approbation par l'assemblée générale ordinaire alors que le second les oblige à le faire avant la date de sa tenue.

Les banques figurant dans la liste des sociétés défailtantes ont justifié le non respect de cette exigence par le retard accusé par les autorités de contrôle dans la revue de leurs états financiers.

Sur le plan de la qualité de l'information diffusée, une amélioration relative a été relevée dans la mesure où les publications de 5 sociétés seulement ont été jugées incomplètes :

- 3 sociétés ont omis de publier les notes aux états financiers;
- 2 sociétés se sont limitées à publier un extrait de l'avis du commissaire aux comptes en supprimant les réserves qu'il a émises.

Face à ces anomalies, le CMF a contraint les sociétés défailtantes à publier de nouveau leurs états financiers complets. S'agissant de l'obligation de publier les états financiers au Bulletin Officiel du CMF avant la tenue des assemblées



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

générales, le CMF est parvenu à publier les états de 43 sociétés admises à la cote contre 6 seulement au cours de l'année 2002.

Le non respect des délais prévus par l'article 42 sus-mentionné n'ont pas permis la publication des états financiers des deux sociétés restantes au Bulletin Officiel du CMF avant la réunion de leur assemblée.

Enfin, face à la réticence d'une société à publier des informations sectorielles et des informations sur les relations avec les entreprises du groupe auquel elle appartient, conformément à ses engagements au niveau de son prospectus d'introduction en bourse, le CMF, en application des dispositions de l'article 32 de la loi n°94-117, a attiré l'attention du public sur ces manquements et ce, sous la forme d'un avis dont il a fait accompagner la publication des états financiers de cette société.

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

#### ***- En matière de délai de tenue de l'assemblée générale ordinaire :***

Le CMF a saisi 32 sociétés non admises à la cote n'ayant pas tenu leurs assemblées générales ordinaires durant les six mois qui suivent la date de clôture de l'exercice comptable comme l'exige l'article 275 du code des sociétés commerciales.

Il s'est avéré que la défaillance émane surtout des sociétés qui ont été répertoriées comme sociétés faisant appel public à l'épargne suite à l'émission d'emprunts obligataires ; lesquelles sociétés croyaient que leur déclassement se fait systématiquement dès le remboursement intégral de leur emprunt obligataire.

Face à ce comportement, le CMF a invité ces sociétés à clarifier leur situation par rapport à la notion d'appel public à l'épargne, faute de quoi elles restent soumises aux obligations qui incombent à la catégorie des sociétés faisant appel public à l'épargne en matière de communication et de publication de l'information financière.

En réaction, 3 sociétés ont procédé à la régularisation de leur situation, l'une en communiquant tous les documents nécessaires, les deux autres en demandant leur déclassement de la liste des sociétés faisant appel public à l'épargne.

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

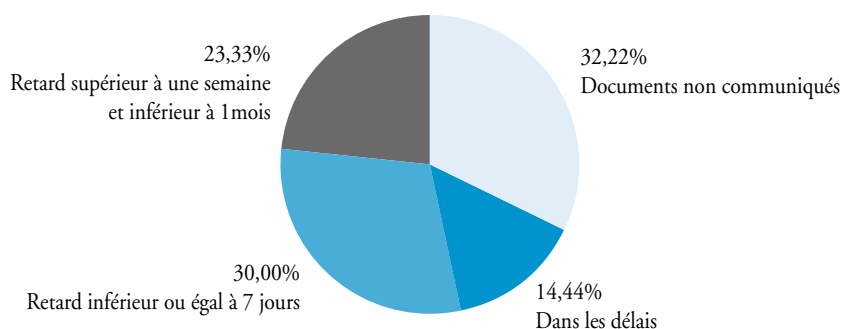
Bien qu'un accroissement du nombre des sociétés ayant respecté l'obligation de communication des documents avant la tenue de leur assemblée générale ordinaire a été enregistré par rapport à l'année 2002, le degré de respect de cette exigence demeure faible et en-deçà du niveau souhaité. En effet, seules 61 sociétés sur un total de 90 sociétés faisant APE ayant réuni leur assemblée générale ordinaire au cours de l'année 2003 se sont acquittées de cette obligation, soit un taux de respect de l'ordre de 67,78%, contre 49 sociétés sur un total de 77 sociétés et un taux de 63,64%, une année auparavant.

## - En matière de respect du délai réglementaire :

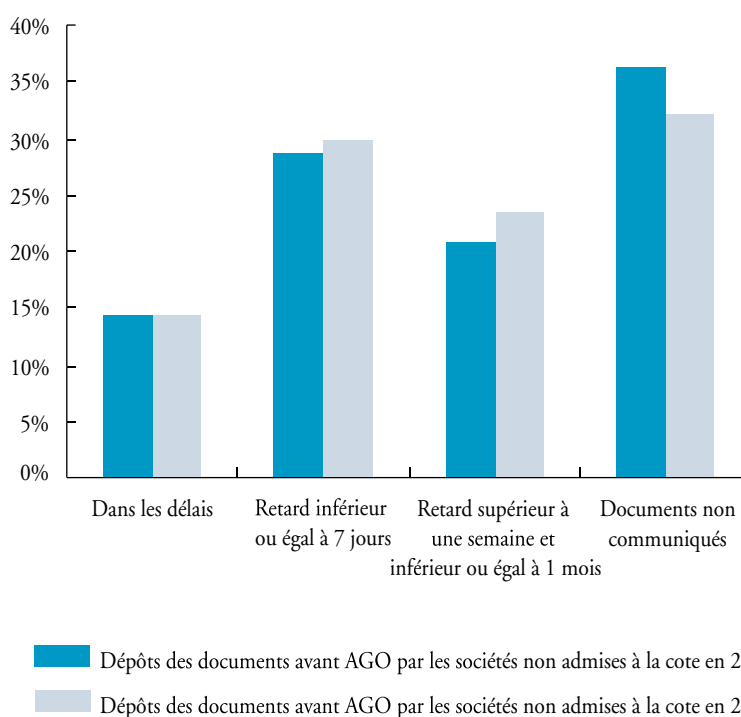
Le degré de respect du délai réglementaire a connu une faible amélioration en 2003. Ainsi :

- 13 sociétés se sont acquittées de cette obligation dans le délai réglementaire de quinze jours de bourse avant la tenue de leur assemblée générale, contre 11 au cours de l'année 2002 ;
- 27 sociétés ont respecté cette exigence avec un retard inférieur ou égal à une semaine, contre 22 sociétés en 2002 ;
- 21 sociétés ont accusé un retard supérieur à une semaine mais inférieur à un mois, contre 16, une année auparavant ;
- les 29 sociétés restantes n'ont pas communiqué au CMF les documents requis avant la tenue de leur assemblée, contre 28 au cours de l'année 2002, étant signalé que parmi ces dernières, 12 sociétés ont communiqué leurs documents après la tenue de leur assemblée et ce, suite à la demande du CMF.

### Degré de respect du délai réglementaire de dépôt des documents avant la tenue des AGO par les sociétés non admises à la cote en 2003



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





## L'AMÉLIORATION DE LA QUALITÉ DE L'INFORMATION

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

Bien qu'un accroissement du nombre des sociétés ayant respecté l'obligation de publication des états financiers sur un quotidien de la place avant la tenue de leur assemblée générale ordinaire a été enregistré au cours de l'année 2003, cette exigence continue à ne pas trouver l'écho souhaité auprès des sociétés non admises à la cote dans la mesure où seules 22 sociétés ont procédé à la publication de leurs états financiers relatifs à l'exercice 2002 avant la tenue de leur assemblée générale contre 12 en 2002 et ce, conformément aux dispositions de l'article 42 du règlement relatif à l'APE.

Sur le plan de la qualité de l'information publiée, une faible amélioration a été enregistrée par rapport à l'année écoulée même si 15 publications ont été jugées incomplètes dans la mesure où :

- 11 publications ont été effectuées sans l'extrait des notes aux états financiers ;
- 3 autres ont été effectuées sans l'avis du commissaire aux comptes sur les états financiers ;
- et une autre n'a pas comporté l'état des flux de trésorerie.

Cependant, il convient de signaler qu'en ce qui concerne l'obligation de publier les états financiers au Bulletin Officiel du CMF, une amélioration notable a été enregistrée en 2003 dans la mesure où le CMF est parvenu à publier les états financiers relatifs à 26 sociétés contre 6 seulement au cours de l'année 2002. Le retard accusé par le reste des sociétés par rapport au délai prévu par l'article 42 du règlement sus-mentionné, pour le dépôt de leurs documents avant la tenue des assemblées générales, a constitué un obstacle pour la publication de leurs états financiers.

## **I-2 Le contrôle de l'information a posteriori**

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

Les résultats du contrôle par le CMF des obligations d'information a posteriori incombant aux sociétés admises à la cote se sont avérés satisfaisants en matière de communication des documents. En effet, seule une société n'a pas respecté cette obligation.

En matière de délai, seule une société a communiqué les documents exigés après rappel du CMF contre 50% des sociétés en 2002.

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

Des résultats satisfaisants en matière de communication des documents par les sociétés admises à la cote ont été enregistrés par rapport à l'année précédente.

En effet, 44 sociétés se sont conformées à cette obligation en communiquant les documents prévus par la loi après leur approbation par l'assemblée générale, contre 42 en 2002.

Seule une société n'a pas respecté cette exigence sous prétexte que tous les documents envoyés avant la tenue de son assemblée ont été approuvés et qu'ils n'ont subi aucune modification.

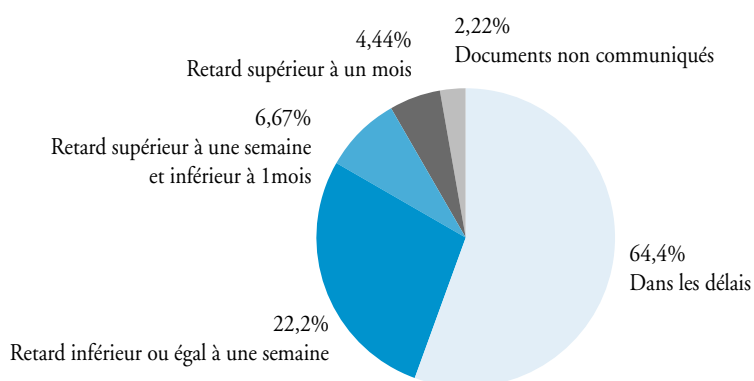
### ***- En matière de respect du délai légal :***

L'année 2003 a enregistré une certaine amélioration en la matière dans la mesure où :

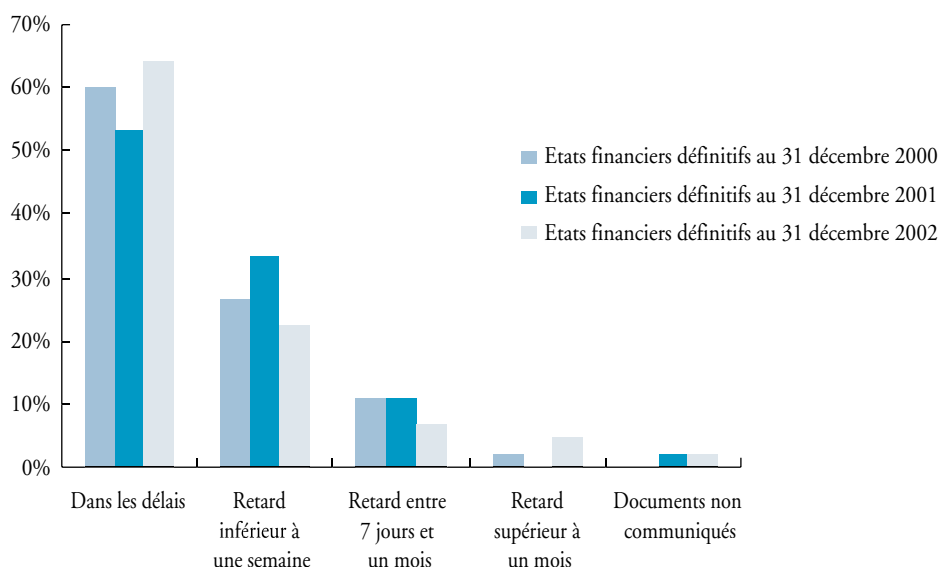
- 29 sociétés de la cote se sont acquittées de cette formalité dans le délai légal contre 24 en 2002 et 27 en 2001.

- 10 sociétés se sont acquittées de cette formalité en accusant un retard inférieur à une semaine, contre 15 sociétés en 2002 et 12 en 2001.
- 3 sociétés ont accusé un retard supérieur à une semaine et inférieur à 1 mois contre 5 en 2002 et en 2001.
- 2 sociétés ont accompli cette formalité avec un retard supérieur à un mois contre une seule une année auparavant.

### Degré de respect du délai légal de dépôt des documents après la tenue des AGO par les sociétés admises à la cote en 2003



### Evolution du degré de respect du délai légal de dépôt des documents après la tenue des AGO par les sociétés admises à la cote en 2001, 2002 et 2003



En ce qui concerne le respect du délai d'envoi des déclarations du nombre total de droits de vote, 30 sociétés admises à la cote ont envoyé au CMF leurs déclarations dans le délai légal de quinze jours après la tenue de leur AGO, contre 29 sociétés en 2002.

7 sociétés ont effectué cette déclaration avec un retard inférieur à un mois, contre 8 sociétés en 2002, et 4 autres avec un retard supérieur à un mois comme l'année précédente.

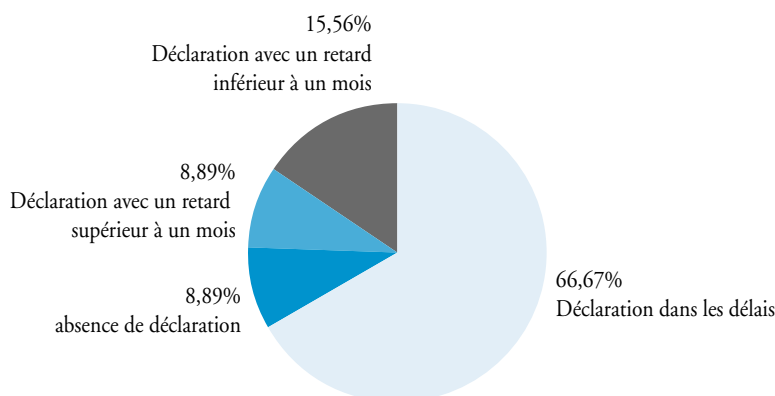




## L'AMELIORATION DE LA QUALITE DE L'INFORMATION

Au 31 décembre 2003, les 4 sociétés restantes ne se sont pas acquittées, quant à elles, de cette formalité, soit le même nombre de sociétés enregistré une année auparavant.

### Degré de respect du délai légal de dépôt des déclarations du nombre total de droits de vote par les sociétés admises à la cote en 2003



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

30 sociétés se sont conformées à l'obligation de publier les résolutions adoptées par leur assemblée ainsi que l'état d'évolution des capitaux propres et du bilan compte tenu de l'affectation du résultat, contre 31 en 2002. Parmi lesdites sociétés :

- une a présenté des publications ne comportant pas l'état d'évolution des capitaux propres ;
- une autre a omis de publier l'état d'évolution des capitaux propres ainsi que les résolutions adoptées ;
- 4 sociétés ont présenté des publications ne comportant pas les bilans après affectation des résultats.

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

Bien qu'un accroissement du nombre de sociétés non admises à la cote ayant respecté cette obligation a été enregistré par rapport à l'année précédente, le degré de respect demeure en-deçà du niveau souhaité. Le CMF s'est trouvé dans l'obligation d'intervenir pour relancer la majorité des sociétés qui ne se sont pas acquittées de cette obligation de leur propre grés.

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

49 sociétés du hors-cote ayant réuni leurs actionnaires en assemblée générale au cours de l'année 2003, se sont acquittées de cette obligation, contre 52 en 2002.

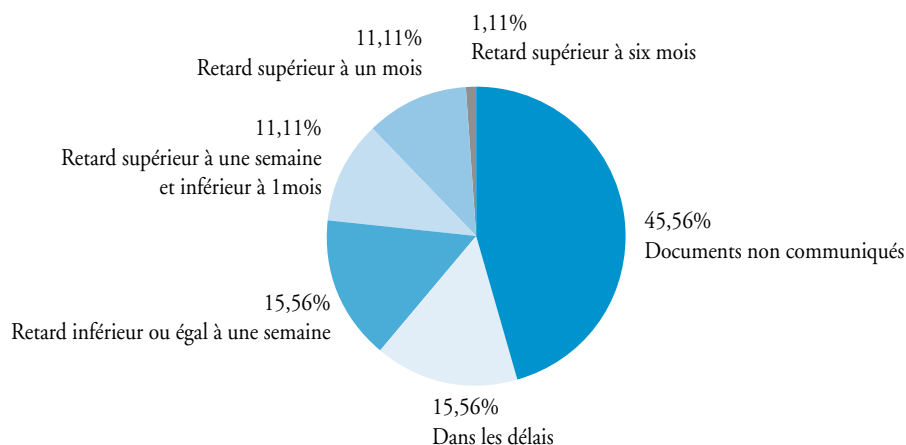
Parmi les 41 sociétés qui ne se sont pas conformées à cette disposition, 17 avaient, néanmoins, communiqué leurs documents avant la tenue de leurs assemblées.

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

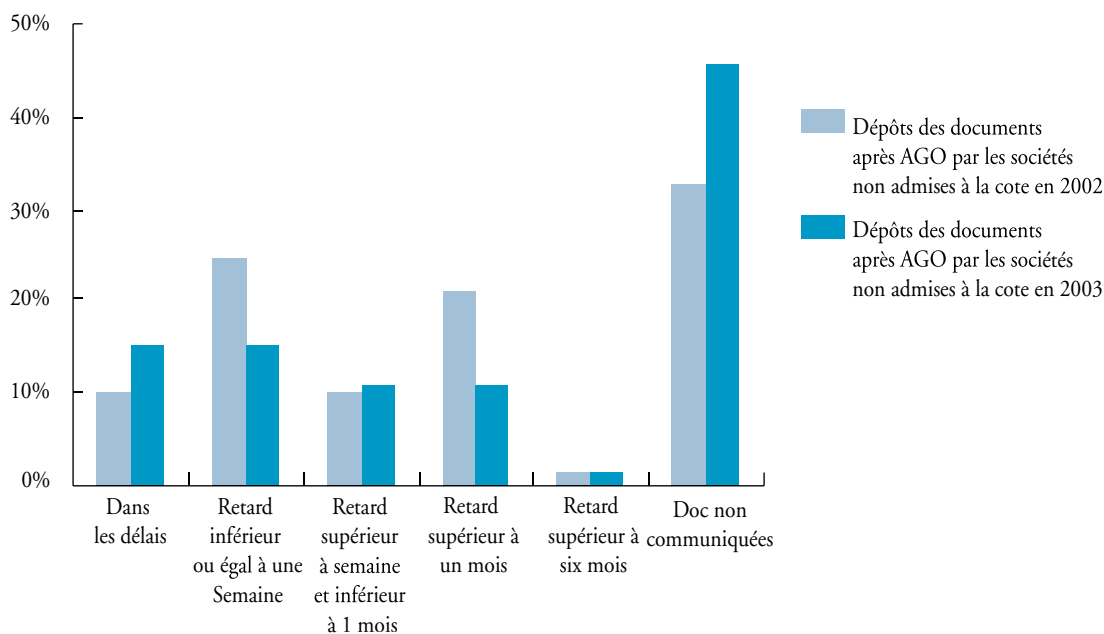
- 14 sociétés, sur les 49 ayant communiqué leurs documents, se sont acquittées de cette obligation dans le délai légal contre 8 en 2002 ;
- 14 sociétés ont accusé un retard inférieur à une semaine contre 19 en 2002 ;
- 10 sociétés ont mis un retard supérieur à une semaine et inférieur à 1 mois contre 8 en 2002 ;

- 10 sociétés ont accusé un retard supérieur à un mois contre 16 en 2002 ;
- une société a même accusé un retard supérieur à six mois, soit le même nombre une année auparavant.

## Degré de respect du délai légal de dépôt des documents après la tenue des AGO par les sociétés non admises à la cote en 2003



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



En ce qui concerne le respect du délai de dépôt des déclarations du nombre total de droits de vote existants à la date de la tenue des assemblées en 2003, 18 sociétés non admises à la cote ont envoyé au CMF leurs déclarations dans le délai légal de quinze jours après la tenue de leurs AGO, contre 20 en 2002.

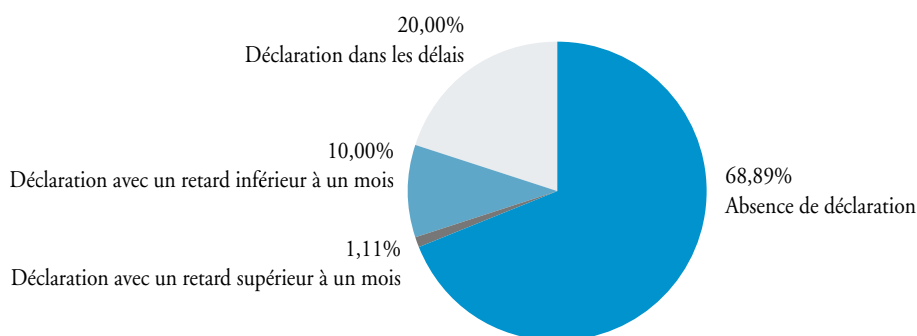
9 sociétés ont effectué cette déclaration avec un retard inférieur à un mois contre 7 une année auparavant.

Une société a accompli cette formalité avec un retard supérieur à un mois contre 18 en 2002, et 62 sociétés ne se sont pas acquittées de cette formalité contre 20 en 2002.



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

### Degré de respect du délai légal de dépôt des déclarations du nombre total de droits de vote par les sociétés du hors cote en 2003



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

Seules 7 sociétés du hors-cote ont procédé aux publications exigées par les dispositions légales et réglementaires contre 15 en 2002. Par ailleurs, les publications effectuées ne respectaient pas les exigences de l'article 42 du règlement APE dans la mesure où :

- 3 ne comportaient pas l'état d'évolution des capitaux propres ;
- 2 avaient omis les résolutions adoptées ;
- et le bilan après affectation manquait au niveau de deux autres.

Face à cette situation, le CMF s'est trouvé dans l'obligation de leur demander de publier de nouveau les informations dans les formes exigées par la réglementation en vigueur. Les sociétés concernées se sont engagées à prendre en considération ces anomalies lors de la publication des états financiers relatifs aux prochains exercices.

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

### 2-1 Le suivi des états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2002

Les contrôles effectués dans le cadre du suivi de la communication et de la publication des états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2002, font ressortir les observations suivantes :

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

L'année 2003 a enregistré une baisse tangible du degré de respect par les sociétés admises à la cote de l'obligation de communication de leurs états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2002.

En effet, 43 sociétés de la cote ont communiqué au CMF leurs états financiers provisoires tels qu'arrêtés au 31 décembre 2002. Les deux sociétés restantes ne se sont pas acquittées de cette obligation ; la première prétextant du fait qu'elle aurait rencontré des difficultés pour déterminer ses engagements techniques avec les autorités de tutelle et la seconde, du fait qu'elle était en phase de restructuration de son capital social.

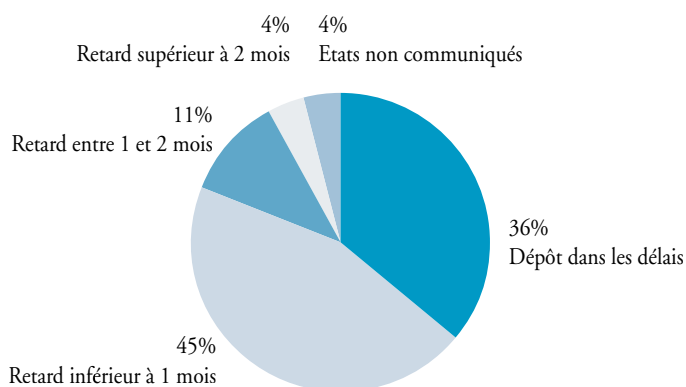
## - En matière de respect du délai légal :

La même régression a été enregistrée en matière de respect du délai légal de dépôt des documents. En effet :

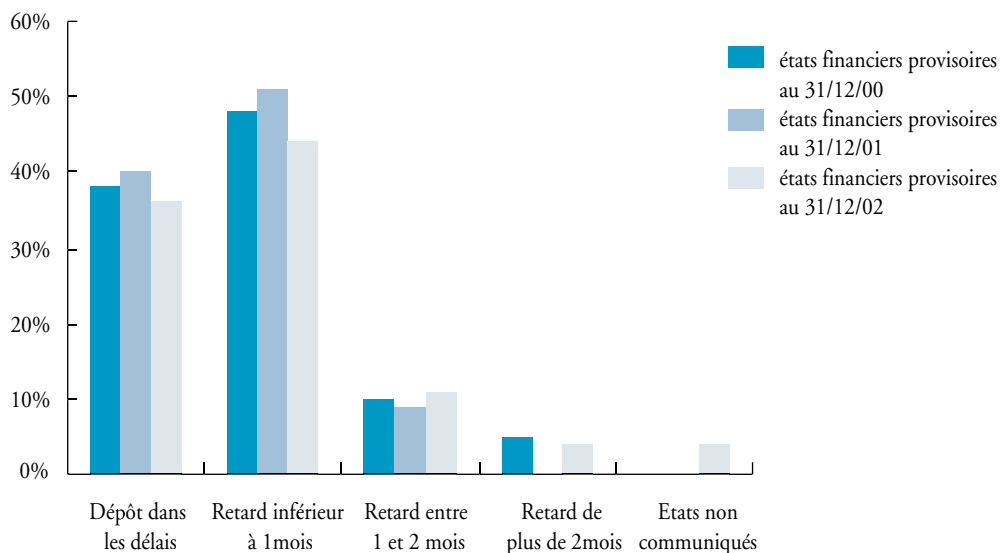
- 16 sociétés ont respecté ce délai, contre 18 en 2002 et 16 en 2001 ;
- 20 autres, contre 23 en 2002 et 20 en 2001 ont respecté cette exigence avec un retard inférieur à un mois ;
- 5 sociétés, contre 4 en 2002 et en 2001, ont accusé un retard inférieur à deux mois ;
- 2 sociétés ont accusé un retard supérieur à deux mois.

Une compagnie d'assurance admise à la cote a expliqué le retard accusé dans l'établissement de ses états financiers provisoires par la difficulté d'intégration des opérations de réassurances dans un délai inférieur à deux mois après le semestre couru. Elle a demandé à bénéficier d'une dérogation par rapport au délai prévu par l'article 21 de la loi n°94-117, eu égard aux spécificités de son activité.

**Degré de respect du délai légal de dépôt des états financiers provisoires  
arrêtés au 31 décembre 2002 par les sociétés admises à la cote**



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





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

### - En matière de publication :

4 sociétés de la cote n'ont pas publié dans un quotidien de la place leurs états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2002 et ce, contrairement aux dispositions de l'article 21 de la loi n°94-117.

Dans le cadre du contrôle de la qualité de l'information publiée, le CMF a été amené à saisir une société pour publication incomplète dans la mesure où elle a omis de publier les notes aux états financiers.

### 2-2 Le suivi des états financiers provisoires arrêtés au 30 juin 2003

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

Face à la régression du degré de respect des dispositions de l'article 21 sus-indiqué de la part des sociétés admises à la cote concernant la communication et la publication des états financiers provisoires arrêtés au 31 décembre 2002, le CMF a pris l'initiative de saisir les sociétés concernées, avant l'expiration des délais, pour leur rappeler les répercussions favorables de la diffusion de l'information en temps utile et les poursuites judiciaires qu'elles peuvent encourir en cas de non respect des dispositions de l'article sus-visé.

Cette initiative a été suivie d'effet puisque toutes les sociétés de la cote ont communiqué au CMF leurs états financiers provisoires arrêtés au 30 juin 2003.

Il y a lieu, cependant, de signaler que, pour amener 5 sociétés à communiquer l'information requise, le CMF a été contraint de saisir en référé le Président du Tribunal de Première Instance de Tunis, afin d'ordonner à ces sociétés de se conformer aux dispositions légales et ce, en vertu de l'article 44 alinéa 2 de la loi n°94-117.

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

En ce qui concerne le respect du délai légal de dépôt au CMF des états financiers provisoires du 30 juin 2003, la situation s'est légèrement détériorée par rapport à l'année dernière.

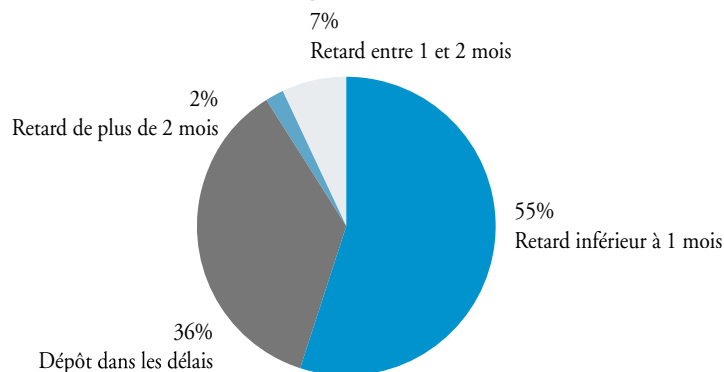
En effet, 16 sociétés, contre 20 au 30 juin 2002 et 18 au 30 juin 2001, se sont acquittées de cette obligation dans le délai légal d'un mois après l'achèvement du premier semestre de l'exercice 2003.

25 autres sociétés, contre 20 un an auparavant et 21 en 2001, ont respecté cette exigence avec un retard inférieur à un mois.

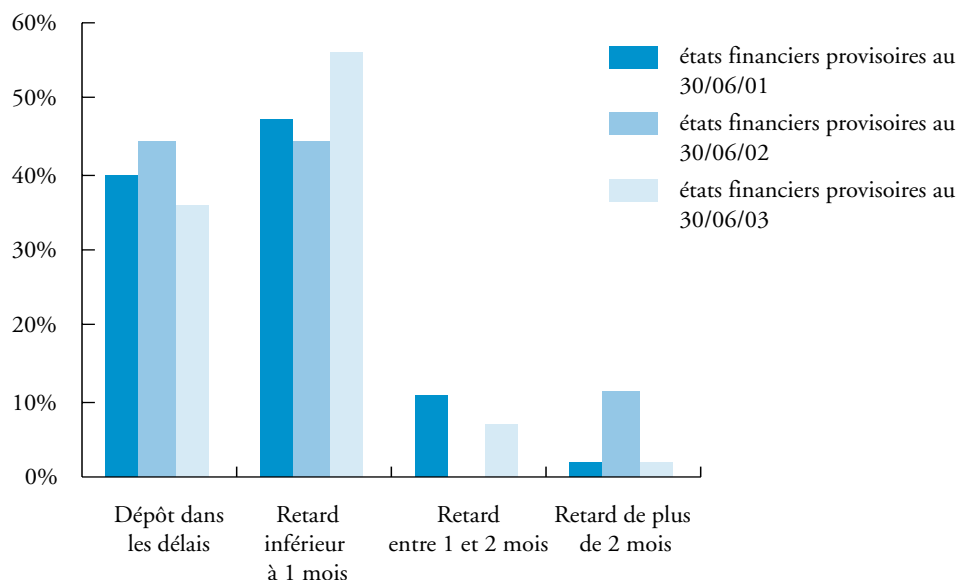
1 société, contre 5 l'année précédente et une en 2001, a accusé un retard de plus de deux mois.

Enfin, 3 sociétés ont accusé un retard entre un et deux mois.

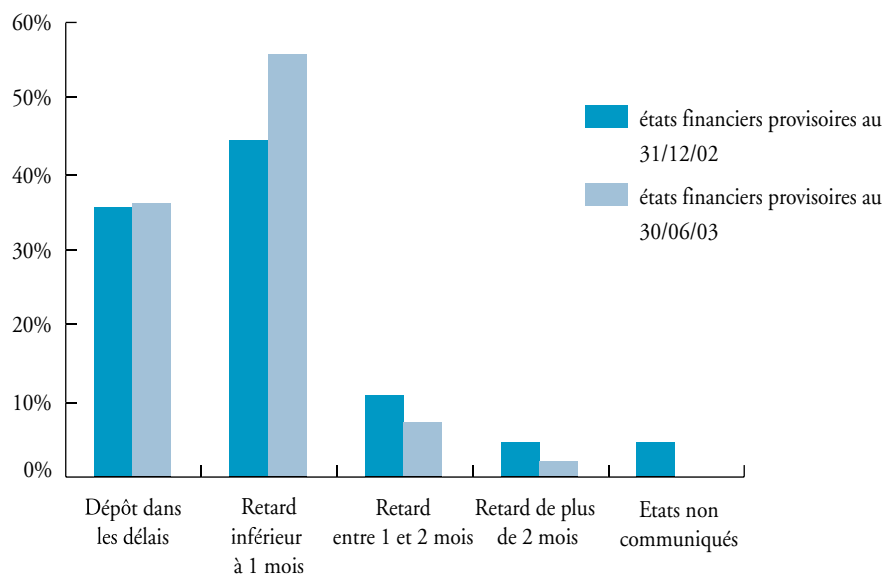
Degré de respect du délai légal de dépôt des états financiers provisoires arrêtés au 30 juin 2003 par les sociétés admises à la cote



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



**Degré de respect du délai légal de dépôt des états financiers provisoires  
au 31 décembre 2002 et au 30 juin 2003**





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

### *- En matière de publication :*

La majorité des sociétés admises à la cote ont procédé à la publication de leurs états financiers provisoires au 30 juin 2003 sur un quotidien de la place.

Concernant l'exhaustivité et la qualité de l'information publiée, 3 sociétés ont publié leurs états financiers provisoires arrêtés au 30 juin 2003 accompagnés des notes obligatoires mais ont omis les notes les plus pertinentes, une société a publié ses états financiers provisoires sans les notes annexes et une autre société a publié l'avis du commissaire aux comptes tronqué des réserves qu'il a émises et a omis de publier les notes aux états financiers auxquelles il est fait référence au niveau de son avis.

Face à la réticence des deux dernières sociétés présentant les insuffisances sus-visées au niveau de leur publication, le CMF a saisi en référé le Président du Tribunal de Première Instance de Tunis afin de leur ordonner de se conformer à la réglementation en vigueur et ce, conformément aux dispositions du paragraphe 2 de l'article 44 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994.

Dans ce cadre, la première société a publié de nouveau ses états financiers dès la réception de la convocation auprès du juge, alors que la deuxième société n'a procédé à la nouvelle publication de ses états financiers accompagnés de l'avis exhaustif du commissaire aux comptes, qu'après que le jugement ait été prononcé.

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

### I - AU NIVEAU DU RAPPORT ANNUEL

Une légère amélioration a été observée en ce qui concerne la communication du rapport annuel, comparativement à l'année 2002. En effet, 44 sociétés admises à la cote ont communiqué au CMF leur rapport d'activité conformément aux dispositions du règlement relatif à l'appel public à l'épargne, 41 sociétés l'ont fait de leur propre initiative, alors que pour 3 autres, un rappel du CMF a été nécessaire.

L'examen de ces rapports fait ressortir, également, une certaine progression par rapport à l'année 2002 en matière de qualité de l'information et de sa conformité aux dispositions de l'article 44 du règlement sus-visé.

Le CMF a saisi toutes les sociétés concernées par les insuffisances relevées au niveau de ces rapports et les a invitées à les prendre en considération lors de l'établissement des prochains rapports d'activité.

L'incitation des sociétés à porter une attention particulière à la qualité de l'information insérée au niveau de leurs rapports annuels réside dans le fait que ces documents, une fois étoffés par l'ensemble des indications prévues par le règlement, pourraient constituer une base valable pour l'élaboration du document de référence.

Les résultats de la vérification de la conformité du contenu des activités aux exigences réglementaires sont repris dans le tableau qui suit :

Rubriques devant figurer au rapport d'activités	Rapports conformes	Rapports non conformes
Une brève description de l'activité de la société au cours du dernier exercice	36	8
La situation de la société et son activité au cours de l'exercice écoulé	44	-
Les résultats de cette activité	44	
Les progrès réalisés ou les difficultés rencontrées	38	6
Les activités de la société en matière de recherche et de développement	27	
L'évolution prévisible de la situation de la société et les perspectives d'avenir	16	28
Les événements importants survenus entre la date de clôture de l'exercice et la date à laquelle le rapport a été établi	20	
Les modifications apportées aux modes de présentation ou des méthodes d'évaluation des comptes		
Les prises de participation ou les aliénations	17	
L'activité des sociétés dont elle assure le contrôle	25	
Les renseignements relatifs à la répartition du capital et des droits de vote	14	30
Le tableau d'évolution des capitaux propres ainsi que les dividendes versés au titre des trois derniers exercices	10	34
L'évolution de la société et de ses performances au cours des 5 dernières années	13	31
L'information sur les conditions d'accès aux assemblées	9	35
L'existence d'affectation statutaire spécifique des résultats avec mention des bénéficiaires et des conditions d'octroi (dirigeants, salariés,...)		
L'intéressement du personnel	31	
Mention sur le déroulement des opérations de rachat et les effets que cette opération a engendré		
L'évolution des cours de bourse et des transactions	19	25

Il est à signaler que pour certaines rubriques, leur inexistence dans le rapport d'une société donnée ne signifie pas nécessairement un manquement. Elle peut traduire simplement le fait que les événements à relater n'ont pas concerné ladite société au cours de l'exercice en cause. Une déclaration explicite dans ce sens aurait néanmoins facilité l'interprétation de l'information donnée.

En revanche, il est à déplorer l'absence, sous la forme prévue par le règlement, des rubriques pour lesquelles l'information est disponible au niveau des états financiers.

En ce qui concerne les sociétés non admises à la cote, seules 48 ont adressé au CMF leur rapport annuel sur un total de 90 sociétés ayant tenu leur assemblée générale en 2003. Le nombre des sociétés qui se sont acquittées de cette obligation de leur propre initiative s'est élevé à 33. Les 15 autres l'ont fait après rappel du CMF.





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

Les résultats de l'examen du respect des dispositions de l'article 44 du règlement du CMF par lesdites sociétés non admises à la cote se présentent comme suit :

Rubriques devant figurer au rapport d'activités	Rappports	
	conformes	non conformes
Une brève description de l'activité de la société au cours du dernier exercice	48	
La situation de la société et son activité au cours de l'exercice écoulé	46	2
Les résultats de cette activité	44	4
Les progrès réalisés ou les difficultés rencontrés	31	17
Les activités de la société en matière de recherche et de développement	25	
L'évolution prévisible de la situation de la société et les perspectives d'avenir	9	39
Les événements importants survenus entre la date de clôture de l'exercice et la date à laquelle le rapport a été établi	9	
Les modifications apportées aux modes de présentation ou des méthodes d'évaluation des comptes		
Les prises de participation ou les aliénations	14	
L'activité des sociétés dont elle assure le contrôle		
Les renseignements relatifs à la répartition du capital et des droits de vote	12	36
Le tableau d'évolution des capitaux propres ainsi que les dividendes versés au titre des trois derniers exercices	10	38
L'évolution de la société et de ses performances au cours des 5 dernières années	11	37
L'information sur les conditions d'accès aux assemblées	8	40
L'existence d'affectation statutaire spécifique des résultats avec mention des bénéficiaires et des conditions d'octroi (dirigeants, salariés,...).		
L'intéressement du personnel	18	
Mention sur le déroulement des opérations de rachat et les effets que cette opération a engendré		
L'évolution des cours de bourse et des transactions	6	42

### 2- AU NIVEAU DES PROJETS DE RESOLUTIONS

L'examen des projets de résolutions reçus au cours de l'année 2003, a permis au CMF de déceler plusieurs anomalies qui se résument en ce qui suit :

- Sur un ensemble de 22 sociétés ayant fait l'objet de franchissement de seuils au cours de l'année 2003, huit ont omis d'inscrire les déclarations y afférentes à un point séparé de l'ordre du jour contrairement aux dispositions de l'article 13 de la loi n°94-117. Afin de remédier à cette anomalie, le CMF a recommandé à ces sociétés d'informer les actionnaires de ces franchissements de seuils lors de la tenue de l'assemblée générale et de mentionner les discussions relatives à cette question au niveau du procès verbal de l'assemblée.
- Une société a prévu l'affectation au profit de son personnel d'une dotation à fonds perdus à prélever sur les bénéfices de l'exercice. Or une telle affectation ne constitue pas un moyen approprié de constatation des charges et fausse les

performances de l'entreprise. N'ayant pas parvenu à faire retirer la résolution y afférente, et tout en affirmant ne pas la cautionner, le CMF a exigé de la société de lui apporter la précision que la dotation est octroyée à fonds perdus afin qu'elle ne soit pas confondue avec une réserve faisant partie des fonds propres.

- Une autre société a omis d'inscrire l'émission d'un emprunt obligataire à l'ordre du jour malgré la présence d'une résolution concernant la question.
- Une société non admise à la cote a prévu une résolution à soumettre à l'approbation de l'assemblée générale ordinaire, autorisant le Conseil d'Administration à procéder au rachat d'une partie des actions de la société en vue de leur annulation alors que cette décision est, en vertu de l'article 88 de la loi n°94-117, du ressort de l'assemblée générale extraordinaire. Le CMF a invité la société à retirer cette résolution et à modifier, en conséquence, l'ordre du jour de l'assemblée générale ordinaire.
- Une société a proposé à l'assemblée générale extraordinaire un projet de résolutions comportant des discordances concernant la catégorie et le nombre des actions à émettre. Le CMF a attiré son attention sur ces discordances et l'a invitée à les lever.
- Il a été relevé un projet de résolution donnant quitus aux commissaires aux comptes et un autre approuvant le rapport général du commissaire aux comptes et désapprouvant son rapport spécial. Or, conformément à la législation en vigueur, l'assemblée générale ordinaire n'a pas de prérogatives pour se prononcer sur ces points. Les sociétés concernées ont été invitées à rectifier les résolutions se rapportant à ces questions.
- Une société a omis d'inscrire l'affectation du résultat à l'ordre du jour et même de prévoir une résolution concernant la question, ce qui est contraire aux dispositions de l'article 275 du code des sociétés commerciales qui exige de l'AGO de prendre les décisions relatives aux résultats après avoir pris connaissance du rapport du conseil d'administration ou celui du directoire et celui du commissaire aux comptes.
- Une société a omis de prévoir une résolution concernant la fixation des jetons de présence malgré la présence d'un point concernant la question à l'ordre du jour. La société a été amenée à ajouter la résolution manquante.
- Dans le cadre d'une augmentation de capital par incorporation de réserves, la parité d'attribution telle que fixée par la société privait une partie des actions de leur droit d'attribution. Pour remédier à cette situation, la société a été tenue de modifier le montant de l'augmentation de capital projetée de telle sorte que la parité fixée ne prive aucune action de son droit d'attribution.
- Une société a établi la proposition d'affectation des résultats sur la base des résultats avant impôts.
- Une société a prévu une résolution portant décision de vendre les droits d'attribution rompus des actionnaires qui n'auraient pas cédé ces droits dans un délai fixé par l'AGE.  
Le CMF a signifié à la société en question que la vente des biens d'autrui ne pouvant s'effectuer que par le consentement du propriétaire, la résolution projetée ne peut se concevoir qu'en cas de présence de tous les actionnaires et de vote unanime de l'assemblée générale extraordinaire.



### 3- AU NIVEAU DES ETATS FINANCIERS PUBLIES

Eu égard à l'importance de l'information financière, le Conseil du Marché Financier veille à ce que la diffusion de l'information par les sociétés soit effectuée dans les délais légaux, et à ce que l'information publiée soit élaborée conformément au système comptable des entreprises. L'utilité de cette information s'accroît quand elle est accompagnée de l'opinion d'auditeurs répondant aux conditions d'indépendance requise et effectuant leur diligence conformément aux normes d'audit généralement admises (Normes Internationales d'Audit).

#### 3-1 Analyse des états financiers définitifs arrêtés au 31 décembre 2002 des sociétés de la cote

Il ressort de l'analyse des états financiers publiés par les sociétés de la cote, une amélioration au niveau de la transparence. Cependant, certaines sociétés ne se sont pas totalement conformées aux principes comptables généralement admis en Tunisie alors même qu'elles déclarent respecter les normes, les principes et les méthodes comptables prévus par le système comptable des entreprises.

Par ailleurs, certaines d'entre elles, se contentent de présenter dans les notes aux états financiers un détail des postes figurant dans le corps du bilan, de l'état de résultat et de l'état de flux de trésorerie sans ajouter des informations explicatives et des commentaires qui sont de nature à favoriser la pertinence de l'information.

L'analyse des états financiers arrêtés au 31 décembre 2002 des sociétés admises à la cote fait ressortir les observations suivantes :

- 6 sociétés n'ont pas présenté au niveau des notes aux états financiers les méthodes d'évaluation utilisées (règles de prise en comptes et d'évaluation);
- Les notes aux états financiers d'une société n'étaient pas conformes à la norme comptable sectorielle relative à la présentation des états financiers ;
- 4 sociétés n'ont pas fourni les bases d'estimation appliquées ;
- Une société a omis d'insérer une référencement croisée entre le corps des états financiers et les notes explicatives correspondantes ;
- 20 sociétés n'ont pas communiqué l'état des mouvements de leurs capitaux propres ;
- 6 sociétés n'ont pas présenté l'état des engagements hors bilan ;
- 2 sociétés ont établi des états financiers comportant des discordances entre le corps de ces états et les notes explicatives ;
- Le tableau des mouvements des capitaux propres de deux sociétés n'était pas conforme à la résolution relative à l'affectation du résultat de l'exercice antérieur ;
- 4 sociétés n'ont pas présenté de notes sur les placements effectués ;
- 31 sociétés n'ont pas prévu une note indiquant la détermination du résultat fiscal.

#### 3-2 Analyse des états financiers définitifs arrêtés au 31 décembre 2002 des sociétés non admises à la cote

L'analyse des états financiers définitifs arrêtés au 31 décembre 2002 des sociétés non admises à la cote a dégagé les insuffisances suivantes :

- 17 sociétés n'ont pas présenté le tableau des mouvements de capitaux propres et 28 autres ont omis d'établir l'état des engagements hors bilan ;
- Une société a omis d'insérer une référencement croisée entre le corps des états financiers et les notes explicatives correspondantes ;
- Une société a omis de présenter une note justifiant les retraitements opérés sur les états financiers relatifs à l'exercice précédent ;
- Une société n'a pas présenté au niveau des notes la justification de la classification de ses placements, les méthodes de leur évaluation, la nature des divergences entre la norme et les principes comptables retenus par la société, le choix retenu et la quantification de l'impact de cette divergence sur son résultat et sur sa situation financière ;
- une société a présenté au niveau de son bilan deux rubriques dont le solde est négatif en avançant la justification que le solde de ces comptes est le résultat d'une opération de compensation. La société a été amenée à rectifier ces opérations conformément aux principes comptables en vigueur ;
- 44 sociétés n'ont pas présenté de notes sur les placements effectués ;
- 19 sociétés n'ont pas prévu une note indiquant la détermination du résultat fiscal.

### 3-3 Analyse des états financiers intermédiaires arrêtés au 30 juin 2003

L'analyse des états financiers intermédiaires arrêtés au 30 juin 2003 publiés par les sociétés admises à la cote, a permis de constater que toutes les sociétés se sont conformées aux normes comptables quant à la présentation de leurs états financiers.

Toutefois, trois d'entre elles n'ont pas présenté les notes aux états financiers sur l'état de résultat et 9 autres ont omis d'établir des notes sur l'état de flux de trésorerie.

Il est à constater, également, que les notes aux états financiers de 8 sociétés ne renfermaient pas des explications sur les méthodes comptables relatives à l'évaluation des revenus.

Par ailleurs, 20 sociétés seulement ont présenté des notes sur les placements effectués au cours de la période.

### 3-4 Analyse des rapports émis par les commissaires aux comptes

L'analyse des rapports émis par les commissaires aux comptes a permis de relever qu'ils ne sont pas homogènes et que certains s'écartent des normes internationales d'audit.

En ce qui concerne les rapports d'audit se rapportant aux états financiers définitifs des sociétés admises à la cote tel qu'arrêtés au 31 décembre 2002, les divergences relevées par rapport à ces normes se rapportent essentiellement à :

- la description des diligences mises en œuvre par l'auditeur, au niveau de 14 rapports ;
- la description du destinataire, pour deux cas ;
- la référence aux normes comptables applicables, au niveau de deux rapports ;
- l'appréciation des principes comptables suivis par la société, dans 21 rapports ;
- au rappel des responsabilités respectives de la direction de l'entité et de l'auditeur, au niveau de 15 rapports ;
- et à la formulation de l'opinion exprimant l'avis de l'auditeur sur les états financiers, dans 12 rapports.



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

En ce qui concerne les rapports d'audit pour les missions d'examen limité émis sur les états financiers intermédiaires arrêtés au 30 juin 2003, leurs divergences par rapport aux normes internationales d'audit concernent les points suivants :

- le rappel des responsabilités respectives de la direction de la société et de l'auditeur, au niveau de 11 rapports ;
- la référence à la Norme Internationale d'Audit relative aux missions d'examen limité, pour 4 rapports ;
- la description des diligences mises en œuvre par l'auditeur, dans 7 rapports ;
- l'étendue de l'examen limité, au niveau de 8 rapports.

Face à ces insuffisances, le CMF a demandé à l'Ordre des Experts Comptables de Tunisie d'intervenir auprès des commissaires aux comptes pour qu'ils conforment leurs rapports à la norme internationale d'audit.

## CHAPITRE III : LA PROTECTION DES ÉPARGNANTS

*Dans le cadre de l'accomplissement de son devoir de protection de l'épargne investie en valeurs mobilières, le CMF a été amené en 2003 à sanctionner, au plan disciplinaire, le dirigeant et le commissaire aux comptes d'une SICAV. Il a ainsi interdit au premier de façon définitive l'exercice du métier de gestion de portefeuilles de valeurs mobilières et au second l'exercice de ses fonctions auprès des organismes de placement collectif pendant une durée de trois ans.*

*La justice a confirmé les sanctions prononcées. Elle a néanmoins ramené à 2 ans la durée de l'interdiction pour le commissaire aux comptes.*

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

#### I- A L'OCCASION DES OPERATIONS D'AUGMENTATION DE CAPITAL

Après avoir accordé son visa à un prospectus d'augmentation de capital, le CMF veille à ce que toutes les conditions de réalisation de l'opération définies dans le prospectus visé soient respectées.

Dans ce cadre, et lors du suivi des conditions de réalisation d'une augmentation de capital en numéraire par émission d'actions ordinaires et certificats d'investissement, le CMF a constaté que l'attribution des certificats de droits de vote résultant de ladite augmentation n'a pas été faite conformément aux dispositions du dernier alinéa de l'article 384 du code des sociétés commerciales qui stipule que « Les certificats de droit de vote créés avec les nouveaux certificats d'investissement sont attribués aux porteurs d'anciens certificats de droit de vote en proportion de leurs droits, sauf renonciation de leur part au profit de l'ensemble des porteurs ou de certains d'entre eux ».

En conséquence, le CMF a invité la société émettrice à conformer l'attribution des nouveaux certificats de droits de vote à l'article 384 sus-visé et à réunir, dans les meilleurs délais, une assemblée générale extraordinaire pour décider des modalités d'attribution des certificats de droits de vote pour les droits formant rompus, conformément à ce qui a été prévu au niveau du prospectus.

#### 2- A L'OCCASION DES EMISSIONS D'EMPRUNTS OBLIGATAIRES

Lors du visa des prospectus d'émission d'emprunts obligataires, le CMF encourage les sociétés concernées à améliorer la qualité de l'information présentée, notamment, en matière de prévisions.

Dans cet esprit, et par souci de maîtriser les délais de délivrance de son visa, le CMF a permis le lancement d'une émission d'un emprunt obligataire en l'assortissant de la condition de mettre à la disposition du marché, durant la période de placement, une actualisation des prévisions sur la base des chiffres de la situation provisoire au 31/12/2002 en cours d'établissement lors de l'octroi du visa.

Conformément à cette démarche, la société concernée a mis à la disposition du marché les prévisions revues, dans le cadre d'un document devant être remis avec le prospectus et a procédé à la publication d'un communiqué de presse informant le public des modalités d'accès audit document.

Dans le même objectif, le CMF a veillé à améliorer la pertinence des informations données par les émetteurs au niveau des premières pages du prospectus, dans la mesure où elles sont susceptibles d'influencer les décisions des investisseurs. C'est ainsi que les sociétés de leasing ont été appelées à mettre en exergue la révision de leur notation par l'agence Maghreb Rating qui a conduit dans une première étape, à leur mise sous surveillance, avant de les abaisser en les assortissant d'une perspective d'évolution négative, tout en étayant les fondements des nouvelles notes attribuées.

### 3-A L'OCCASION DES OFFRES PUBLIQUES DE RETRAIT -OPR-

Au cours de l'année 2003, le CMF a étudié la recevabilité de quatre offres publiques de retrait, dont l'une portant sur des actions d'une société cotée : la société « Ateliers Mécaniques du Sahel ».

A l'occasion de ces opérations, le CMF a veillé à préserver les intérêts des actionnaires minoritaires en leur permettant de se retirer, s'ils le désirent, dans les meilleures conditions possibles.

#### 3.1- OPR sur les actions « SOSTEM »

La Société Frigorifique et Brasserie de Tunis -SFBT- agissant de concert avec la Compagnie de Fabrication et de Développement des Boissons -CFDB- et détenant ensemble 97,39 % du capital de la « SOSTEM » a initié une OPR visant le reste des titres de ladite société soit 10 178 actions représentant 2,61 % du capital à un prix de 17 dinars l'action. Cette offre a été initiée dans le but de déclasser la Société des Stations Thermales et des Eaux Minérales - SOSTEM - de la liste des sociétés faisant appel public à l'épargne et de parfaire sa restructuration financière.

A l'issue de l'OPR, la « SFBT » a acquis 3 558 actions et la « SOSTEM » a été retirée de la liste des sociétés faisant APE.

#### 3.2- OPR sur les actions « Aghir pour le Développement Touristique »

Cette OPR a été initiée par la Société Maghreb Invest SICAF qui détenait, de concert avec un groupe d'actionnaires, 95,38 % du capital de la société « Aghir pour le Développement Touristique » et visait l'acquisition des 1847 actions restantes ; le groupe initiateur ayant opté pour une structure fermée du capital de la société visée. L'offre de prix a porté sur 100 dinars l'action.

L'examen des conditions initiales ayant révélé que le prix proposé était inférieur au prix minimum exigé par l'article 158 du RGB, et devant correspondre au minimum à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de transaction pendant les 60 jours de bourse précédant la publication de l'avis de dépôt du projet d'OPR, cette offre n'a été déclarée recevable que lorsque l'initiateur a relevé le prix au niveau minimum exigé de 106,500 dinars.

A l'issue de l'OPR, l'initiateur a acquis 30 actions et la société « Aghir pour le Développement Touristique » a été retirée de la liste des sociétés faisant APE.

### 3.3- OPR sur les actions « LA GLACE »

L'initiateur de cette OPR, la Société des Stations Thermales et des Eaux Minérales -SOSTEM- détenant 66,49 % du capital de la société « La Glace », visait à déclasser cette dernière de la catégorie des sociétés faisant appel public à l'épargne dans l'objectif de la restructurer et d'en assainir la situation financière.

A cet effet, elle a saisi le CMF et examiné avec lui la mise en œuvre éventuelle d'une OPR dans le cadre des dispositions de l'article 175 du RGB, sachant que l'assemblée générale extraordinaire de la société « La Glace » réunie le 13 mars 2003 avait décidé, en exécution partielle du jugement du tribunal de première instance du 7 février 1998, la cession du principal de ses éléments d'actifs au profit de la « SOSTEM ».

L'article 175 précité stipule que « ....quel que soit le niveau de sa ou leurs participations majoritaires, la ou les personnes qui contrôlent une société dont les titres sont admis à la cote ou négociés sur le marché hors-cote, doivent saisir le CMF et examiner avec lui la mise en œuvre éventuelle d'une offre publique de retrait dans les cas suivants :

- lorsqu'elles se proposent de soumettre à l'approbation d'une assemblée générale extraordinaire une ou plusieurs modifications significatives des dispositions statutaires, notamment celles relatives à la forme de la société, aux conditions de cession et de transmission des titres de capital ainsi qu'aux droits qui y sont attachés ;
- lorsqu'elles décident le principe de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération des titres de capital... »

Après avoir apprécié les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et des intérêts des actionnaires, le CMF a déclaré l'offre recevable dans les conditions suivantes:

- nombre de titres visés : 17 092 actions soit 33,51% du capital.
- prix d'offre fixé à la valeur nominale, 5 dinars, soit un prix égal à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de transactions pendant les 60 jours de bourse précédant l'OPR
- période de validité de trois mois et demi permettant aux 438 actionnaires de la société « La Glace » de suivre l'opération.

La période de validité de l'offre a, par la suite, été prorogée par le CMF d'un mois supplémentaire, sur demande de l'initiateur de l'OPR.

A l'issue de l'OPR, la « SOSTEM » a acquis 167 actions, mais la société « La Glace » n'a pas été déclassée de la catégorie des sociétés faisant APE, le nombre de ses actionnaires demeurant supérieur à 100.

### 3.4- OPR sur les actions « AMS »

Lorsque l'orientation portant sur l'individualisation des trois activités de la société « Ateliers Mécaniques du Sahel » -AMS- dans le cadre de trois unités indépendantes, dans la perspective de les offrir à la vente, est devenue définitive, une concertation a eu lieu, conformément aux dispositions de l'article 175 du RGB, avec la Société Tunisienne de Banque -STB- agissant de concert avec ses filiales et détenant ensemble 79,33% du capital, en vue de la mise en œuvre d'une OPR visant l'acquisition des 346 266 actions qu'elle ne détient pas.



Après examen des caractéristiques de l'opération projetée au regard des droits et des intérêts des actionnaires et notamment le prix proposé qui correspond à la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes de transactions pendant les 60 jours de bourse précédant l'OPR, le CMF a déclaré l'offre recevable.

A l'issue de cette OPR, la STB a acquis 149 888 actions et la société « AMS » a été radiée de la cote de la bourse, le lundi 26 janvier 2004. Toutefois, le nombre des actionnaires de ladite société demeurant supérieur à 100, elle n'a pas été déclassée de la catégorie des sociétés faisant APE.

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

Courant 2003, le CMF a autorisé, en application des articles 6 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 et 166 du RGB, l'opération d'acquisition d'un bloc de contrôle portant sur 369 112 actions de la Société Générale des Supermarchés "TOUTA" soit 87,88% du capital et des droits de vote, par la Société Nouvelle Maison de la Ville de Tunis "MONOPRIX" à un prix de 26,800 dinars l'action.

Parallèlement et en vue de permettre aux autres actionnaires de céder leurs titres, s'ils le désirent dans les mêmes conditions que les cédants du bloc, le CMF a ordonné à l'acquéreur du bloc de procéder à une offre publique d'achat sur les actions restantes de "TOUTA" soit, 50 888 actions représentant 12,12% du capital et ce, au prix du bloc.

Par ailleurs, compte tenu de la nature de l'opération et du statut de société faisant appel public à l'épargne de la société SNMVT "MONOPRIX", et se fondant sur les dispositions de l'article 4 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994, le CMF a demandé à la société SNMVT "MONOPRIX" de procéder, immédiatement après la réalisation en bourse de l'opération, à la diffusion d'une information sur celle-ci portant au minimum sur les éléments suivants :

- Les caractéristiques de l'opération : nombre des actions acquises, part du capital, les cédants, le prix d'acquisition par action et prix global ;
- Les conditions de financement de l'opération : origine des ressources ;
- Le but de l'opération : par référence à la concurrence, au pouvoir de négociation, la part du marché ;
- Présentation succincte du groupe après l'opération : nombre des points de vente, la surface de vente totale, l'effectif, le chiffre d'affaires... ;
- L'organisation : l'effet de l'opération sur les organes de gestion de "TOUTA" ;
- Stratégie de développement de "MONOPRIX" après l'opération : nouveaux points de vente, extension externe... ;
- Méthode d'évaluation et éléments retenus pour l'appréciation du prix de l'action de la société "TOUTA" ;
- Les engagements de "MONOPRIX" dans le cadre de l'opération : procéder à une OPA sur le reste du capital de "TOUTA".

La cession du bloc de contrôle a été concrétisée en bourse le 8 août 2003 et l'OPA obligatoire a été ouverte du 27 août 2003 au 16 septembre 2003 inclus. A l'issue de cette période, la SNMVT "MONOPRIX" a acquis 50 387 actions, portant sa participation à 99,88% du capital de "TOUTA".

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

Au cours de l'année 2003, le CMF a étudié le cas de 2 opérations réservées aux salariés tunisiens présentées par des sociétés émettrices étrangères. La première opération a reçu le visa du CMF et la seconde a été classée suite à l'expiration de la période de souscription prévue dans le prospectus visé par l'autorité compétente du pays d'origine de la société émettrice étrangère.

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

En 2003, dans le cadre de l'instruction des plaintes, le CMF a ouvert 34 enquêtes dont 32 font suite à des plaintes reçues au courant de la même année. Les plaintes ont émané principalement d'actionnaires minoritaires et mettaient en cause des intermédiaires en bourse, et pour certaines des sociétés émettrices et des personnes physiques.

### I- LES PLAINTES CONTRE LES INTERMEDIAIRES EN BOURSE

Le nombre des plaintes mettant en cause des intermédiaires en bourse s'est élevé à 29, dont 12 ont concerné le même intermédiaire en bourse. Elles ont porté sur les questions ci-après :

#### I-I : Le transfert des portefeuilles

Bien que les procédures de transfert des portefeuilles de valeurs mobilières revenant aux clients soient régies par l'article 55 des statuts des intermédiaires en bourse qui exige l'établissement par les parties, d'un procès-verbal portant sur la composition du portefeuille et la restitution par l'intermédiaire des fonds liquides au client ; cette opération continue, néanmoins, à être à l'origine de quelques difficultés.

Le CMF a eu à examiner cinq plaintes impliquant un même intermédiaire en bourse selon lesquelles, ce dernier refusait le transfert des portefeuilles de ses clients.

Suite aux investigations, le CMF a constaté que l'intermédiaire en question n'a pas procédé aux transferts en raison de l'existence de situations litigieuses dont notamment :

- Le fait que le client gère, en plus de son propre compte, d'autres comptes qui se sont trouvés en situation débitrice. D'une manière générale les litiges ont pu être résolus à l'amiable et il a été procédé à la réalisation des transferts de portefeuilles.
- La contestation par le client d'avoir initié des opérations réalisées sur son compte. Suite à l'intervention du CMF, l'intermédiaire a régularisé ces opérations litigieuses et a procédé au transfert du portefeuille.
- La contestation par le client du niveau des commissions qu'il considère supérieures aux commissions conventionnelles et à l'usage. Certaines plaintes ont été résolues à l'amiable, d'autres sont en cours d'instruction.

Il est à noter que malgré le règlement à l'amiable de certaines de ces plaintes, elles seront soumises au collège du CMF pour déterminer la responsabilité de l'intermédiaire.

### I-2- La gestion de portefeuilles

Le CMF a reçu cinq plaintes relatives à la gestion de portefeuilles. Trois ont émané d'épargnants qui dénoncent la gestion de leurs portefeuilles par l'intermédiaire en l'absence de conventions écrites d'une part et accusent ce dernier de mauvaise gestion d'autre part.

Dans l'une des ces trois plaintes, il s'est avéré que les allégations du plaignant sont non fondées étant donné l'existence d'un contrat de gestion signé par le plaignant et que la gestion du portefeuille n'a pas été entachée d'irrégularité, ce qui a conduit au rejet de la plainte par le collègue. Les deux autres plaintes seront transmises prochainement au collègue. Les deux plaintes restantes accusent l'intermédiaire de mauvaise gestion des portefeuilles. Les investigations menées à propos de l'une d'entre elles n'a établi l'existence d'aucun élément sérieux pouvant mettre en cause les conditions de la gestion. Elles ont également montré que la dépréciation de la valeur du portefeuille du client a été le résultat de la baisse des cours en bourse, ce qui a incité le plaignant à retirer sa plainte. L'enquête concernant l'autre plainte est en cours.

### I.3- L'information sur les comptes

Sept plaintes parvenues au CMF ont porté sur le manquement des intermédiaires à leurs obligations d'informer leurs clients des opérations réalisées pour leurs comptes par l'envoi des relevés, des avis d'opérés et des situations des portefeuilles.

Les intermédiaires ont expliqué, lors des investigations du CMF, la non communication desdites informations à leurs clients selon les voies réglementaires par le fait que ces derniers consultaient constamment leurs comptes sur place dans les locaux des intermédiaires. Le CMF a signifié à ces derniers que la présence du client ne les exonère pas de respecter les obligations légales d'information. En conséquence de quoi, ils ont fourni les documents nécessaires à leurs clients.

### I.4- L'achat et la vente sans ordre de la clientèle

Quatre plaintes ont mis en cause le même intermédiaire pour achat et vente d'actions sans ordre écrit émanant des titulaires des comptes alors qu'il s'agit de comptes de gestion libre.

Concernant trois de ces plaintes, l'intermédiaire a prétendu avoir reçu les ordres par téléphone sans pouvoir en donner la preuve alors que le règlement général de la bourse qui permet la réception des ordres par téléphone, la conditionne par l'obligation de disposer d'un enregistreur et de conserver les enregistrements pendant six mois. En conséquence, le CMF a rejeté les justifications de l'intermédiaire qui a été amené à régulariser la situation et à supporter les pertes engendrées par ces opérations.

### I.5- L'inexécution d'ordres

Un plaignant a sollicité l'intervention du CMF suite à la non exécution de son ordre de vente par un intermédiaire. L'instruction a établi que ce dernier n'a pas pu exécuter l'ordre en question parce que le prix stipulé par le plaignant était largement supérieur aux prix auxquels se négocie la valeur objet de l'ordre, ce qui le rendait inexécutable.

### 1.6- Retrait abusif de fonds

Le CMF a été saisi de trois plaintes relatives à des retraits de fonds par un intermédiaire considérés comme abusifs par ses clients.

Les enquêtes relatives à deux plaintes ont révélé que l'intermédiaire a procédé unilatéralement au retrait de fonds revenant aux clients pour la couverture des débits d'autres comptes sous prétexte qu'ils sont en relation avec les comptes des plaignants, sans pour autant présenter des justificatifs de nature à prouver ces relations. Cependant, l'intermédiaire a accepté, lors du déroulement de l'enquête de restituer les fonds aux plaignants reconnaissant qu'il a commis une faute. Il a été constaté également, dans l'une de ces deux plaintes qu'un autre montant a été retiré du compte du plaignant suite à une erreur matérielle qui a été corrigée par l'intermédiaire dès qu'il en a pris connaissance.

Concernant la troisième plainte, les investigations sont en cours.

### 1.7- Les commissions revenant à l'intermédiaire

Les taux des commissions prélevées par les intermédiaires ne sont pas fixés par la réglementation en vigueur qui a néanmoins, exigé de ces derniers de remettre aux clients lors de l'établissement de la convention d'ouverture de compte le barème des commissions qui lui seront facturées en rémunération des services rendus et de préciser les modalités de modification de ces commissions.

Le CMF a reçu quatre plaintes relatives aux conditions de facturation des commissions mettant en cause le même intermédiaire. Ces plaintes sont en cours d'instruction.

### 1.8- Le non règlement d'une opération de vente

Un plaignant a sollicité l'intervention du CMF auprès d'un intermédiaire en bourse prétendant que ce dernier ne lui a pas réglé le montant d'une opération de vente qu'il a réalisée en bourse.

L'enquête a révélé que l'intermédiaire a en fait repris un montant que le plaignant avait retiré, cinq ans auparavant, et que l'intermédiaire a omis d'imputer sur son compte.

Considérant que l'opération n'est pas constitutive d'un délit de détournement, le CMF a rejeté la plainte.

Le CMF a également reçu une plainte de la part d'un intermédiaire en bourse demandant la poursuite de deux autres intermédiaires en bourse et deux clients de ces derniers au motif, selon lui, d'infraction aux dispositions de l'article 40 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier. Suite aux investigations, il s'est avéré que les faits reprochés aux concernés ne constituent pas une infraction à la réglementation édictée par le CMF au sens de l'article invoqué. Aussi, le collège du CMF a-t-il rejeté cette plainte.

### 1.9- La responsabilité de l'intermédiaire en Bourse en matière d'enregistrement

Un plaignant a cherché à engager la responsabilité d'un intermédiaire qui a procédé à la vente de titres nantis.

L'enquête a établi que les titres objet de la vente sont émis par une société ne faisant pas appel public à l'épargne et que l'opération a été réalisée hors marché entre un père et son fils qui était au courant du nantissement. De ce fait, et eu égard aux dispositions du code des droits réels permettant la vente de la chose nantie lorsque l'acquéreur en est informé, le collège du CMF a rejeté la plainte.

Les investigations concernant deux autres plaintes relatives à la responsabilité d'un intermédiaire en bourse dans une opération d'enregistrement en bourse d'une cession d'actions d'une société fermée, ont révélé que l'inexécution reprochée à l'intéressé ne lui est pas imputable dans la mesure où elle fait suite à une décision judiciaire ordonnant la suspension provisoire de l'opération.

### 1.10- Concernant la désignation du CMF en tant qu'arbitre

Le CMF a été saisi d'une requête d'un épargnant sollicitant son intervention en tant qu'arbitre au sens du code de l'arbitrage et ce, en se référant à la convention d'ouverture de compte conclue avec un intermédiaire qui comporte une disposition dans ce sens.

Le CMF a considéré que même si les missions qui lui sont dévolues, recouvrent le traitement des conflits qui se rattachent aux valeurs mobilières placées par appel public à l'épargne, son intervention ne peut être envisagée dans le cadre du code de l'arbitrage qui reste en dehors du champ de sa compétence. En conséquence, il a rejeté le principe de la mission d'arbitrage dans le cadre demandé.

## 2- LES PLAINTES CONTRE LES INTERMEDIAIRES EN BOURSE EN TANT QUE GESTIONNAIRES D'OPCVM

Deux plaignants ont contesté la modification par l'intermédiaire des conditions de souscription et de rachat en matière de dates de réalisation. L'enquête a démontré que l'intermédiaire en question y a été contraint suite à la suppression par sa banque des conditions préférentielles dont il bénéficiait en la matière. Le CMF a considéré en conséquence, que l'intermédiaire n'a pas commis de faute et a clarifié aux plaignants que le changement opéré n'est pas entaché d'irrégularité.

## 3- LES PLAINTES CONTRE DES SOCIETES EMETTRICES

### 3.1- La délivrance d'attestation de propriété d'actions

Un plaignant a sollicité l'intervention du CMF auprès d'une société émettrice pour qu'elle lui délivre ainsi qu'aux membres de sa famille, les attestations de propriété des actions qu'ils détiennent, dans son capital.

Suite à l'intervention du CMF, la société émettrice en question a délivré les attestations requises.

### 3.2- La mauvaise gestion et le non respect de l'obligation d'information

Un actionnaire d'une société cotée en bourse a reproché à cette dernière de ne pas avoir respecté ses obligations d'information et d'avoir commis des fautes de gestion qui ont lésé les intérêts des actionnaires. L'enquête a démontré que la société s'est acquittée de ses obligations d'information et a mis à la disposition de ses actionnaires les documents nécessaires à l'occasion de la tenue de ses assemblées générales. Concernant les fautes de gestion attribuées à la direction générale de la société en question et qui consistent d'après le plaignant, en la conclusion de contrats avec les

dirigeants sans disposer des autorisations requises, il s'est avéré que les contrats en question n'entrent pas dans le cadre des conventions prévues par l'article 200 du code des sociétés commerciales et ne nécessitent pas, en conséquence, l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires. La plainte a été en conséquence rejetée.

### 3.3- Le rachat par une société de ses propres actions

Le CMF a été saisi d'une requête émanant de quelques actionnaires d'une société faisant appel public à l'épargne aux termes de laquelle les responsables de cette dernière ont fait acheter à la société ses propres actions sans avoir les autorisations nécessaires. Suite aux investigations, il a été constaté que les dirigeants de la société ont effectivement enfreint les dispositions de l'article 88 de la loi n°94-117 du 14 novembre 1994. L'affaire a été transmise au parquet.

## 4- LES PLAINTES A L'ENCONTRE D'ACTIONNAIRES

Le CMF a reçu une plainte d'un actionnaire disposant d'une promesse de vente de la part d'un autre actionnaire qui s'est rétracté, tendant à obtenir que ce dernier soit forcé à finaliser ladite promesse.

Le CMF a signifié à l'intéressé que l'objet de sa plainte est du ressort des tribunaux.

Par une autre plainte, un plaignant a formulé une opposition à l'enregistrement d'une opération de vente à un tiers des titres objet de la promesse dont-il bénéficie.

Ayant agi également en justice, l'intéressé a pu cependant, obtenir une décision judiciaire suspendant la réalisation de l'opération en cause dans l'attente d'une décision sur le fond.

## III - LES ENQUETES DU CONSEIL DU MARCHÉ FINANCIER

Le CMF a ouvert au cours de l'année 2003, quatre enquêtes. Elles ont porté sur les questions ci-après :

- Le fonctionnement de SICAV
- Le comportement des cours des actions de sociétés cotées
- Le comportement d'intermédiaires en bourse.

### I-LES INVESTIGATIONS AUPRES DES SICAV

Le CMF a constaté au niveau des états financiers d'une SICAV l'existence de certaines irrégularités qui ont motivé des investigations approfondies lesquelles ont établi que le directeur général a commis des infractions comptables qui ont généré des actifs fictifs faussant ainsi la valeur liquidative. L'intéressé a été, en conséquence, traduit devant le collège du CMF siégeant en tant que conseil de discipline qui a prononcé à son encontre une décision d'interdiction, à titre définitif, d'exercer le métier de gestion de portefeuilles de valeurs mobilières. La cour d'appel ainsi que la cour de cassation ont confirmé la sanction prononcée par le CMF.

Le CMF a poursuivi également le commissaire aux comptes de ladite SICAV conformément au nouveau code des organismes de placement collectif qui a investi le CMF d'un pouvoir disciplinaire à l'égard des commissaires aux comptes de ce type d'organismes et ce, pour ses manquements à ses obligations professionnelles.

Le collège du CMF a prononcé à son encontre une décision d'interdiction d'exercer ses fonctions auprès des organismes de placement collectif pour une durée de trois ans.

Le CMF a également, saisi le ministère public desdits faits eu égard au principe de l'indépendance de la faute pénale de la faute disciplinaire.

S'agissant du domaine disciplinaire, la décision du CMF a été confirmée par la cour d'appel tant sur le principe de son indépendance de la faute pénale que sur la réalité de la faute reprochée au commissaire aux comptes. Toutefois, la cour a ramené la sanction à deux années.

### 2- LES INVESTIGATIONS AU SUJET DU COMPORTEMENT DES COURS DE VALEURS DE SOCIÉTÉS COTÉES

Constatant une augmentation inhabituelle du cours et des quantités échangées sur une valeur cotée alors que les informations publiées, à cette époque, indiquaient une détérioration relative des résultats, le CMF a décidé d'ouvrir une enquête sur le sujet.

Cette enquête était encore en cours à la fin de l'année 2003. Cependant, les investigations préliminaires tendent à accréditer l'hypothèse d'une possible manipulation des cours à l'effet de permettre la réalisation d'une opération importante à un prix ciblé à l'avance. Cette affaire sera soumise au collège du CMF courant 2004.

### 3-LES INVESTIGATIONS AUPRES DES INTERMÉDIAIRES EN BOURSE

Dans le cadre de ses missions, le CMF a ouvert deux enquêtes approfondies portant sur les conditions de fonctionnement de deux sociétés d'intermédiation en bourse.

Les investigations ont porté notamment sur l'utilisation des fonds et des titres de la clientèle et la vérification des garanties présentées à l'effet d'assurer la sécurisation des intérêts des clients.

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

*Après une décélération de son évolution durant les années précédentes, le secteur de la gestion collective a fait preuve de dynamisme et a repris de la vigueur en 2003 ; orientation traduite par un accroissement soutenu des actifs nets.*

*Même les SICAV mixtes renouent avec la croissance après une forte régression durant les deux années précédentes ; leurs actifs nets ayant réalisé une progression de l'ordre de 16%. Cependant, leur part demeure insignifiante par rapport à l'ensemble du secteur. En outre, cette progression n'a pas profité aux placements en actions dont la valeur a diminué.*

*L'effet conjugué de la baisse, pour la deuxième année consécutive des émissions obligataires privées, et de la politique plus agressive du trésor en matière de BTA cette année, s'est fait nettement ressentir sur la structure du portefeuille obligataire des SICAV où les titres de l'Etat ont ravi la première place aux titres des sociétés.*

*Même si aucun effet sur la VL n'est à déplorer, les SICAV continuent à présenter plusieurs défaillances et insuffisances en matière de gestion prudentielle, d'organisation et de contrôle interne.*

*En matière prudentielle, la dépendance poussée des SICAV vis-à-vis de leurs banques promotrices est à l'origine de la majorité des défaillances relevées.*

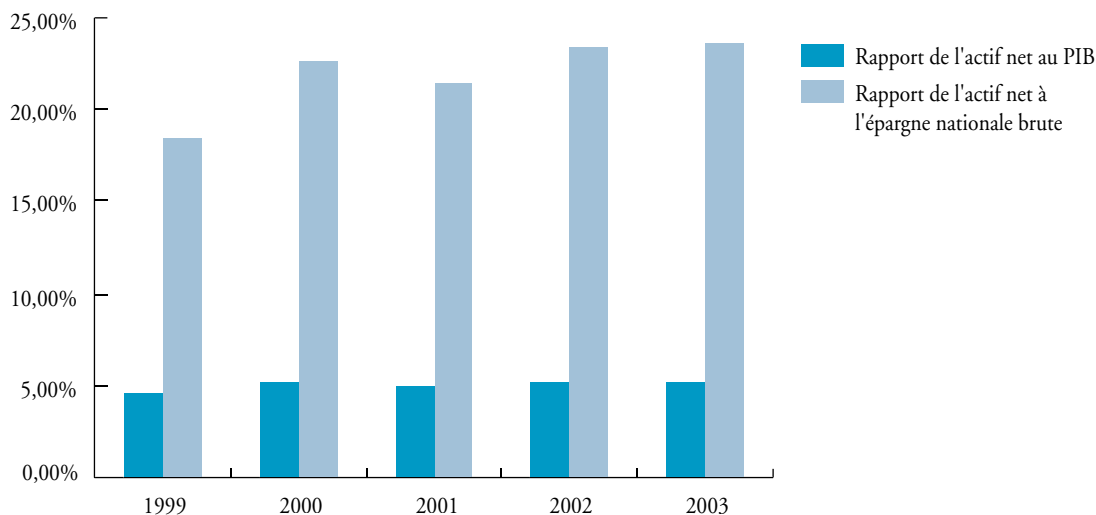
Grâce à l'accélération de son développement en 2003, la gestion collective a pu consolider sa position ; les actifs nets de l'ensemble des SICAV de la place ayant augmenté de 10,59%, le PIB et l'épargne nationale brute aux prix courants de 11,74% et 9,09%.

Le rapport des actifs nets au PIB aux prix courants est passé de 5,06% au 31 décembre 2002 à 5,18% au 31 décembre 2003 et celui des actifs nets à l'épargne nationale brute aux prix courants est passé, aux mêmes dates, de 23,37% à 23,69%.

Evolution comparée de l'actif net, du PIB et de l'épargne nationale brute					En MD
Libellé	1999	2000	2001	2002	2003
Actifs nets SICAV	1 102	1 398	1 452	1 511	1 671
Variation annuelle	26,38%	26,86%	3,86%	4,06%	10,59%
PIB (aux prix courants)	24 672	26 685	28 741	29 890	32 283
Variation annuelle	9,36%	8,16%	7,70%	4%	8%
Rapport de l'actif net au PIB	4,47%	5,24%	5,05%	5,06%	5,18%
Epargne Nationale Brute (aux prix courants)	5 943	6 160	6 757	6 466	7 054
Variation annuelle	12,81%	3,65%	9,69%	-4,31%	9,09%
Rapport de l'actif net à l'Epargne Nationale Brute	18,54%	22,69%	21,49%	23,37%	23,69%



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



## I- L'ACTIVITÉ DES SICAV EN 2003

### I- EVOLUTION DES ACTIFS NETS DES SICAV EN 2003

Une seule SICAV obligataire nouvelle est entrée en activité durant l'année 2003, portant le nombre total des SICAV en activité à 35 se répartissant entre 17 SICAV de type obligataire et 18 SICAV de type mixte.

Le secteur de la gestion collective a renoué en 2003 avec une croissance à deux chiffres de ses encours sous gestion. En effet, l'actif net de l'ensemble des SICAV de la place a atteint 1 671 MD au 31 décembre 2003 contre 1 511 MD l'année précédente, enregistrant ainsi une augmentation de 10,59%.

Evolution des actifs nets	<i>en MD</i>		
	2001	2002	2003
<b>Actifs nets de l'ensemble des SICAV</b>	<b>1 452</b>	<b>1 511</b>	<b>1 671</b>
Variation annuelle	3,86%	4,06%	10,59%
<b>Actifs nets des SICAV mixtes</b>	<b>81</b>	<b>56</b>	<b>65</b>
Variation annuelle	-39,55%	-30,86%	16,07%
<b>Actifs nets des SICAV obligataires</b>	<b>1 371</b>	<b>1 455</b>	<b>1 606</b>
Variation annuelle	8,47%	6,13%	10,38%

Contrairement à l'année précédente, la hausse des actifs nets des SICAV durant l'année 2003 a été importante et a également concerné les actifs nets des SICAV mixtes qui, durant les deux années précédentes, ont connu une forte régression.

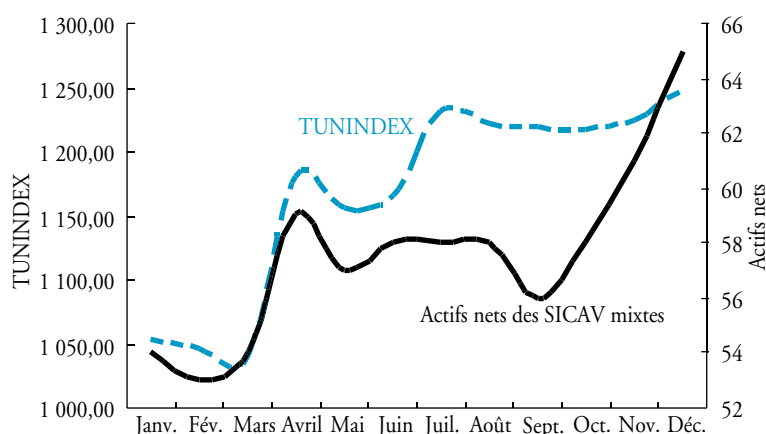
En effet, les actifs nets des SICAV mixtes ont enregistré une augmentation de 16,07% et ceux des SICAV obligataires une hausse de 10,38% par rapport à l'année 2002.

La hausse des encours des SICAV mixtes pourrait s'expliquer par un certain regain d'intérêt des épargnants suite à l'amélioration du rendement de cette catégorie de SICAV.

A l'instar de l'année 2002, les SICAV obligataires continuent à accaparer une part de marché prédominante qui a atteint 96,11% de l'ensemble des fonds gérés par les SICAV.

La hausse des encours des SICAV obligataires pourrait quant à elle s'expliquer par la stabilité du rendement de cette catégorie de SICAV ainsi que par leur liquidité et leur compétitivité par rapport aux produits bancaires d'épargne classiques, laquelle a été consolidée cette année face en particulier aux comptes spéciaux d'épargne.

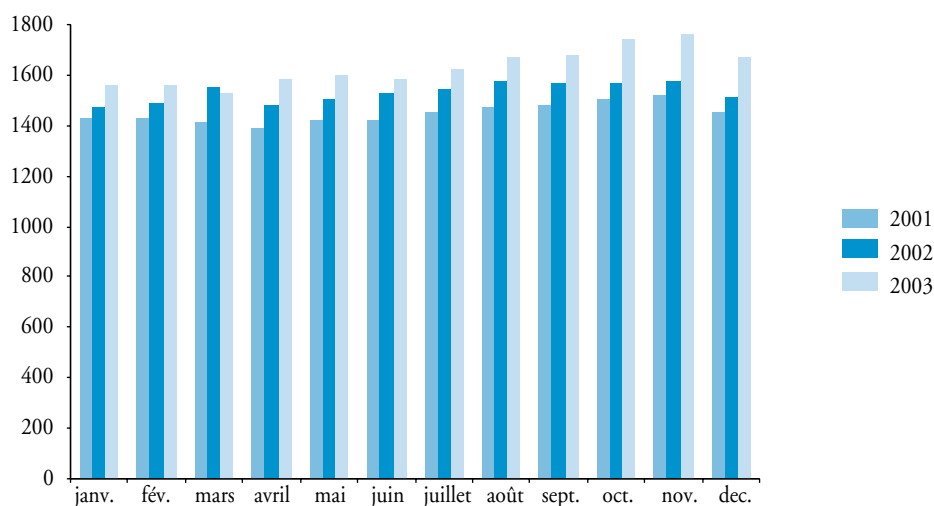
**Evolution mensuelle comparée des actifs nets des SICAV mixtes et de l'indice TUNINDEX**



L'évolution des actifs nets mensuels de l'ensemble des SICAV de la place en 2003 confirme le caractère cyclique de l'activité de ce secteur. En effet, et comme les années précédentes, durant les quatre premiers mois de l'année, les actifs nets des SICAV sont stables ou enregistrent une légère baisse. Cette situation est imputable au paiement des dividendes qui a lieu durant cette période de l'année. A compter du mois de mai débute un mouvement haussier jusqu'au mois de novembre.

Par ailleurs, et à l'instar de l'année 2002, il a été remarqué durant le mois de décembre 2003 un mouvement de rachat massif qui a engendré une baisse de l'ordre de 90 MD au niveau des actifs nets des SICAV obligataires durant ce mois.

**Evolution mensuelle comparée des actifs nets des SICAV 2001-2003**



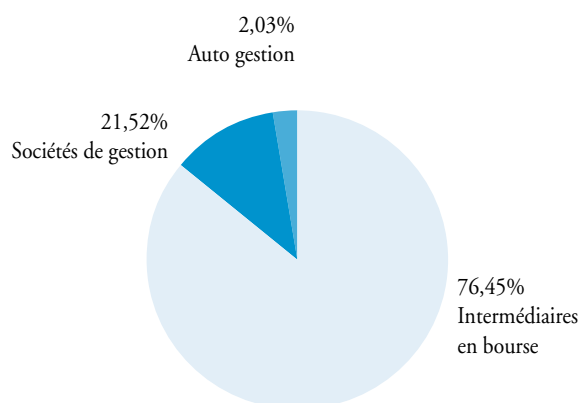
Au cours de l'année 2003, deux banques de la place ont transféré à des sociétés de gestion d'OPCVM promues à cet effet les encours qu'elles géraient directement et ce, afin de respecter les dispositions légales interdisant le cumul des fonctions de gestionnaire et de dépositaire au titre d'un même OPCVM.

A l'instar des années précédentes, et malgré une légère amélioration, la concentration demeure élevée. Deux gestionnaires de la place continuent à concentrer 38,27% des actifs nets des SICAV contre 42,34% en 2002.

Par catégorie de gestionnaire, et compte tenu du transfert sus visé au profit de sociétés de gestion, les actifs nets des SICAV de la place se répartissent ainsi:

- 21,52% pour les sociétés de gestion d'OPCVM
- 76,45% pour les intermédiaires en bourse
- 2,03% relèvent de sociétés auto-gérées

Répartition des actifs nets par catégorie de gestionnaire



## 2- CAPITAUX COLLECTÉS PAR LES SICAV

Les flux nets de capitaux collectés<sup>23</sup> par les SICAV durant l'année 2003 se sont élevés à 133,8 MD contre 58,9 MD une année auparavant, soit une hausse de 127,16 %.

### Evolution des capitaux collectés

en MD

	2002			2003		
	Souscriptions	Rachats	Flux nets de capitaux collectés	Souscriptions	Rachats	Flux nets de capitaux collectés
SICAV mixtes	45,1	59,7	-14,5	50,9	43,5	7,4
SICAV obligataires	1527	1453,5	73,4	1719	1592,6	126,4
Ensemble des SICAV	1572,1	1513,2	58,9	1769,9	1636,1	133,8

Les SICAV obligataires ont drainé 126,4 MD contre 73,4 MD une année auparavant, soit une hausse de 72,21%.

<sup>23</sup> Les flux nets de capitaux collectés = montant total des souscriptions moins montant total des rachats.

Quant aux SICAV mixtes, elles ont drainé 7,4 MD contre une réduction de leurs ressources de 14,5 MD en 2002.

Il est à signaler que les SICAV ont connu au cours du dernier trimestre de l'année un mouvement de désinvestissement dont le flux net s'est élevé à 47,6 MD.

Les SICAV promues par les banques ont pu collecter 65,9 MD courant l'année 2003 contre 38,1 MD l'année précédente, soit une moyenne de 2,5 MD par SICAV contre 1,5 MD par SICAV une année auparavant et ce, malgré le fait qu'elles ont connu au cours du dernier trimestre de l'année un mouvement de désinvestissement qui a porté sur un montant net de 51 MD.

Les 10 SICAV non adossées à des banques ont drainé 67,9 MD dont une part de 89 % revient à deux SICAV obligataires qui ont drainé à elles seules 60,7 MD.

### 3- EVOLUTION DES EMPLOIS DES SICAV

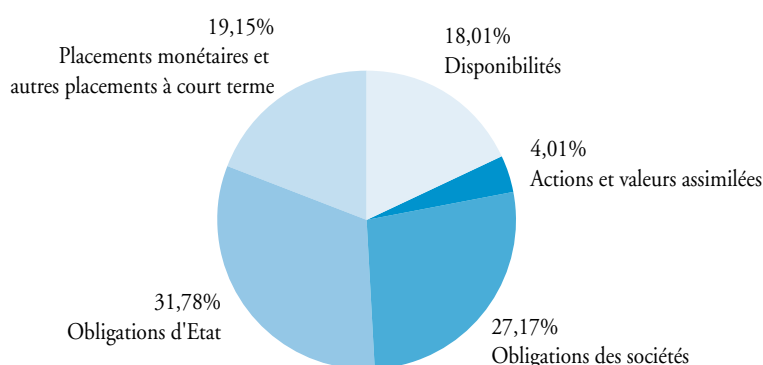
Contrairement à l'année précédente, les emplois de l'ensemble des SICAV de la place ont profité essentiellement aux investissements en titres émis par l'Etat au détriment des investissements en obligations des sociétés.

#### Ventilation des emplois

en MD

	Montant			% de l'actif net	
	2002	2003	Evolution	2002	2003
<b>Portefeuille titres</b>	<b>906</b>	<b>1 052</b>	<b>16,11%</b>	<b>59,96%</b>	<b>62,96 %</b>
Actions et valeurs assimilées	43	67	55,81%	2,84%	4,01%
Obligations des sociétés	509	454	-10,81%	33,69%	27,17%
Obligations d'Etat	354	531	50,00%	23,43%	31,78%
<b>Placements monétaires et autres placements à court terme</b>	<b>365</b>	<b>320</b>	<b>-12,33%</b>	<b>24,16%</b>	<b>19,15%</b>
<b>Liquidités</b>	<b>243</b>	<b>301</b>	<b>23,87%</b>	<b>16,08%</b>	<b>18,01%</b>

#### Emplois des SICAV au 31 décembre 2003 / actif net



### 3-1 Actions et valeurs assimilées

La part des actions et valeurs assimilées dans les actifs nets des SICAV a légèrement augmenté par rapport à l'année précédente en passant de 2,84% au 31 décembre 2002 à 4,01% au 31 décembre 2003, correspondant à des emplois supplémentaires de 24 MD qui ont en fait bénéficié exclusivement aux emplois en actions de SICAV.

### 3-2 Obligations

La part des obligations dans les actifs nets des SICAV est restée prépondérante tout en évoluant légèrement par rapport à l'année précédente en passant de 57,12% au 31 décembre 2002 à 58,95% au 31 décembre 2003.

Cependant, se faisant le reflet de l'évolution contrastée en 2003, des émissions privées et publiques, l'évolution de la structure du portefeuille obligations a profité cette année aux titres de l'Etat.

En effet, la part allouée aux obligations des sociétés dans les actifs nets des SICAV a diminué par rapport à l'année précédente passant de 33,69% au 31 décembre 2002 à 27,17% au 31 décembre 2003. Plus significatif encore, leur montant a baissé de 509 MD à 454 MD ou de 10,81%. Cette baisse est imputable à la faiblesse des émissions réalisées en 2003 au regard du niveau des montants venus à échéance sur les emprunts obligataires en cours.

La participation des SICAV à la souscription des emprunts obligataires émis par les sociétés demeure malgré tout de première importance. Elle a porté sur un montant de 59,7MD, représentant 48% de l'ensemble des fonds collectés par les sociétés à travers les emprunts obligataires émis sur le marché.

De plus, 62% de l'encours des emprunts des sociétés au 31 décembre 2003 sont détenus par les SICAV.

En revanche, la part allouée aux obligations de l'Etat a augmenté en passant de 23,43% au 31 décembre 2002 à 31,78% au 31 décembre 2003. Les montants correspondants ont enregistré un saut significatif de 354 MD à 531 MD, soit une augmentation de 50%.

L'encours des BTA détenus par les SICAV s'est élevé pour sa part à 470 MD et a représenté 13,92% de l'encours total des BTA au 31 décembre 2003 contre 10,65% au 31 décembre 2002, malgré une augmentation de l'encours des BTA de 32,25% passant de 2 554,9 MD le 31 décembre 2002 à 3 378,9 MD le 31 décembre 2003.

Quant aux BTCT, leur part dans l'actif net des SICAV a diminué de 2,64% au 31 décembre 2002 à 2,21% au 31 décembre 2003 correspondant respectivement à 40 MD et 37 MD.

Compte tenu de cette évolution, l'encours des BTCT détenus par les SICAV a représenté 3,03% de l'encours total au 31 décembre 2003 contre 2,53% au 31 décembre 2002 ; l'encours des BTCT ayant diminué sur la période de 22,10% passant de 1 581,8 MD à 1 232,2 MD.

### 3-3 Répartition sectorielle des portefeuilles des SICAV hors titres de l'Etat

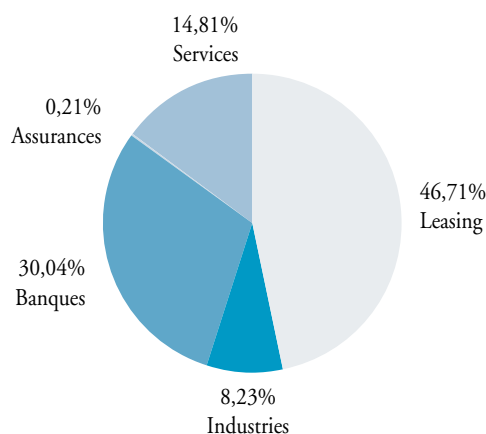
Abstraction faite des titres de l'Etat, le portefeuille titres des SICAV continue à présenter une prédominance des secteurs du leasing et du bancaire.

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

en MD

Secteur	Montant			Part relative	
	2002	2003	Evolution	2002	2003
Assurances	1	1	0,00%	0,18%	0,21%
Banques	173	146	-15,61%	31,74%	30,04%
Industrie	30	40	33,33%	5,50%	8,23%
Leasing	261	227	-13,03%	47,89%	46,71%
Services	80	72	-10,00%	14,68%	14,81%
<b>TOTAL</b>	<b>545</b>	<b>486</b>	<b>-10,83%</b>		

## Répartition sectorielle des portefeuilles-titres des SICAV au 31 décembre 2003



La part du secteur du leasing dans le portefeuille des SICAV s'est élevée à 46,71% et est restée prépondérante comme l'année précédente malgré sa baisse de 1 point de pourcentage comparativement à l'année 2002.

Quant au secteur bancaire, il continue à occuper la seconde place avec un poids dans le portefeuille des SICAV de 30,04%. Comparativement à l'année 2002, cette part aura quand même perdu presque deux points de pourcentage.

## 4- EVOLUTION DU NOMBRE DES ACTIONNAIRES DES SICAV

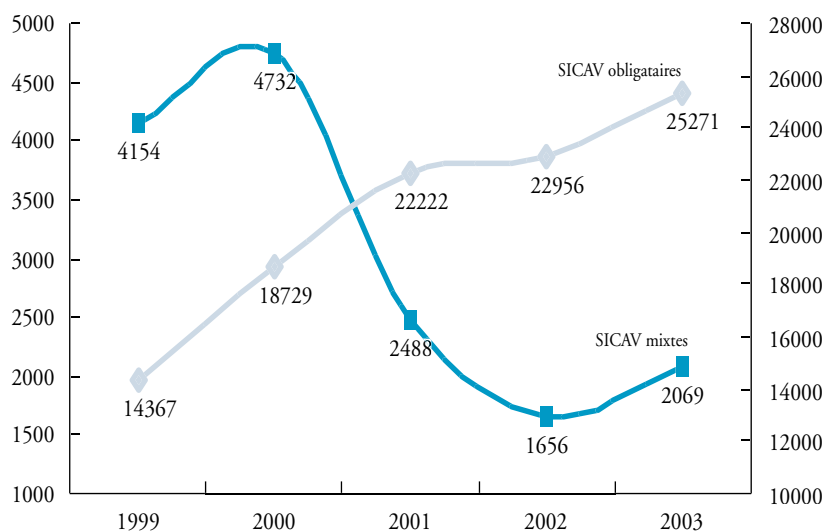
Le nombre total des actionnaires des SICAV a augmenté, passant de 24 612 actionnaires au 31 décembre 2002 à 27 340 au 31 décembre 2003, soit une évolution de 11,08%.

Contrairement à l'année précédente durant laquelle l'évolution était différente selon qu'il s'agit de SICAV obligataires ou de SICAV mixtes, au cours de l'année 2003, le nombre d'actionnaires a enregistré pour les deux catégories des SICAV une évolution de même sens comme le montre le tableau ci-après :

### Evolution du nombre des actionnaires des SICAV

	2002	2003	Evolution
SICAV mixtes	1 656	2 069	24,94%
SICAV obligataires	22 956	25 271	7,91%
<b>Ensemble des SICAV</b>	<b>24 612</b>	<b>27 340</b>	<b>11,08%</b>

Evolution du nombre des actionnaires des SICAV 1999-2003



### - Les actionnaires des SICAV obligataires

Le nombre d'actionnaires dans les SICAV obligataires a poursuivi en 2003 son évolution positive, ainsi, a-t-il atteint le niveau de 25 271 au 31 décembre 2003 contre 22 956 au 31 décembre 2002, enregistrant une hausse de 7,91 %. Cette évolution semble confirmer la préférence marquée de l'investisseur tunisien pour les investissements les moins risqués.

### - Les actionnaires des SICAV mixtes

Le nombre d'actionnaires des SICAV mixtes a connu, contrairement aux années précédentes, une augmentation de 24,94% passant de 1 656 au 31 décembre 2002 à 2 069 au 31 décembre 2003.

Cette évolution ne traduit pas cependant, un début de regain de confiance dans les titres de capital. Il faut en effet, relever qu'en l'absence de règles strictes en la matière, certaines SICAV mixtes ne se différencient plus clairement des SICAV obligataires. Près de 68% des nouveaux actionnaires ont d'ailleurs, été drainés par les SICAV dont les emplois en actions n'atteignent même pas 1% des actifs nets.

## 5 - PERFORMANCES DES SICAV

Le taux de rendement annuel moyen des SICAV de la place a atteint 4,43% en 2003 contre 4,08% l'année précédente. L'amélioration enregistrée est imputable aux performances des SICAV mixtes.

### 5-1- Performances des SICAV obligataires

Le taux de rendement annuel moyen des SICAV obligataires a atteint 4,42% en 2003 affichant ainsi une légère baisse par rapport à l'année précédente où il a atteint 4,54%.

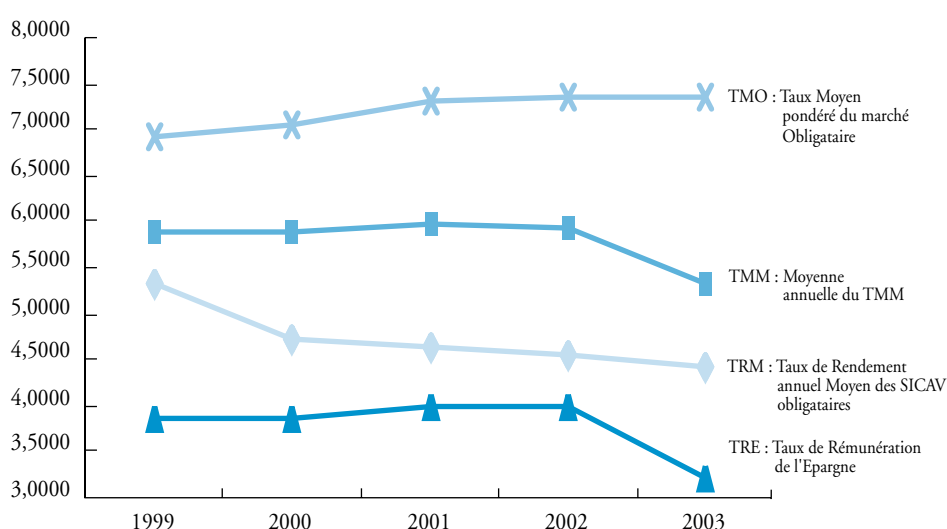
## Evolution comparée du TRM, TMM, TRE et TMO

en%

	1999	2000	2001	2002	2003
TRM*	5,3400	4,7400	4,6400	4,5400	4,4200
TMM	5,8750	5,8750	5,9792	5,9323	5,3255
TRE	3,8750	3,8750	3,9792	4,0000	3,2083
TMO	6,911	7,031	7,330	7,3329	7,3426

\* Net d'impôt

## Evolution comparée du TRM, TMM, TRE et TMO



Il apparaît du tableau précédent que le TRM, le TMM et le TRE ont accusé respectivement une baisse de 12 points de base, 60 points de base et 80 points de base.

Le TMO a quant à lui légèrement augmenté par rapport à l'année précédente.

Alors que durant les années précédentes le différentiel entre le TRM et le TRE se rétrécissait en faveur du second, un changement de tendance est intervenu en 2003. En raison de la baisse du TMM, le TRE a accusé une baisse de 80 points de base ce qui a permis au TRM des SICAV obligataires de creuser l'écart de nouveau et d'augmenter ainsi l'avantage comparatif de ce type de placement.

## 5-2- Performances des SICAV mixtes

Durant l'année 2003, le taux de rendement annuel moyen des SICAV mixtes s'est établi à 4,71% contrairement aux deux années précédentes durant lesquelles ce taux était négatif.

Ce rendement est imputable à la hausse de l'indice Tunindex qui a progressé de 11,71% et à l'accroissement de la part des titres d'emprunts publics et privés dans les emplois des SICAV mixtes qui a atteint 27,6% de l'actif net au 31 décembre 2003 contre 16,8% au 31 décembre 2002.



## II - L'ACTIVITE DES SICAV OBLIGATAIRES

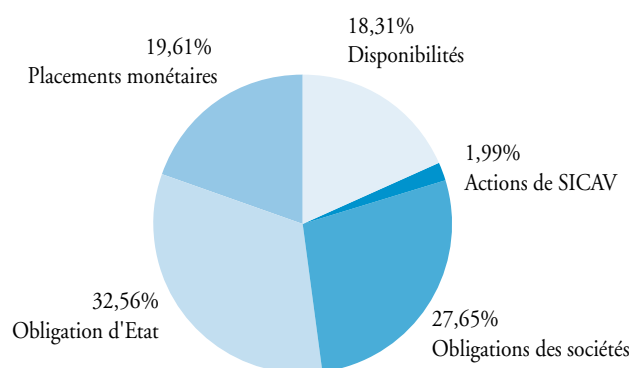
### I- EVOLUTION DES EMPLOIS DES SICAV OBLIGATAIRES

En comparaison avec l'année précédente, la structure globale des emplois de l'ensemble des SICAV obligataires de la place a enregistré en 2003 une inversion de tendance dans l'évolution de la part allouée aux obligations et celle allouée aux autres placements. La part des placements en obligations a, en effet, augmenté pendant que celle des placements monétaires a régressé.

La part des liquidités dans l'actif net ne cesse quant à elle de croître d'une année à l'autre.

Ventilation des emplois	Montant			% de l'actif net	
	2002	2003	Evolution	2002	2003
<b>Obligations</b>	<b>854</b>	<b>967</b>	<b>13,23%</b>	<b>58,69%</b>	<b>60,21%</b>
Obligations de société	502	444	-11,55%	34,50%	27,65%
Obligations d'Etat	352	523	48,58%	24,19%	32,56%
<b>Placements monétaires et autres</b>					
<b>placements à court terme</b>	<b>358</b>	<b>315</b>	<b>-12,01%</b>	<b>24,60%</b>	<b>19,61%</b>
<b>Liquidités</b>	<b>241</b>	<b>294</b>	<b>21,99%</b>	<b>16,56%</b>	<b>18,31%</b>
<b>Actions de SICAV</b>	<b>4</b>	<b>32</b>	<b>700,00%</b>	<b>0,27%</b>	<b>1,99%</b>

Emplois des SICAV obligataires au 31 décembre 2003 / actifs nets



Les SICAV obligataires continuent à détenir des montants importants de liquidités atteignant 294 MD et représentant 18,31% des actifs nets au 31 décembre 2003.

Les obligations des sociétés ont représenté 444 MD et 27,65% des actifs nets des SICAV obligataires contre respectivement 502 MD et 34,5% en 2002. Elles ont ainsi enregistré une baisse de 58 MD et 11,55% en terme de volume. Leur poids relatif a reculé de 7 points de pourcentage.

Par contre, la part allouée aux obligations de l'Etat a représenté 523 MD et 32,56% contre respectivement 352 MD et 24,19% en 2002. Elle a ainsi couvert une augmentation de 171 MD en valeur et gagné plus de 8 points de pourcentage en termes relatifs.

Les souscriptions des SICAV obligataires aux émissions obligataires de l'année 2003 se sont élevées à un montant global de 53,9 MD, soit 43,29% de l'ensemble des emprunts obligataires émis sur le marché la même année.

En conséquence, la part des SICAV obligataires dans l'encours des emprunts des sociétés a atteint 60,82%.

La part des BTA dans l'actif net des SICAV obligataires est passée de 18,4% au 31 décembre 2002 à 28,8% au 31 décembre 2003, gagnant ainsi plus de 10 points de pourcentage.

L'encours des BTA détenus par les SICAV obligataires a représenté 13,70% de l'encours total des BTA au 31 décembre 2003 contre 10,61% dudit encours total au 31 décembre 2002.

L'encours des BTCT détenus par les SICAV obligataires a représenté pour sa part 2,9% de l'encours total des BTCT au 31 décembre 2003 contre 2,43% dudit encours au 31 décembre 2002.

Cette évolution est le résultat de l'effet conjugué de la faiblesse des émissions privées d'une part et de la politique d'émission menée par l'Etat en 2003 qui a privilégié volontairement les BTA sur les titres à court terme, d'autre part.

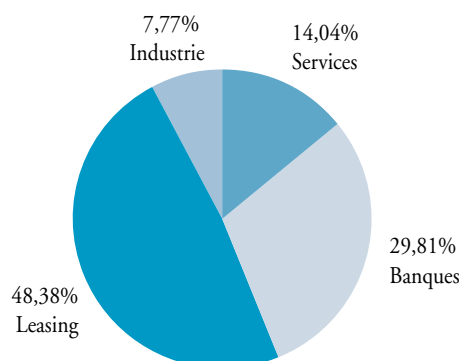
## 2- REPARTITION SECTORIELLE DES PORTEFEUILLES-TITRES DES SICAV OBLIGATAIRES (HORS TITRES DE L'ETAT)

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

en MD

Secteur	Montant			Part relative	
	2002	2003	Evolution	2002	2003
Banques	153	138	-9,80%	30,42%	29,81%
Industrie	24	36	50,00%	4,77%	7,77%
Leasing	253	224	-11,46%	50,30%	48,38%
Services	73	65	-10,96%	14,51%	14,04%
<b>Total</b>	<b>503</b>	<b>463</b>	<b>-7,95%</b>		

### Répartition sectorielle des portefeuilles titres hors Etat des SICAV obligataires au 31 décembre 2003



Au 31 décembre 2003, les emplois des SICAV obligataires en emprunts émis par les secteurs des services, du leasing, des banques et de l'industrie ont représenté respectivement 14,04%, 48,38%, 29,81% et 7,77%.

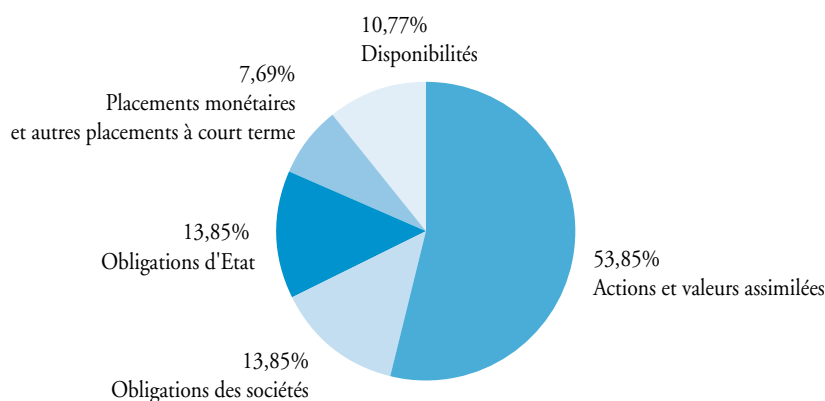
Cette répartition correspond aux poids relatifs respectifs de ces secteurs dans l'encours total des emprunts des sociétés qui s'élèvent dans l'ordre à 8%, 46%, 35% et 10%.

### III - L'ACTIVITÉ DES SICAV MIXTES

#### I- EVOLUTION DES EMPLOIS DES SICAV MIXTES

Ventilation des emplois	Montant			% de l'actif net	
	2002	2003	Evolution	2002	2003
<b>Portefeuille titres</b>	<b>48</b>	<b>53</b>	<b>10,42%</b>	<b>85,71%</b>	<b>81,54%</b>
Actions et valeurs assimilées	39	35	-10,26%	69,64%	53,85%
Obligations des sociétés	7	9	28,57%	12,50%	13,85%
Obligations d'Etat	2	9	350,00%	3,57%	13,85%
<b>Placements monétaires et autres</b>					
<b>placements à court terme</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>-28,57%</b>	<b>12,50%</b>	<b>7,69%</b>
<b>Liquidités</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>250,00%</b>	<b>3,57%</b>	<b>10,77%</b>

**Emplois des SICAV mixtes au 31 décembre 2003 / actifs nets**



La part des actions et des valeurs assimilées dans le portefeuille des SICAV mixtes a continué à baisser pour se situer à 53,85% des actifs nets au 31 décembre 2003 contre 69,64 % au 31 décembre 2002.

Cette situation pourrait s'expliquer par le fait que durant ces deux dernières années, les gestionnaires, ont préféré investir dans des produits à revenus fixes afin d'améliorer le rendement des SICAV mixtes.

C'est ainsi que les obligations des sociétés et celles de l'Etat (hors BTCT) ont vu leur part dans l'actif net des SICAV mixtes passer de 16,07% au 31 décembre 2002 à 27,7% au 31 décembre 2003, enregistrant ainsi une hausse de près de 11 points de pourcentage.

Par contre, la part des placements monétaires et des autres placements à court terme a diminué de 12,50% au 31 décembre 2002 à 8,52% au 31 décembre 2003 perdant presque 5 points de pourcentage.

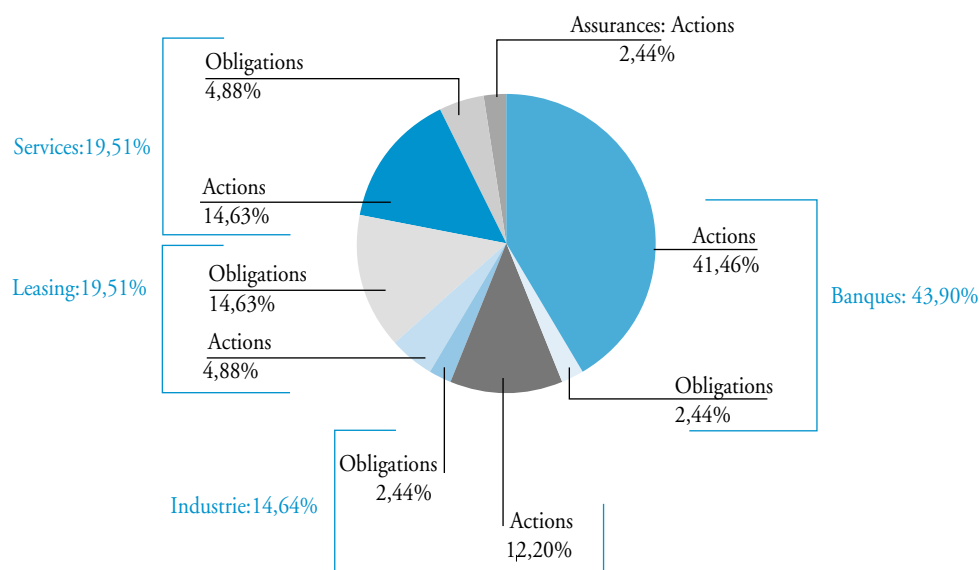
## 2- RÉPARTITION SECTORIELLE DU PORTEFEUILLE ACTIONS ET OBLIGATIONS DES SOCIÉTÉS

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

en MD

Secteur	Montant			Part relative	
	2002	2003	Evolution	2002	2003
Assurances	1	1	0,00%	2,33%	2,44%
Banques	20	18	-10,00%	46,51%	43,90%
Industrie	7	6	-14,29%	16,28%	14,64%
Leasing	8	8	0,00%	18,60%	19,51%
Services	7	8	14,29%	16,28%	19,51%
<b>TOTAL</b>	<b>43</b>	<b>41</b>	<b>-4,65%</b>		

### Répartition sectorielle des portefeuilles-titres des SICAV mixtes au 31 décembre 2003



A l'instar de l'année 2002, et malgré une baisse de 2,6 points de pourcentage, la part du secteur bancaire dans le portefeuille des SICAV mixtes continue à demeurer importante puisque son poids atteint 43,90%

Les secteurs du leasing, de l'industrie et des services ont représenté respectivement 19,51%, 14,64% et 19,51% du portefeuille des SICAV mixtes.

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

#### I- LES CONTROLES SUR PIECES

Ces contrôles ont concerné les délais de communication des états trimestriels, le respect des ratios d'emploi de l'actif, le respect des règles de composition de l'actif net et de division des risques.

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

###### Respect des délais de communication des états trimestriels en 2003

Période	Dans les délais	Retard de moins de 15 jours	Retard de plus de 15 jours	Nombre total de SICAV
1 <sup>er</sup> trimestre	18	13	3	34
2 <sup>ème</sup> trimestre	13	18	3	34
3 <sup>ème</sup> trimestre	19	16	0	35
4 <sup>ème</sup> trimestre	22	13	0	35

Le nombre des cas de retard dans la communication des états trimestriels a diminué au cours des deux derniers trimestres de l'année où contrairement aux années précédentes, aucune SICAV n'a communiqué ses états financiers au CMF avec un retard de plus de 15 jours.

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

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

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

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

Les 30% restants pouvant se composer de :

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

## Respect des ratios d'emploi de l'actif en 2003

(Le nombre des SICAV qui n'ont pas respecté les ratios d'emploi de l'actif en 2003)

	SICAV mixtes	SICAV obligataires	Ensemble des SICAV
1 <sup>er</sup> trimestre	6	5	11
2 <sup>ème</sup> trimestre	8	4	12
3 <sup>ème</sup> trimestre	7	6	13
4 <sup>ème</sup> trimestre	6	4	10

### - Au niveau des SICAV mixtes :

En moyenne, 7 SICAV contre 10 SICAV l'année précédente n'ont pas respecté ce ratio par trimestre. Cette amélioration pourrait s'expliquer par la stabilité relative et dans certains cas par l'augmentation des actifs nets.

### - Au niveau des SICAV obligataires :

En moyenne, 5 SICAV contre 8 SICAV l'année précédente n'ont pas respecté ce ratio par trimestre. La persistance de cette irrégularité ne devrait plus être tolérée dans la mesure où la disponibilité des titres de l'Etat et la variété de leurs conditions permettent d'offrir des solutions immédiates.

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

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

## Respect de la règle de composition de l'actif net en 2003

(Le nombre des SICAV qui n'ont pas respecté la règle de composition de l'actif net en 2003)

	SICAV mixtes	SICAV obligataires	Ensemble des SICAV
1 <sup>er</sup> trimestre	3	10	13
2 <sup>ème</sup> trimestre	1	10	11
3 <sup>ème</sup> trimestre	1	10	11
4 <sup>ème</sup> trimestre	0	9	9

### - Au niveau des SICAV mixtes :

En moyenne, 1 SICAV n'a pas respecté ce ratio par trimestre contre 2 SICAV une année auparavant. Les dépassements concernent des emplois en emprunts obligataires.

### - Au niveau des SICAV obligataires :

En moyenne, 10 SICAV n'ont pas respecté ce ratio par trimestre.

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

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

## I-4 Respect de la règle de division des risques

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

### Respect de la règle de division des risques en 2003

(Le nombre des SICAV qui n'ont pas respecté la règle de division des risques en 2003)

	SICAV mixtes	SICAV obligataires	Ensemble des SICAV
1 <sup>er</sup> trimestre	12	8	20
2 <sup>ème</sup> trimestre	12	8	20
3 <sup>ème</sup> trimestre	12	7	19
4 <sup>ème</sup> trimestre	8	6	14

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

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

En moyenne, 11 SICAV contre 14 l'année précédente par trimestre n'ont pas respecté la règle de division des risques. La faiblesse de la liquidité du marché n'a pas permis à certaines SICAV de régulariser leur situation dans les conditions qui préservent leurs intérêts.

#### - En ce qui concerne les SICAV obligataires

En moyenne, 7 SICAV cette année contre 9 par trimestre l'année écoulée n'ont pas respecté la règle de division des risques.

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

Afin d'assainir cette situation révélatrice d'une relation de dépendance évidente contraire aux principes régissant la gestion des OPCVM, le CMF a œuvré à clarifier les modalités de détermination de ce ratio dans la perspective de sévir contre tout contrevenant à l'avenir avec plus de rigueur.

## 2- LES CONTROLES SUR PLACE

Au cours de l'année 2003, le CMF a effectué des inspections sur place auprès de six SICAV dans le but de vérifier la vraisemblance des éléments de détermination des actifs nets et de la valeur liquidative.

Ces inspections s'inscrivent dans le cadre d'un plan de contrôle visant l'ensemble du secteur.

Lors de ces inspections, il s'est agi de vérifier :

- la vraisemblance de l'actif net
- la vraisemblance de la valeur liquidative
- la réalité du portefeuille et la conformité des méthodes de valorisation aux normes comptables

- la conformité des emplois aux dispositions réglementaires
- l'existence des livres comptables obligatoires
- la méthode de détermination de la VL
- l'abonnement des charges et des produits
- l'exercice par le dépositaire des missions qui lui sont confiées.

Les inspections ont permis de révéler l'inexistence d'irrégularités de nature à toucher à la véracité de la valeur liquidative des SICAV inspectées.

Abstraction faite des infractions en matière de respect des règles prudentielles, certaines de ces insuffisances ont pu d'ailleurs être traitées suite aux inspections du CMF. Il s'agit en particulier de :

1. L'absence ou la non mise à jour du manuel des procédures
2. L'absence d'un manuel comptable
3. L'inexistence ou le retard dans la mise à jour des livres spécifiques aux OPCVM
4. Le retard dans la mise à jour des livres légaux
5. L'absence d'états de rapprochement bancaire ou la non formalisation de ces contrôles
6. L'utilisation, dans des cas limités, d'une méthode de valorisation des titres en portefeuille qui ne respecte pas les dispositions de la norme comptable n° 17 relative au portefeuille titres et autres opérations
7. Le non recouvrement de sommes revenant à la SICAV
8. L'absence de piste d'audit
9. L'absence des mentions réglementaires devant figurer dans les états de souscription et de rachat
10. L'absence de procédure de validation interdisant toute modification ou suppression de l'enregistrement
11. L'absence d'un système de traitement informatisé de l'information répondant aux exigences réglementaires
12. L'absence de support formalisant et/ou matérialisant les prises de décision, le contrôle de la régularité desdites décisions d'investissement, de la centralisation des demandes et des opérations de souscription et de rachat, le contrôle de l'exécution des ordres de bourse, de la relation avec le dépositaire et du calcul de la valeur liquidative

Concernant la fonction de dépositaire, il a été relevé que les dépositaires inspectés ne disposent pas d'un document formalisant les procédures devant être suivies pour l'exécution de leurs missions, ni d'un plan de contrôle annuel décrivant les diligences nécessaires à leurs contrôles.

De plus, certains dépositaires ne contrôlent pas la régularité des décisions des SICAV et ne réagissent pas par conséquent aux anomalies.

Pour un autre dépositaire, il a été établi qu'il ne conserve pas la totalité du portefeuille de la SICAV dont il a la charge.



### V - LES PROCÉDURES D'AGRÈMENT ET LES VISAS DES PROSPECTUS D'OUVERTURE AU PUBLIC

#### I- LES AGREMENTS ACCORDES EN 2003

Deux agréments ont été accordés durant l'année 2003 par le CMF. Il s'agit d'un agrément pour la constitution d'une SICAV obligatoire et un agrément pour la constitution d'un FCP mixte.

Aucune demande d'agrément pour la constitution de sociétés de gestion d'OPCVM n'est parvenue au CMF.

Par contre, le CMF a reçu 7 demandes d'agrément de constitution d'OPCVM qui se répartissent en 4 SICAV et 3 FCP. Toutes les demandes émanent d'intermédiaires en bourse.

Compte tenu des insuffisances révélées par les inspections effectuées, le CMF soumet désormais son agrément à la vérification du respect effectif et préalable des futurs gestionnaires et dépositaires de l'ensemble des conditions et obligations mises à leur charge par la législation et la réglementation en vigueur.

#### 2- L'ENTRÉE EN ACTIVITÉ DE SICAV

Une seule SICAV obligatoire promue par une société de gestion d'OPCVM est entrée en activité durant l'année 2003 portant ainsi le nombre de SICAV en activité à 35 SICAV contre 34 SICAV une année auparavant.

## CHAPITRE V: LES SICAR

*Au 31 décembre 2003, le nombre de SICAR en activité a atteint 35 sociétés.*

*A la même date, le capital souscrit de ces 35 SICAR a atteint 279 MD contre 256 MD une année auparavant, soit une augmentation de l'ordre de 9%.*

*Les ressources globales de l'échantillon étudié ont atteint 509 MD au 31 décembre 2003 contre 451,7 MD, soit une progression de 12,7%.*

*Les approbations de prises de participation cumulées ont enregistré une hausse de 14,29% passant de 361 MD au 31 décembre 2002 à 412,5 MD au 31 décembre 2003. Ces approbations ont concerné 1 170 projets contre 992 projets une année auparavant, réalisant ainsi une évolution de l'ordre de 18%.*

*Les décaissements desdites SICAR sont passés de 299,8 MD au 31 décembre 2002 à 328,5 MD au 31 décembre 2003, progressant ainsi de 9,57%.*

*Ces SICAR ont pu concrétiser leurs participations dans 843 projets, soit 72% des projets approuvés au 31 décembre 2003 contre 734 projets au 31 décembre 2002 et 74% de l'ensemble des projets approuvés à cette date.*

### I - LES SICAR EN ACTIVITÉ

Le nombre de SICAR en activité a atteint 35 SICAR au 31 décembre 2003, soit le même chiffre une année auparavant.

Néanmoins, l'année 2003 a vu la création d'une nouvelle SICAR et la radiation d'une autre suite à la décision de son assemblée générale extraordinaire de diminuer son capital et de modifier son objet social.

La capitalisation des 35 SICAR en activité a enregistré une hausse de l'ordre de 9% atteignant 279 MD au 31 décembre 2003 contre 256 MD au 31 décembre 2002.

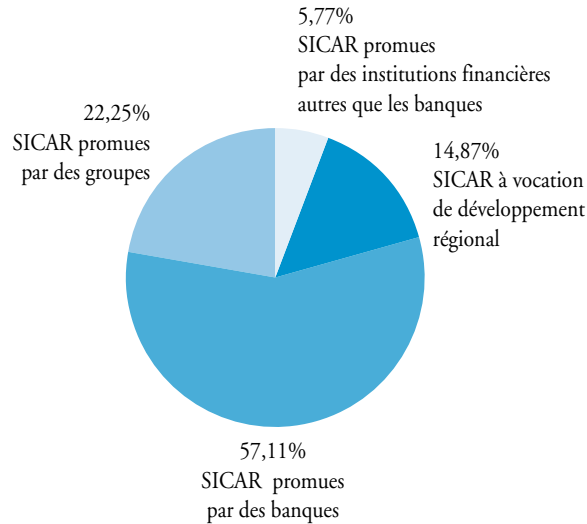
A l'instar de l'année 2002, la répartition du capital des SICAR selon la catégorie des promoteurs fait apparaître la prédominance des SICAR promues par des banques dont la capitalisation représente 57,11% de l'ensemble de la capitalisation des SICAR et ce, malgré la baisse de ce taux de 3 points de pourcentage en comparaison avec l'année précédente.

La part des SICAR appartenant à des groupes n'a pas évolué de manière significative et s'est élevée à 22,25%, contre 23% au 31 décembre 2002.



## LES SICAR

### Répartition des SICAR par catégorie de promoteur au 31 décembre 2003

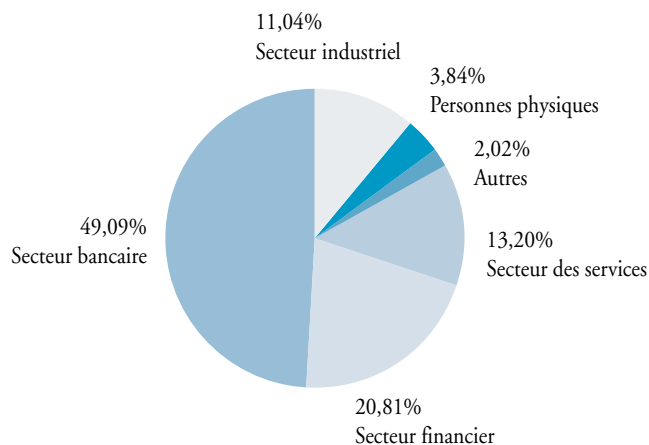


Il ressort de la structure du capital cumulé des SICAR que le secteur bancaire y détient une proportion de 49,1% contre 48% une année auparavant.

les autres institutions financières, y sont représentées à hauteur de 20,81% contre 22% au 31 décembre 2002.

Quant à la participation des personnes physiques, elle enregistre une légère baisse en passant de 5% l'année précédente à 3,84% cette année.

### Répartition sectorielle de l'actionariat des SICAR au 31 décembre 2003



## II - LES RESSOURCES DES SICAR

L'échantillon étudié portant sur 34 sociétés montre que les ressources globales des SICAR le formant ont progressé de 12,70% en se situant à 509 MD au 31 décembre 2003 contre 451,7 MD une année auparavant.

Les fonds propres disponibles (capital libéré et autres fonds propres) ont représenté, au 31 décembre 2003, la proportion de 48,39% de l'ensemble des ressources contre 51,49% une année auparavant. Ils se sont situés à 246,3 MD contre 232,6 MD au 31 décembre 2002, enregistrant une hausse de 5,92%.

Les montants des fonds de capital risque placés auprès des SICAR s'élèvent pour leur part à 262,7 MD au 31 décembre 2003, et représentent 51,61% de l'ensemble des ressources. Comparés à leur niveau au 31 décembre 2002, soit 219,1 MD, ils ont enregistré une augmentation de 19,89%.

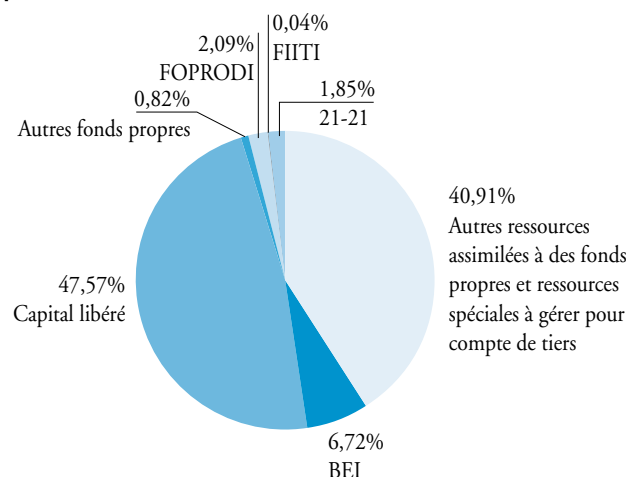
L'augmentation tangible de cette dernière catégorie de ressources est due essentiellement à l'importante hausse enregistrée par les fonds à risque de tiers mis à la disposition des SICAR par les organismes économiques et plus précisément les banques afin de bénéficier d'avantages fiscaux. L'augmentation de ces ressources s'est élevée à 37,4 MD passant de 170,8 MD à 208,2 MD dont 28,3 MD apportés par les banques.

### Répartition des ressources des SICAR

*En dinars*

Libellés	2002	2003	Variation
<b>FONDS PROPRES</b>	<b>232 564 412</b>	<b>246 326 439</b>	<b>5,92%</b>
Capital souscrit	254 001 315	278 865 695	9,79%
Capital libéré	223 953 293	242 157 457	8,13%
Autres fonds propres	8 611 119	4 168 982	-51,59%
<b>FONDS A CAPITAL RISQUE</b>	<b>219 104 991</b>	<b>262 684 633</b>	<b>19,89%</b>
FOPRODI	6 418 855	10 662 935	66,12%
FIITI	147 000	147 000	0,00%
Fonds 21-21	9 634 182	9 423 511	-2,19%
Ligne de crédit BEI - Banque Européenne d'Investissement	32 061 430	34 210 856	6,70%
Ressources assimilées à des fonds propres et fonds à risque de tiers	170 843 524	208 240 331	21,89%
<b>TOTAL RESSOURCES</b>	<b>451 669 403</b>	<b>509 011 072</b>	<b>12,70%</b>

### Répartition des ressources des SICAR au 31 décembre 2003





### III - LES PARTICIPATIONS DES SICAR

#### I - LES APPROBATIONS

Le montant des approbations cumulées de prises de participation a enregistré une hausse de 14,29%, en passant de 361 MD au 31 décembre 2002 à 412,5 MD au 31 décembre 2003.

Ces approbations représentent la proportion de 81,05% des ressources à la disposition des SICAR au 31 décembre 2003 contre 79,92% l'année précédente.

Elles ont concerné 1 170 projets parmi lesquels 465 sont implantés dans les zones de développement régional pour une enveloppe de 51,6 MD. L'année 2003 a enregistré l'approbation de 178 projets dont 96 au titre des zones de développement régional.

De par leur vocation, les SICAR régionales réservent une place prépondérante au financement des projets de développement régional. La part des projets de cette catégorie s'est située à 89,27% et a porté sur 308 unités sur un nombre total de 345 approuvés par lesdites SICAR.

Les approbations des SICAR à vocation régionale ont atteint 48,7 MD au 31 décembre 2003 dont 35,6 MD concernent les projets implantés dans les zones de développement régional.

Au 31 décembre 2003, les SICAR promues par des banques ont approuvé 657 projets pour une enveloppe de 287,7 MD, soit une progression de 38,3 MD par rapport à l'année précédente. Ce montant couvre 108 nouveaux projets dont 32 projets concernent les nouveaux promoteurs pour un montant de 4,5 MD et 36 projets intéressent les zones de développement régional.

S'agissant des SICAR relevant des groupes, elles ont réalisé des approbations pour une enveloppe de 76,2 MD au 31 décembre 2003 contre 74,8 MD une année auparavant. Ce montant a concerné 168 projets dont 14 implantés dans les zones de développement régional.

A l'instar de l'année précédente, cette dernière catégorie de SICAR s'est essentiellement intéressée aux projets concernant la restructuration, la mise à niveau et la privatisation. En effet, au 31 décembre 2003, les approbations au titre de ces domaines ont concerné 103 projets, soit 61,31% des projets approuvés par ces SICAR pour un montant de 62,3 MD, soit 81,76% de l'ensemble du montant des approbations.

Tout comme l'année précédente, la répartition sectorielle des approbations révèle la prédominance du secteur industriel puisque 54% des approbations ont concerné ce secteur pour une enveloppe de 224,3 MD et 583 projets, soit 50% du nombre des projets approuvés au 31 décembre 2003. Parmi ces projets, 257 sont implantés dans des zones de développement régional pour un montant de 66 MD.

Par ailleurs, durant l'année 2003, les projets relatifs aux nouveaux promoteurs et à l'innovation technologique qui ont été approuvés, ont atteint le nombre de 81 et ont bénéficié d'une enveloppe de 12 MD.

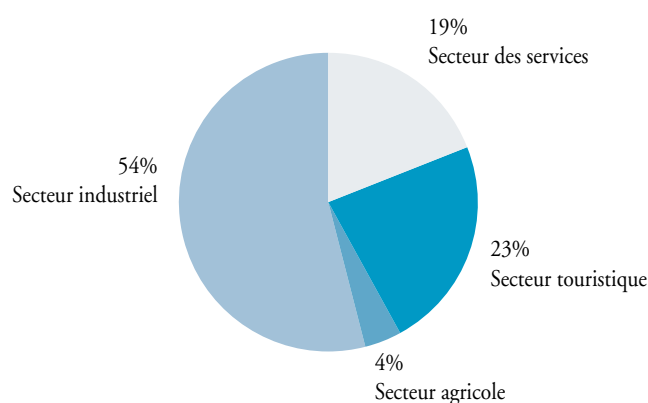
## Répartition sectorielle des projets approuvés par les SICAR

Catégorie des projets et secteurs d'activité	Nombre de projets			Montant en Dinars		
	Jusqu'au 31/12/2002	Jusqu'au 31/12/2003	Variation	Jusqu'au 31/12/2002	Jusqu'au 31/12/2003	Variation
<b>Nouveaux promoteurs</b>	<b>411</b>	<b>492</b>	<b>19,71%</b>	<b>63 246 702</b>	<b>75 205 532</b>	<b>18,91%</b>
Secteur agricole	65	70	7,69%	5 059 056	5 327 496	5,31%
Secteur industriel	184	229	24,46%	30 873 355	39 945 755	29,39%
Secteur des services	101	128	26,73%	11 307 930	13 045 920	15,37%
Secteur touristique	61	65	6,56%	16 006 361	16 886 361	5,50%
<b>Restructuration, mise à niveau et privatisation</b>	<b>237</b>	<b>264</b>	<b>11,39%</b>	<b>164 879 130</b>	<b>178 086 130</b>	<b>8,01%</b>
Secteur agricole	12	13	8,33%	5 287 736	5 537 736	4,73%
Secteur industriel	165	186	12,73%	124 247 448	135 588 448	9,13%
Secteur des services	43	46	6,98%	18 944 796	19 560 796	3,25%
Secteur touristique	17	19	11,76%	16 399 150	17 399 150	6,10%
<b>Autres projets</b>	<b>344</b>	<b>414</b>	<b>20,35%</b>	<b>132 837 882</b>	<b>159 252 013</b>	<b>19,88%</b>
Secteur agricole	19	20	5,26%	5 666 000	5 741 000	1,32%
Secteur industriel	141	168	19,15%	40 581 565	48 814 580	20,29%
secteur des services	97	123	26,80%	34 553 657	43 276 773	25,25%
Secteur touristique	87	103	18,39%	52 036 660	61 419 660	18,03%
<b>Total des approbations</b>	<b>992</b>	<b>1 170</b>	<b>17,94%</b>	<b>360 963 714</b>	<b>412 543 675</b>	<b>14,29%</b>

**DONT**

Les zones de développement régional						
<b>développement régional</b>	<b>369</b>	<b>465</b>	<b>26,02%</b>	<b>87 326 772</b>	<b>99 070 112</b>	<b>13,45%</b>
Secteur agricole	58	62	6,90%	5 155 056	5 485 496	6,41%
Secteur industriel	198	257	29,80%	59 684 396	65 983 296	10,55%
Secteur des services	71	97	36,62%	8 641 250	11 625 250	34,53%
Secteur touristique	42	49	16,67%	13 846 070	15 976 070	15,38%

Répartition sectorielle des approbations des SICAR au 31 décembre 2003





### 2 - LES DÉCAISSEMENTS

Au 31 décembre 2003, les décaissements sur participations réalisées par les SICAR se sont élevés à 328,5 MD contre 299,8 MD au 31 décembre 2002, soit une progression de 9,57%. Ces décaissements représentent 79,62% du montant des approbations et 64,53% du montant des ressources contre respectivement 83,05% et 66,37% l'année 2002.

Les SICAR ont concrétisé leurs participations dans 843 projets, soit 72% des projets approuvés, contre 734 projets au 31 décembre 2002, et 74% des projets approuvés à la même date.

Le montant des décaissements réalisés au profit des projets implantés dans les zones de développement régional a augmenté de 13,75% au cours de l'année 2003 et a atteint 78,3 MD contre 68,8 MD l'année précédente.

Le montant cumulé des décaissements réalisés au profit des nouveaux promoteurs a progressé de 12,56% en passant de 39,5 MD au 31 décembre 2002 à 44,4 MD au 31 décembre 2003.

Le montant cumulé des décaissements réalisés au profit des projets relatifs à la restructuration, la mise à niveau et la privatisation a augmenté de 5,97% passant de 155,2 MD au 31 décembre 2002 à 164,5 MD au 31 décembre 2003.

A l'instar de l'année précédente, les décaissements ont concerné essentiellement le secteur industriel pour un montant cumulé de 181,3 MD dont 55,4 MD concernent les zones de développement régional.

Les décaissements réalisés par les SICAR à vocation régionale ont concerné 162 projets dont 143 ou 88,27% sont implantés dans les zones de développement régional.

Leur montant cumulé a atteint 22,4 MD au 31 décembre 2003 dont 14,1 MD concernent les projets implantés dans les zones de développement régional.

S'agissant des SICAR promues par des banques, leurs décaissements cumulés se sont élevés à 231,8 MD pour 521 projets dont 77 projets approuvés au cours de l'année 2003.

A l'instar de l'année précédente, ces SICAR se sont essentiellement intéressées aux projets concernant la restructuration, la mise à niveau et la privatisation. En effet, au 31 décembre 2003, les décaissements au titre de ces domaines ont concerné 132 projets, soit 25,33% des projets pour un montant de 101,4 MD, soit 43,75% de l'ensemble des décaissements.

Du point de vue sectoriel, ces SICAR se sont essentiellement intéressées au secteur industriel au titre duquel les décaissements se sont élevés à 130,7 MD au 31 décembre 2003, soit 56% du montant global des décaissements.

Les SICAR relevant des groupes ont réalisé des décaissements pour un montant de 74,3 MD. Cette enveloppe a concerné 160 projets dont 102 projets concernent la restructuration, la mise à niveau et la privatisation. Les montants décaissés au titre de ce secteur s'élèvent à 61,6 MD, soit 82,95% du montant global.

Tout comme l'année précédente, la répartition sectorielle des décaissements révèle la prédominance du secteur industriel qui a bénéficié de 61% des décaissements de ces SICAR, soit 41,3 MD qui ont concerné 72 projets, soit 51,80% du nombre des projets.

Par ailleurs, au 31 décembre 2003, 37 projets relatifs aux nouveaux promoteurs et à l'innovation technologique ont bénéficié de décaissements pour une enveloppe de 5 MD.

## 3 – LES PLACEMENTS FINANCIERS ET MONÉTAIRES

Les emplois dans le marché financier et les placements dans le marché monétaire ont augmenté de 42,83% et se sont élevés à 101,9 MD au 31 décembre 2003 contre 71,4 MD au 31 décembre 2002. Ces montants représentent respectivement 20,03% et 15,80% du montant des ressources aux mêmes dates.

Ces emplois sont le fait des SICAR relevant des banques et des groupes à hauteur respectivement de 88,9 MD et 13,1 MD en 2003 et de 61 MD et 10,4 MD en 2002. Ces placements ont ainsi augmenté de 45,73% pour les SICAR relevant des banques et de 25,82 pour celles relevant des groupes.

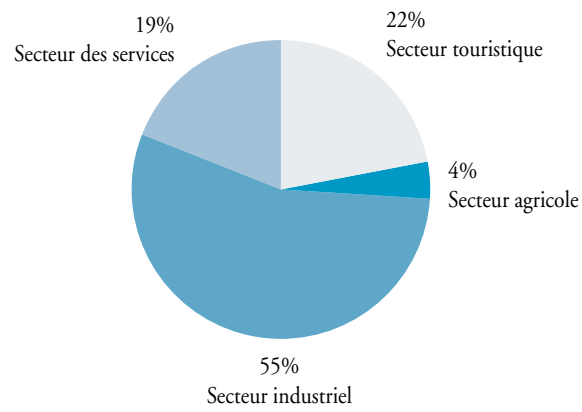
### Répartition sectorielle des décaissements réalisés par les SICAR

Catégorie des projets et secteurs d'activité	Nombre de projets			Montant en Dinars		
	Jusqu'au 31/12/2002	Jusqu'au 31/12/2003	Variation	Jusqu'au 31/12/2002	Jusqu'au 31/12/2003	Variation
<b>Nouveaux promoteurs</b>	<b>275</b>	<b>312</b>	<b>13,45%</b>	<b>39 473 155</b>	<b>44 430 705</b>	<b>12,56%</b>
Secteur agricole	41	45	9,76%	3 017 240	3 110 240	3,08%
Secteur industriel	121	142	17,36%	17 990 260	21 441 710	19,19%
Secteur des services	69	81	17,39%	7 021 305	8 504 405	21,12%
Secteur touristique	44	44	0%	11 444 350	11 374 350	-0,61%
<b>Restructuration, mise à niveau et privatisation</b>	<b>218</b>	<b>243</b>	<b>11,47%</b>	<b>155 191 360</b>	<b>164 461 360</b>	<b>5,97%</b>
Secteur agricole	12	13	8,33%	5 287 736	5 537 736	4,73%
Secteur industriel	152	170	11,84%	117 404 896	124 888 896	6,37%
Secteur des services	40	44	10,00%	17 594 578	18 055 578	2,62%
Secteur touristique	14	16	14,29%	14 904 150	15 979 150	7,21%
<b>Autres projets</b>	<b>241</b>	<b>288</b>	<b>19,50%</b>	<b>105 106 832</b>	<b>119 577 347</b>	<b>13,77%</b>
Secteur agricole	14	15	7,14%	4 071 000	4 146 000	1,84%
Secteur industriel	87	107	22,99%	30 138 690	35 018 705	16,19%
Secteur des services	68	84	23,53%	28 645 232	34 153 732	19,23%
Secteur touristique	72	82	13,89%	42 251 910	46 258 910	9,48%
<b>Total des décaissements</b>	<b>734</b>	<b>843</b>	<b>14,85%</b>	<b>299 771 347</b>	<b>328 469 412</b>	<b>9,57%</b>
<b>dont : Les zones de développement régional</b>	<b>221</b>	<b>269</b>	<b>21,72%</b>	<b>68 833 986</b>	<b>78 300 936</b>	<b>13,75%</b>
Secteur agricole	33	36	9,09%	3 070 740	3 225 740	5,05%
Secteur industriel	120	155	29,17%	49 060 126	55 424 076	12,97%
Secteur des services	38	46	21,05%	4 428 250	6 419 250	44,96%
Secteur touristique	30	32	6,67%	12 274 870	13 231 870	7,80%
<b>Emplois des disponibilités</b>				<b>71 367 600</b>	<b>101 937 863</b>	<b>42,83%</b>
Placements dans le marché financier				44 328 011	54 086 137	22,01%
Placements dans le marché monétaire				27 039 589	47 851 726	76,97%





### Répartition sectorielle des décaissements des SICAR au 31 décembre 2003



# CHAPITRE VI : ORIENTATIONS DU CMF EN MATIERE D'INTERPRETATION DE CERTAINES DISPOSITIONS LEGALES ET REGLEMENTAIRES

## I- ORIENTATIONS DU CMF DANS LE TRAITEMENT DES QUESTIONS SOULEVEES EN MATIERE DE VISA ET D'APPEL PUBLIC A L'EPARGNE

A l'occasion de l'instruction des dossiers soumis pour visa, certaines questions relatives à l'appel public à l'épargne se sont souvent posées au CMF. Leur réponse n'étant pas toujours claire au niveau de la législation ou la réglementation en vigueur, le CMF a pris à leur égard les positions suivantes :

### I-1 NOTION D'APPEL PUBLIC A L'ÉPARGNE

Conformément à la législation en vigueur, une opération d'émission ou de cession de titres au sein d'une population constituée de moins de 100 personnes qui agissent pour leur propre compte, sans aucun recours à des intermédiaires, à des procédés de publicité quelconques, ou au démarchage ne constitue pas un appel public à l'épargne.

Sur cette base, le CMF considère qu'une opération d'augmentation de capital par émission en numéraire ou par conversion de créances, réservée à des personnes dénommées ou à une population dont le nombre est inférieur à 100, sans recours aux moyens précités ou à des intermédiaires, ne nécessite pas l'établissement d'un prospectus d'émission et ce, même si la société émettrice fait appel public à l'épargne. L'établissement d'un prospectus est, en effet, subordonné au recours à l'appel public à l'épargne et non au statut de la société émettrice.

Une information doit, cependant, être portée à la connaissance du public à travers une notice publiée par la société émettrice faisant appel public à l'épargne, au JORT et aux bulletins officiels du CMF et de la BVMT.

Concernant les opérations d'augmentation de capital d'une société faisant appel public à l'épargne par conversion de créances certaines, liquides et exigibles, le CMF recommande que soient mis à la disposition du public, le rapport du conseil d'administration justifiant l'opération projetée et les bases de conversion ainsi que le rapport du commissaire aux comptes portant sur son avis sur l'opération et ce, en même temps que les caractéristiques de l'opération et les délais de sa réalisation.

### I-2 FONDS PROPRES EN DEÇA DE LA MOITIÉ DU CAPITAL

Le CMF a eu à traiter, à l'occasion d'un projet d'émission d'un emprunt obligataire introduit par une société dont les fonds propres sont devenus en deça de la moitié du capital social en raison des pertes, des modalités d'application des dispositions de l'article 388 du code des sociétés commerciales, qui impose à la société concernée de régulariser sa situation, dans l'année qui suit la constatation des pertes et ce, soit en réduisant le capital d'un montant égal au moins à celui des pertes, soit en procédant à l'augmentation du capital pour un montant égal au moins à celui de ces pertes.



## ORIENTATIONS DU CMF

Le CMF a considéré qu'une augmentation du capital pour un montant qui porte les fonds propres au dessus de la moitié du nominal du capital est de nature à régulariser la situation. Il a également estimé que le délai d'une année prévu par l'article 338 précité s'entend de la période séparant l'assemblée générale ordinaire ayant approuvé les comptes qui ont révélé l'insuffisance des fonds propres de l'assemblée suivante.

Sur cette base, le CMF a accordé son visa au prospectus de l'emprunt obligataire en le subordonnant à l'engagement de la société émettrice, de procéder à l'augmentation de son capital, dans les proportions indiquées ci-dessus et ce, avant la réunion de la première assemblée générale ordinaire qui suit ; engagement qui a été respecté.

## 2- LES CONSULTATIONS ADRESSEES AU CMF

Au courant de 2003, le CMF a eu à examiner plusieurs consultations ayant trait notamment, à la fusion-absorption d'une société faisant appel public à l'épargne par une société ne faisant pas appel public à l'épargne, à la fidélisation des actionnaires, au sort des dividendes d'actions faisant l'objet d'une OPA obligatoire et au déclassement de sociétés de l'appel public à l'épargne

### 2-1 FUSION-ABSORPTION D'UNE SOCIÉTÉ FAISANT APE PAR UNE SOCIÉTÉ NE FAISANT PAS APE

Deux interrogations concernant la fusion-absorption d'une société faisant appel public à l'épargne par une société ne faisant pas appel public à l'épargne ont été posées au CMF par un intermédiaire en bourse. La première concerne la faisabilité d'une telle opération et la seconde traite de la nécessité ou non de l'établissement d'un prospectus d'émission à cette occasion. Il est à préciser que la société faisant appel public à l'épargne, concernée par la consultation, est une société qui a acquis ledit statut à la suite d'une opération d'émission d'un emprunt obligataire, lequel emprunt n'est pas encore entièrement remboursé.

Concernant la possibilité d'effectuer une telle opération de fusion, le CMF a précisé que rien ne l'interdit. Toutefois, certaines conditions sont à remplir :

- La société qui sera absorbée, étant réputée faisant appel public à l'épargne suite à l'émission d'un emprunt obligataire, doit soumettre à l'approbation du CMF l'opération de fusion en application des articles 336 et 416 du code des sociétés commerciales.
- Le société absorbante doit s'engager à honorer les engagements de la société absorbée en matière de remboursement de l'emprunt obligataire émis.

En outre, le CMF a rappelé les dispositions de l'article 336 du code des sociétés commerciales qui stipulent que si le CMF refuse d'approuver une telle opération, la société émettrice d'obligations ne peut méconnaître ce refus que par le remboursement intégral des obligations dans un délai ferme qui ne dépasse pas un mois à compter de la notification du refus à la société concernée. La décision du refus sus-indiquée est publiée au Journal Officiel de la République Tunisienne. Le remboursement intégral des obligations concernées s'effectue sans préjudice de toute action en réparation exercée le cas échéant par tout obligataire.

Concernant la nécessité de l'établissement d'un prospectus démission, le CMF a précisé que dans la mesure où l'opération de fusion-absorption envisagée concerne deux sociétés dont le nombre global d'actionnaires est en dessous de 100, elle ne constitue pas un appel public à l'épargne et ne nécessite pas, par conséquent, l'établissement d'un prospectus.

Par ailleurs, le CMF a attiré l'attention de l'intermédiaire en bourse qu'au cas où l'opération de fusion est autorisée par le CMF, la société absorbante va acquérir le caractère de société faisant appel public à l'épargne et sera astreinte à toutes les obligations d'information et de divulgation qui en découlent.

### 2-2 PROGRAMME DE FIDÉLISATION DES ACTIONNAIRES

Une société cotée a soumis au CMF un projet de programme de fidélisation de ses actionnaires offrant des avantages en nature aux personnes physiques et morales remplissant certaines conditions d'éligibilité, notamment, une durée déterminée de détention des actions.

Le CMF a considéré que la législation boursière ne comporte pas de dispositions explicites interdisant de tels programmes. Il a cependant attiré l'attention de la société sur la nécessité de s'assurer, moyennant une consultation juridique si nécessaire, que le principe de ce type de programme ou ses conditions n'enfreignent, par ailleurs, aucune autre législation ou réglementation en vigueur.

Le CMF a, par ailleurs, insisté sur le fait qu'en tout état de cause, la mise en œuvre effective du programme devra être précédée par la plus large information possible du public. Cette information devra porter sur l'ensemble de ses caractéristiques et particulièrement sur les modalités de vérification des conditions permettant d'en bénéficier.

### 2-3 DIVIDENDES D' ACTIONS OBJET D'OPA OBLIGATOIRE

Le CMF a été consulté par un intermédiaire en bourse sur la procédure à suivre en ce qui concerne le paiement des dividendes relatifs à l'exercice 2002 d'une société faisant appel public à l'épargne et ce, suite au refus de certains actionnaires de les percevoir ; sachant que d'autres actionnaires avaient acquis le contrôle majoritaire en droits de vote dans le capital de ladite société et qu'ils n'ont pas appliqué la décision du CMF relative au dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique d'achat.

Les intéressés ont choisi de ne pas encaisser les dividendes, considérant qu'ils ne leur reviennent pas.

Le CMF, dans sa réponse, a précisé que sa décision soumettant les actionnaires ayant acquis le contrôle majoritaire en droits de vote, à une offre publique d'achat obligatoire, concerne des actions comportant le coupon relatif à l'exercice 2002.

De ce fait, l'intermédiaire en bourse se doit d'attirer l'attention des actionnaires désirant percevoir les dividendes au titre de l'exercice 2002 sur le risque qu'ils pourraient encourir, du fait que la perception de ces dividendes pourrait être interprétée par le juge comme une renonciation de leur part au litige qui les oppose aux actionnaires majoritaires. En ce qui concerne les actionnaires ayant exprimé leur volonté de renoncer à l'encaissement des dividendes en cause, l'intermédiaire en bourse devrait accéder à leur demande.



### 2-4 POSSIBILITÉ D'ENREGISTREMENT A LA BVMT D'UNE OPÉRATION RENTRANT DANS LE CADRE DE L'ÉLIMINATION DES PARTICIPATIONS CROISÉES ENTRE SOCIÉTÉS APPARTENANT AU MEME GROUPE

Il a été posé la question de savoir si une opération visant l'élimination des participations croisées entre sociétés appartenant au même groupe et ce, dans le cadre de l'application des dispositions de l'article 466 du code des sociétés commerciales, pouvait bénéficier de la formule de l'enregistrement à la BVMT.

Il a été répondu que ce cas n'est pas prévu par l'article 70 de la loi n°94-117 du 14-11-1994 portant réorganisation du marché financier et qu'il est par conséquent soumis à la règle de la négociation.

### 2-5 DÉCLASSEMENT DE LA LISTE DES SOCIÉTÉS FAISANT APE

Le CMF a reçu quatre demandes de déclassement de la catégorie des sociétés faisant APE. Elles ont émané d'une banque répertoriée par l'ancienne législation bancaire comme « banque d'affaires » et de sociétés ayant émis des valeurs mobilières, par appel public à l'épargne, dans le cadre d'une opération d'augmentation de capital ou d'un emprunt obligataire.

Pour ce qui est de la banque d'affaires, il est évident que sa qualité de société faisant appel public à l'épargne était un statut légal que lui attribuait l'article 1er de la loi n°94-117 portant réorganisation du marché financier du fait de la qualité de « banque » que lui conférait la législation bancaire en vigueur à l'époque. Il en découle que si son statut de « banque » venait à lui être retiré, son classement dans les sociétés faisant appel public à l'épargne doit être revu sur la base des autres critères prévus par le même article précité.

Sur cette base, comme la nouvelle législation bancaire de la loi n°65-2001 du 10 juillet 2001 relative aux établissements de crédit ne considère plus ce type d'établissement comme banque, le CMF a retenu de procéder au déclassement de tout établissement du genre qui le demanderait chaque fois qu'il est établi qu'il ne remplit aucune autre des conditions prévues par l'article 1er de la loi n° 94-117.

En ce qui concerne la révision du classement dans la liste des sociétés faisant appel public à l'épargne qui aura découlé d'une d'augmentation de capital par appel public à l'épargne, le CMF a retenu le principe du déclassement à la condition que la structure du capital soit revenue à son état de départ d'avant l'augmentation et qu'aucun nouvel actionnaire souscripteur à l'augmentation de capital, n'y figure plus.

Pour les autres cas, et lorsque les conditions prévues par les articles 173 et 174 du Règlement Général de la Bourse sont vérifiées (acquisition de 95% ou plus du capital directement ou de concert), le CMF recommande de lancer une offre publique de retrait par laquelle l'initiateur informe de son intention de déclasser la société d'une part, et offre une voie de sortie pour le reste des actionnaires à des conditions raisonnables, d'autre part.

Cependant, le déclassement de la catégorie des sociétés faisant appel public à l'épargne n'est prononcé pour les deux cas sus-mentionnés, que si l'assujettissement aux autres critères d'appel public à l'épargne n'est pas ou plus vérifié.



Concernant la révision du classement suite à l'émission d'un emprunt obligataire, le CMF a maintenu à ce sujet la même position qui consiste à accepter le déclassement de la catégorie des sociétés faisant appel public à l'épargne lorsqu'il est établi que l'emprunt obligataire a été totalement remboursé et que la société ne répond à aucune autre condition d'appartenance à ladite catégorie.

### CHAPITRE VII : LES RESSOURCES DU CMF ET LEUR EMPLOI

Le CMF est un établissement doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière.

#### RESULTAT DES ACTIVITES DU CMF AU COURS DE L'EXERCICE 2003

La tendance baissière des capitaux traités sur le marché secondaire amorcée en 2002, s'est confirmée en 2003. En effet, le volume des capitaux traités sur le marché de négociation a accusé une baisse de 25,24 % en passant de 408 millions de dinars à la clôture de l'exercice 2002 à 306 millions de dinars en 2003.

Le volume des émissions soumises aux commissions perçues par le CMF a accusé, également, une baisse significative de 46 % en passant de 241 millions de dinars en 2002 à 143,5 millions de dinars en 2003.

La répercussion de ces baisses a été atténuée par l'accroissement des redevances sur les actifs gérés des OPCVM de l'ordre de 6,91 %.

En conséquence, à la clôture de l'exercice 2003, les activités du CMF ont permis de maintenir un niveau de résultats excédentaires comparable à celui de l'exercice précédent soit, 725,5 mille dinars contre 778,6 mille dinars en 2002.

#### SITUATION FINANCIERE

Les actifs du CMF sont constitués à hauteur de 83,7 % des actifs courants et sont couverts à hauteur 88 % par des fonds propres.

73,6 % des actifs sont placés en bons de trésor à court terme – BTCT-, ce qui permet de les rémunérer et de les réaliser à brève échéance.

#### DONNEES FINANCIERES CONCERNANT LES QUATRE DERNIERES ANNEES

Les états financiers du CMF sont préparés et présentés conformément au cadre conceptuel et aux normes comptables régissant la comptabilité financière en Tunisie. Ils sont exprimés en dinars tunisiens.

L'état de résultat est présenté selon le modèle autorisé et l'état des flux de trésorerie selon le modèle de référence.

## Données financières

### La situation financière

	31/12/2003	31/12/2002	31/12/2001	31/12/2000
ACTIFS NON COURANTS	1 573 975	1 490 927	945 525	993 752
dont-immobilisations corporelles	1 201 685	1 209 340	696 346	722 519
- immobilisations financières	368 017	267 335	226 606	249 959
ACTIFS COURANTS	8 077 139	7 428 415	7 373 734	6 196 281
dont-liquidités et équivalents de liquidités	7 272 476	6 792 607	6 681 220	5 690 864
<b>TOTAL</b>	<b>9 651 114</b>	<b>8 919 342</b>	<b>8 319 259</b>	<b>7 190 033</b>

### Capitaux propres et passifs

	31/12/2003	31/12/2002	31/12/2001	31/12/2000
CAPITAUX PROPRES	9 166 282	8 423 188	7 630 107	6 843 717
Fonds de dotation	5 000 000	5 000 000	5 000 000	5 000 000
Réserves et autres capitaux propres	3 439 958	2 497 537	1 805 060	790 877
Résultats reportés	790	147 047	52 840	<183 276>
Résultats de l'exercice	725 534	778 604	772 206	1 236 116
PASSIFS	484 832	496 154	689 152	346 316
- dont passifs courants	458 615	477 943	689 152	346 316
<b>TOTAL</b>	<b>9 651 114</b>	<b>8 919 342</b>	<b>8 319 259</b>	<b>7 190 033</b>

### Les performances financières

	2003	2002	2001	2000
Produits d'exploitations	3 100 403	3 000 461	3 238 064	3 314 603
Dont :- Redevances et assimilés	3 031 387	2 931 558	3 190 871	3 235 908
- Autres produits d'exploitation	69 016	68 903	47 193	78 695
Charges d'exploitation	<2 862 435>	<2 586 254>	<2 811 631>	<2 359 970>
Dont : - Charges de personnel	2 012 559	1 939 794	1 801 325	1 600 643
- Moyens logistiques et de communications	635 365	653 096	600 132	559 707
Résultat d'exploitation	237 968	414 208	426 433	954 633
Gains ou pertes hors exploitation	487 566	364 397	345 774	281 484
<b>Résultat net de l'exercice</b>	<b>725 534</b>	<b>778 604</b>	<b>772 206</b>	<b>1 236 116</b>



## LES RESSOURCES DU CMF ET LEUR EMPLOI

### Les flux de fonds

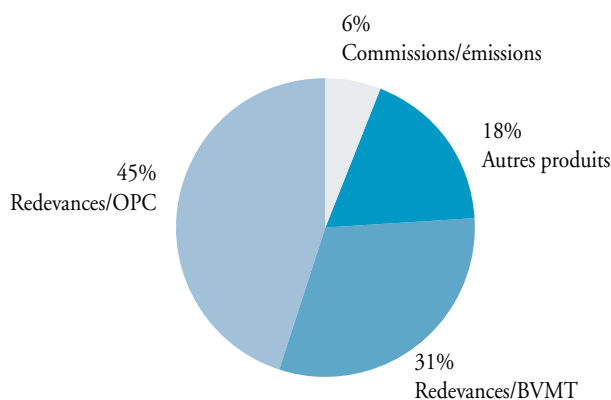
	2003	2002	2001	2000
FLUX LIES A L'EXPLOITATION	593 374	709 983	1 332 878	1 374 320
Encaissement sur redevances et commissions	2 926 321	2 959 519	3 065 297	3 224 849
Encaissement divers	646 049	645 641	706 359	375 349
Décaissement aux fournisseurs et au personnel	<2 402 182>	<2 236 322>	<1 917 808>	<1 766 776>
Autres décaissements	<576 157>	<658 241>	<520 970>	<459 102>
FLUX LIES A L'INVESTISSEMENT	<113 130>	<592 421>	<121 350>	<198 213>
VARIATION DE TRESORERIE	480 244	117 562	1 211 528	1 176 107
Trésorerie au début de l'exercice	6 791 230	6 673 668	5 462 140	4 286 033
Trésorerie à la clôture de l'exercice	7 271 474	6 791 230	6 673 668	5 462 140

### LES PRODUITS DU CMF EN 2003

L'ensemble des produits du CMF a atteint 3 620 mille dinars en 2003 contre 3 578 mille dinars en 2002, enregistrant ainsi une légère hausse :

- La régression du volume des transactions sur le marché secondaire a été compensée par le changement de la structure des échanges vers une prédominance des capitaux traités sur le compartiment des enregistrements. Cette structure a permis une légère évolution des redevances perçues par le CMF sur la BVMT qui sont passées de 1 024 mille dinars en 2002 à 1 130 mille dinars, enregistrant ainsi une hausse de 10,3 %.
- Les redevances sur les actifs gérés par les OPC ont consolidé leur position de première source de revenus du CMF, et sont passées de 1 524 mille dinars en 2002 à 1 629 mille dinars en 2003, réalisant ainsi une augmentation de 6,91 % grâce à l'amélioration de la moyenne mensuelle des actifs gérés par les SICAV obligataires.
- Par ailleurs, les commissions sur les émissions nouvelles et sur les visas ont baissé de 38,92 %, en passant de 316 mille dinars en 2002 à 193 mille dinars en 2003.
- Les autres produits du CMF ont augmenté de 16,13 %, en passant de 471 mille dinars en 2002 à 547 mille dinars en 2003. Ces produits proviennent, essentiellement, du placement des liquidités, de la location d'un immeuble appartenant au CMF ainsi que des insertions et abonnement au Bulletin Officiel du CMF.

Structure des produits du CMF

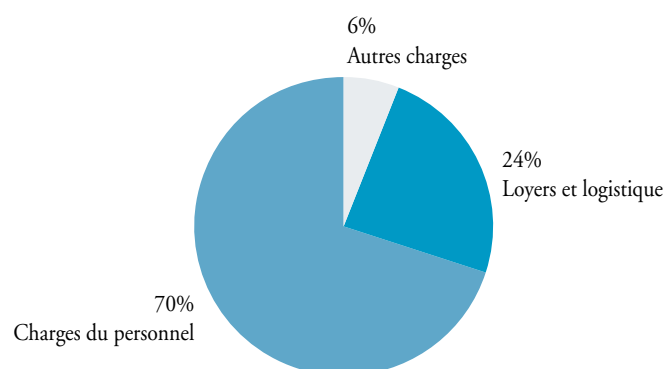


### LES CHARGES DU CMF EN 2003

Les charges du CMF ont atteint 2 894 mille dinars en 2003, contre 2 799 mille dinars en 2002 soit une hausse de 3,4%.

Les salaires et charges du personnel ainsi que le loyer du siège et la logistique accaparent plus de 94 % des charges de l'institution.

Structure des charges du CMF





# **ANNEXES**



## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 1 - LE MARCHÉ PRIMAIRE

**Tableau 1: Emissions de titres de capital des sociétés admises à la cote**

Sociétés	Date d'ouverture	Nature de l'opération	Nbre de titres émis	Nominal en D	Prix d'émission en D	Montant de l'augmentation en D
TUNISIE LAIT	26/02/03	Conversion de créances	550 000	10	10	5 500 000
ALKIMIA	24/06/03	Incorporation de réserves	177 023	10	-	1 770 230
SOTETEL	1/07/03	Incorporation de réserves	336 000	10	-	3 360 000
STIP	21/07/03	Incorporation de réserves	382 530	10	-	3 825 300
SOTRAPIL	24/07/03	Incorporation de réserves	260 000	5	-	1 300 000
SOMOCER	1/08/03	Incorporation de réserves	400 000	5	-	2 000 000
AMS	1/08/03	Incorporation de réserves	62 056	5	-	310 280
Air Liquide Tunisie	2/09/03	Incorporation de réserves	58 800	25	-	1 470 000
Tunisie leasing	18/12/03	Incorporation de réserves	250 000	10	-	2 500 000

**Tableau 2: Emissions de titres de capital par APE des sociétés non admises à la cote**

N° de Visa	Date de Visa	Sociétés	Date d'ouverture	Nature de l'opération	Nbre de titres émis	Nominal en D	Prix d'émission en D	Montant de l'augmentation en D	Capitaux levés en D
-	-	SODEK-SICAR	16/01/03	Incorporation de réserves	15 225	5	-	76 125	-
-	-	MEUBLATEX SA	15/01/03	Incorporation de réserves	1 220 000	10	-	12 200 000	-
-	-		15/01/03	conversion de créances	150 000	10	10	1 500 000	-
03/470	12/03/03	TUNIS-RE	18/03/03	Emission en numéraire	560 000*	10	12	6 720 000	6 720 000
-	-	ASSURANCES SALIM	12/05/03	Incorporation de réserves	400 000	5	-	2 000 000	-
-	-	Centrale Laitière de Béja-VAGA-	6/05/03	conversion de créances	5 000	10	10	50 000	-
03/472	21/05/03	SODIS-SICAR	10/06/03	Emission en numéraire	653 568	10	10	6 535 680	6 535 680
03/474	24/06/03	SODINO-SICAR	26/06/03	Emission en numéraire	600 000	10	10	6 000 000	-

\* soit 500 000 actions ordinaires et 60 000 CI privilégiés



**ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ****1 - LE MARCHÉ PRIMAIRE****Tableau 3: Répartition sectorielle des émetteurs de titres de capital par APE**

Secteur d'activité	Montant en dinars	%
Assurances	8 720 000	15,27%
Sociétés d'investissement	12 611 805	22,08%
Leasing	2 500 000	4,38%
Industries	14 925 810	26,13%
Services	18 360 000	32,14%
<b>Total</b>	<b>57 117 615</b>	<b>100,00%</b>

## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 1 - LE MARCHÉ PRIMAIRE

**Tableau 4: Emissions de titres de créance faites par les sociétés admises à la cote durant l'année 2003**

N° visa	Date visa	Intitulé de l'emprunt	Nominal en dinars	Montant visé en D	Montant souscrit en D	Taux facial	Prix d'émission en D	Mode d'amortissement	Date d'ouverture des souscriptions	Durée	Jouissance	Date de clôture effective	Notation ou garantie
03/465	9/01/03	CIL 2002/3 (1)	100	12 000 000	2 800 000 9 200 000	TMM + 1,25%* 7,5%	100	AP	31/01/03	7 ans dont 2 ans de franchise	31/03/03	24/03/03	A-
03/467	16/01/03	ATL 2002/2	100	10 000 000	10 000 000	7,4%	100	AP	31/01/03	5 ans	15/04/03	20/02/03	A
03/469	17/01/03	Tunisie Leasing 2002/2	100	10 000 000	10 000 000	7,4%	100	AP	31/01/03	5 ans	30/04/03	3/04/03	A-
03/473	27/05/03	GL 2003/1 (1)	100	10 000 000	0 10 000 000	TMM + 1,25%* 7,5%	100	AP	16/06/03	7 ans dont 2 ans de franchise	30/07/03	30/07/03	BBB+ assortie d'une mise sous surveillance avec implication négative
03/476	31/07/03	CIL 2003/1 (1)	100	15 000 000	5 200 000 9 800 000	TMM + 1,25%* 7%	100	AP	20/08/03	7 ans dont 2 ans de franchise	20/10/03	20/10/03	BBB
03/479	19/11/03	Tunisie Leasing 2003/1	100	10 000 000	10 000 000	7,4%	100	AP	10/12/03	5 ans	30/01/04	17/12/03	BBB+
03/480	26/12/03	ATL 2003/1 (1)	100	20 000 000	4 000 000 (2) 16 000 000 (3)	TMM + 1,5%* 7,4%	100	AP	30/12/03	5 ans	15/03/04	23/01/04	BBB+
03/481	30/12/03	GL 2003/2 (1)	100	10 000 000	0 10 000 000 (4)	TMM + 1,25%* 7,5%	100	AP	19/01/04	7 ans dont 2 ans de franchise	20/02/04	9/03/04	BBB

(1) Emprunt émis à deux taux différents au choix du souscripteur.

(2) dont 1 000 000 dinars souscrit en 2004.

(3) dont 12 250 000 dinars souscrit en 2004.

(4) montant totalement souscrit en 2004.

\* correspond à la moyenne des 12 derniers taux moyens mensuels du marché monétaire précédant la date de paiement des intérêts, majorée de la marge prévue.





## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 1 - LE MARCHÉ PRIMAIRE

**Tableau 5: Emissions de titres de créance faites par les sociétés non admises à la cote durant l'année 2003**

N° visa	Date visa	Intitulé de l'emprunt	Nominal en dinars	Montant visé en D	Montant souscrit en D	Taux facial	Prix d'émission en D	Mode d'amortissement	Date d'ouverture des souscriptions	Durée	Jouissance	Date de clôture effective	Notation ou garantie
03/466	13/01/03	SEPCM 2002	100	5 000 000	5 000 000	7,5%	100	AP*	30/01/03	7 ans	1/04/03	4/02/03	BS
03/468	16/01/03	VAGA 2003	100	6 500 000	6 500 000	7,5%	100	AP	31/01/03	7 ans dont 2 ans de franchise	28/03/03	13/02/03	BH
03/471	8/04/03	SELIMA CLUB 2002	100	6 000 000	6 000 000	7,5%	100	AP	28/04/03	7 ans dont 2 ans de franchise	19/06/03	30/04/03	Amen Bank- BIAT
03/475	31/07/03	AFRICA 2003	100	10 000 000	10 000 000	7,5%	100	AP	14/08/03	7 ans dont 2 ans de franchise	17/09/03	21/08/03	BS-BH- ATB-BNA

\* 14,285 D les six premières années et 14,290 D la septième année

## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 1 - LE MARCHÉ PRIMAIRE

**Tableau 6 : Structure des souscriptions aux emprunts obligataires en 2003**

Intitulé de l'emprunt	Montant souscrit	Compagnies d'assurances	Caisses de retraite	SICAV	Sociétés d'investissement	Banques	Autres personnes morales	Personnes physiques
SEPCM 2002	5 000 000	1 750 000	0	2 760 000	0	0	0	490 000
VAGA 2003	6 500 000	2 050 000	0	3 550 000	300 000	0	0	600 000
ATL 2002-2	10 000 000	1 850 000	0	2 400 000	0	0	5 750 000	0
CIL 2002-3	12 000 000	100 000	0	4 710 000	0	3 700 000	3 000 000	490 000
Tunisie Leasing 2002-2	10 000 000	0	0	5 495 000	0	1 300 000	3 000 000	205 000
Sélîma Club 2002	6 000 000	800 000	0	2 800 000	0	2 400 000	0	0
GL 2003-1	10 000 000	2 000 000	0	4 400 000	0	3 000 000	600 000	0
AFRICA 2003	10 000 000	2 650 000	0	6 750 000	0	0	0	600 000
CIL 2003-1	15 000 000	0	0	3 800 000	0	11 200 000	0	0
Tunisie Leasing 2003-1	10 000 000	1 800 000	0	7 850 000	0	0	0	350 000
ATL 2003-1	20 000 000	1 000 000	0	11 490 000	1 000 000	5 500 000	0	1 010 000
GL 2003-2	10 000 000	850 000	0	3 740 000	110 000	3 566 000	0	1 734 000
<b>TOTAL</b>	<b>124 500 000</b>	<b>14 850 000</b>	<b>0</b>	<b>59 745 000</b>	<b>1 410 000</b>	<b>30 666 000</b>	<b>12 350 000</b>	<b>5 479 000</b>
		<b>11,93%</b>	<b>0,00%</b>	<b>47,99%</b>	<b>1,13%</b>	<b>24,63%</b>	<b>9,92%</b>	<b>4,40%</b>



## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 1 - LE MARCHÉ PRIMAIRE

**Tableau 7 : Les émissions de BTA durant l'année 2003**

Mois	Ligne	Montant	ONC 1	ONC 2	Prix limite	% du prix limite	PMP	TMP	Total par ligne	Total Adju.
Janvier	6,50% Septembre 2004	11,1	0	0	99,10%	100%	99,110%	6,970%	11,1	31,1
	6,75% Septembre 2005	11,1	0	0	99,10%	100%	99,145%	7,060%	11,1	
	8,25% Juillet 2014	8,8	0	0,1	99,30%	100%	99,300%	8,350%	8,9	
Février	6,50% Septembre 2004	0	0	0					0	37,5
	6,75% Septembre 2005	34,5	0	0	99,10%	100%	99,100%	7,078%	34,5	
	8,25% Juillet 2014	3	0	0	99,30%	100%	99,300%	8,345%	3	
Mars	8,25% Juillet 2014	10,3	0	0,45	99,30%	100%	99,300%	8,345%	10,75	10,75
Avril	6,75% Septembre 2005	15	0	1	100,00%	100%	100,067%	6,700%	16	31,6
	8,25% Juillet 2014	15	0	0,6	99,65%	100%	99,700%	8,280%	15,6	
Mai	6,375% Avril 2005	118,5	0	4,5	99,70%	100%	99,800%	6,480%	123	158,2
Juin	8,25% Juillet 2014	35,2	0	0	99,65%	100%	99,800%	8,270%	35,2	109,7
	6,75% Septembre 2005	77	0	0	100,15%	100%	100,186%	6,638%	77	
	6,75% Juin 2008	5	0	0	99,90%	100%	99,900%	6,774%	5	
Juillet	8,25% Juillet 2014	27,7	0	0	99,60%	100%	99,715%	8,287%	27,7	71,85
	6,75% Juin 2008	50,5	0	0	100,05%	100%	100,150%	6,710%	50,5	
	8,25% Juillet 2014	21,1	0	0,25	99,70%	100%	99,900%	8,270%	21,35	
Août	6,75% Juin 2008	8,8	0	0	100,10%	100%	100,180%	6,710%	8,8	35,2
	8,25% Juillet 2014	25,5	0	0,9	99,70%	100%	99,980%	8,250%	26,4	
Septembre	6,75% Juin 2008	60,5	0	0	100,15%	100%	100,175%	6,700%	60,5	102
	8,25% Juillet 2014	40	0	1,5	100,15%	100%	100,175%	8,220%	41,5	
Octobre	6,75% Juin 2008	30	0	0,3	100,25%	100%	100,300%	6,660%	30,3	78,8
	8,25% Juillet 2014	47,7	0	0,8	100,30%	100%	100,462%	8,175%	48,5	
Novembre	6,75% Juin 2008	9,5	0	0	100,35%	100%	100,353%	6,644%	9,5	193,6
	8,25% Juillet 2014	183,5	0	0,6	100,45%	100%	100,530%	8,163%	184,1	
Décembre	6,75% Juin 2008	51	0	0	100,45%	100%	100,486%	6,607%	51	178,1
	8,25% Juillet 2014	125,6	0	1,5	100,65%	100%	100,781%	8,126%	127,1	
<b>TOTAL 2 ans</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					<b>0</b>	
<b>TOTAL 3 ans</b>		<b>11,1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>				<b>6,970%</b>	<b>11,1</b>	
<b>TOTAL 4 ans</b>		<b>137,6</b>	<b>0</b>	<b>1</b>				<b>6,788%</b>	<b>138,6</b>	
<b>TOTAL 5 ans</b>		<b>333,8</b>	<b>0</b>	<b>4,8</b>				<b>6,428%</b>	<b>338,6</b>	
<b>TOTAL 10 ans</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					<b>0</b>	
<b>TOTAL 12 ans</b>		<b>543,4</b>	<b>0</b>	<b>6,7</b>				<b>8,192%</b>	<b>550,1</b>	
<b>TOTAL</b>		<b>1025,9</b>	<b>0</b>	<b>12,5</b>					<b>1038,4</b>	

## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 1 - LE MARCHÉ PRIMAIRE

Tableau 8 : Les émissions de BTC durant l'année 2003

Semaine	Ligne	Montant	ONC 1	ONC 2	Taux limite	% du taux limite	TMP	Total par ligne	Total adju.
2/01/03	13 Sem 15/04/03	0	0	0				0	5,5
	26 Sem 08/07/03	2,5	0	0	6,35%	100%	6,350%	2,5	
	52 Sem 13/01/04	3	0	0	6,60%	100%	6,600%	3	
9/01/03	13 Sem 15/04/03	2	0	0	6,15%	100%	6,150%	2	12
	26 Sem 08/07/03	10	0	0	6,35%	100%	6,350%	10	
	52 Sem 13/01/04	0	0	0				0	
16/01/03	13 Sem 29/04/03	2	0	0	6,15%	100%	6,150%	2	52
	26 Sem 29/07/03	12,5	0	0	6,41%	100%	6,374%	12,5	
	52 Sem 03/02/04	37,5	0	0	6,61%	100%	6,608%	37,5	
23/01/03	13 Sem 29/04/03	0	0	0				0	72
	26 Sem 29/07/03	10	0	0	6,35%	100%	6,350%	10	
	52 Sem 03/02/04	62	0	0	6,61%	100%	6,608%	62	
30/01/03	13 Sem 29/04/03	1,5	0	0	6,13%	100%	6,130%	1,5	33,5
	26 Sem 29/07/03	0	0	0				0	
	52 Sem 03/02/04	32	0	0	6,61%	100%	6,610%	32	
13/02/03	52 Sem 02/03/04	12,5	0	0	6,61%	100%	6,610%	12,5	12,5
20/02/03	52 Sem 02/03/04	5	0	0	6,57%	100%	6,570%	5	5
27/02/03	52 Sem 02/03/04	5	0	0	6,56%	100%	6,560%	5	5
6/03/03	52 Sem 02/03/04	3,5	0	0	6,54%	100%	6,540%	3,5	3,5
13/03/03	52 Sem 02/03/04	11	0	0	6,50%	100%	6,500%	11	11
19/03/03	52 Sem 30/03/04	12	0	0	6,44%	100%	6,440%	12	12
3/04/03	52 Sem 30/03/04	39	0	0	6,06%	100%	6,026%	39	39
10/04/03	52 Sem 30/03/04	20	0	0	5,95%	100%	5,940%	20	20
17/04/03	52 Sem 30/03/04	40,5	0	0	5,83%	100%	5,799%	40,5	40,5
24/04/03	52 Sem 04/05/04	47,5	0	0	5,80%	100%	5,776%	47,5	47,5
2/05/03	52 Sem 04/05/04	72	0	0	5,81%	100%	5,804%	72	72
8/05/03	52 Sem 04/05/04	41	0	0	5,81%	100%	5,810%	41	41
15/05/03	52 Sem 01/06/04	21	0	0	5,81%	100%	5,810%	21	21





## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 1 - LE MARCHÉ PRIMAIRE

**Tableau 8 : Les émissions de BTC durant l'année 2002 - Suite 1**

Semaine	Ligne	Montant	ONC 1	ONC 2	Taux limite	% du taux limite	TMP	Total par ligne	Total adju.
22/05/03	52 Sem 01/06/04	20	0	0	5,79%	100%	5,780%	20	20
29/05/03	52 Sem 01/06/04	21	0	0	5,80%	100%	5,800%	21	21
5/06/03	52 Sem 01/06/04	21,5	0	0	5,81%	100%	5,802%	21,5	21,5
12/06/03	52 Sem 01/06/04	5,5	0	0	5,81%	100%	5,810%	5,5	5,5
19/06/03	52 Sem 06/07/04	5	0	0	5,80%	100%	5,800%	5	5
28/08/03	52 Sem 31/08/04	31	0	0	5,30%	100%	5,296%	31	31
4/09/03	52 Sem 31/08/04	34,5	0	0	5,30%	100%	5,268%	34,5	34,5
11/09/03	52 Sem 31/08/04	80	0	0	5,30%	50%	5,289%	80	80
18/09/03	52 Sem 28/09/04	92	0	0	5,31%	50%	5,298%	92	92
25/09/03	52 Sem 05/10/04	103,1	0	0	5,33%	100%	5,314%	103,1	103,1
2/10/03	52 Sem 05/10/04	18	0	0	5,31%	100%	5,301%	18	18
9/10/03	52 Sem 02/11/04	12	0	0	5,30%	100%	5,300%	12	12
16/10/03	52 Sem 02/11/04	24	0	0	5,30%	100%	5,300%	24	24
23/10/03	52 Sem 02/11/04	23,5	0	0	5,31%	100%	5,304%	23,5	23,5
30/10/03	52 Sem 02/11/04	31,9	0	0	5,32%	40%	5,314%	31,9	31,9
6/11/03	52 Sem 02/11/04	9,3	0	0	5,30%	60%	5,300%	9,3	9,3
13/11/03	52 Sem 02/11/04	8,4	0	0	5,29%	60%	5,290%	8,4	8,4
20/11/03	52 Sem 07/12/04	6	0	0	5,29%	100%	5,290%	6	6
27/11/03	52 Sem 07/12/04	10	0	0	5,29%	50%	5,290%	10	10
4/12/03	52 Sem 07/12/04	8,5	0	0	5,29%	50%	5,285%	8,5	8,5
11/12/03	52 Sem 07/12/04	4	0	0	5,26%	100%	5,260%	4	4
18/12/03	52 Sem 07/12/04	5,5	0	0	5,25%	25%	5,249%	5,5	5,5
25/12/03	52 Sem 07/12/04	4,5	0	0	5,24%	100%	5,240%	4,5	4,5
<b>TOTAL 13 Sem</b>		<b>5,5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>			<b>6,145%</b>	<b>5,500</b>	
<b>TOTAL 26 Sem</b>		<b>35</b>	<b>0</b>	<b>0</b>			<b>6,359%</b>	<b>35,000</b>	
<b>TOTAL 52 Sem</b>		<b>1043,7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>			<b>5,705%</b>	<b>1043,700</b>	
<b>TOTAL</b>		<b>1084,2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>				<b>1084,200</b>	

## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 2 - LE MARCHÉ SECONDAIRE

Tableau n° 9 : Répartition des capitaux échangés et du volume traité par catégorie de titres

Désignations	Capitaux échangés				Volume traité			
	2002		2003		2002		2003	
	Montant en MD	Part en%	Montant en MD	Part en%	Nombre de titres *	Part en%	Nombre de titres *	Part en%
<b>Cote de la bourse</b>	<b>343</b>	<b>34,10%</b>	<b>238</b>	<b>25,11%</b>	<b>17 044</b>	<b>39,45%</b>	<b>12 921</b>	<b>27,36%</b>
<i>Variation % l'année dernière</i>	-32,61%		-30,61%		-22,35%		-24,19%	
Actions et droits	334	97,38%	213	89,50%	16 948	99,44%	12 666	98,03%
<i>Variation % l'année dernière</i>	-34,38%		-36,23%		-22,79%		-25,27%	
Obligations	9	2,62%	25	10,50%	96	0,56%	255	1,97%
<i>Variation % l'année dernière</i>	-		-		-		-	
<b>Hors cote</b>	<b>65</b>	<b>6,46%</b>	<b>67</b>	<b>7,07%</b>	<b>3 022</b>	<b>6,99%</b>	<b>3 251</b>	<b>6,88%</b>
<i>Variation % l'année dernière</i>	10,17%		3,08%		157,85%		7,58%	
<b>Enregistrements</b>	<b>595</b>	<b>59,15%</b>	<b>638</b>	<b>67,30%</b>	<b>22 994</b>	<b>53,22%</b>	<b>30 922</b>	<b>65,47%</b>
<i>Variation % l'année dernière</i>	4,75%		7,23%		-10,80%		34,48%	
<b>Déclarations</b>	<b>3</b>	<b>0,30%</b>	<b>5</b>	<b>0,53%</b>	<b>148</b>	<b>0,34%</b>	<b>138</b>	<b>0,29%</b>
<i>Variation % l'année dernière</i>	-95,59%		66,67%		-94,63%		-6,76%	
<b>Total</b>	<b>1006</b>		<b>948</b>		<b>43 208</b>		<b>47 232</b>	
<i>Variation % l'année dernière</i>	-16,45%		-5,77%		-16,36%		9,31%	

\* En milliers de titres

Source: BVMT



## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 2 - LE MARCHÉ SECONDAIRE

**Tableau 10 : Rendement <sup>(1)</sup> des valeurs en 2003**

Valeur	Cours de clôture au 31/12/2002	Cours de clôture au 31/12/2003	Rendement nominal	Valeur	Cours de clôture au 31/12/2002	Cours de clôture au 31/12/2003	Rendement nominal
AIR LIQUIDE TUNISIE	203,400	183,000	3,99%	PL.DE TUNISIE -SICAF-	12,620	10,870	-9,90%
ALKIMIA	32,500	33,200	20,46%	SFBT	40,080	47,840	23,85%
AMEN BANK	19,780	19,480	4,04%	SIAME	25,480	21,880	-8,24%
AMEN LEASE	15,610	10,000	-29,53%	SIMPAR	15,300	14,220	1,11%
AMS	4,500	3,370	-22,89%	SIPHAT	8,990	7,900	-4,89%
ASTREE	21,160	22,000	8,22%	SMG	6,980	7,090	7,31%
ATB	11,100	11,900	13,06%	SOMOCER	18,500	19,300	22,76%
ATL	16,800	13,500	-10,71%	SOTETEL	32,580	41,400	61,14%
BH	7,960	8,300	11,81%	SOTRAPIL	12,000	13,300	30,42%
BIAT	20,000	18,300	-1,50%	SOTUMAG	10,360	10,600	9,07%
BNA	11,640	9,980	-7,39%	SOTUVER	9,400	8,200	-6,38%
BS	8,660	10,000	20,09%	SPDIT -SICAF-	21,300	22,880	34,30%
BT	51,000	52,500	7,65%	STAR	8,180	5,910	-27,75%
BTEI	17,750	19,180	22,14%	STB	8,890	6,880	-16,42%
CARTE	20,680	16,690	-16,39%	STEQ	5,270	5,700	17,65%
CIL	15,680	12,730	-9,25%	STIL	2,700	1,700	-37,04%
EL MAZRAA	7,100	6,880	6,76%	STIP	8,600	5,740	-26,05%
ELECTROSTAR	6,120	4,150	-27,29%	TUNINVEST -SICAR-	7,000	7,510	16,57%
GENERAL LEASING	15,680	8,770	-37,69%	TUNISAIR	4,400	6,680	51,82%
ICF	41,000	35,980	-4,93%	TUNISIE LAIT	5,260	14,270	171,29%
MONOPRIX	22,900	25,000	17,03%	TUNISIE LEASING	16,900	16,500	22,60%
PBHT (Actions à dividende prioritaire)	5,110	4,540	-11,15%	UBCI	18,000	25,380	46,00%
PBHT (Actions ordinaires)	6,580	4,710	-28,42%	UIB	14,000	12,500	-7,14%

(1) Rendement ajusté en fonction des augmentations du capital & du dividende versé au cours de 2003, relatif à l'exercice 2002

## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 2 - LE MARCHÉ SECONDAIRE

Tableau n° 11 : PER (cours/bénéfice par action) moyen du marché par la méthode de la moyenne pondérée

Valeur	Cours de clôture au 31/12/2003	Capitalisation Boursière au 31/12/2003 en MD	Pondération par capitalisation boursière au 31/12/2003	Valeur	Cours de clôture au 31/12/2003	Capitalisation Boursière au 31/12/2003 en MD	Pondération par capitalisation boursière au 31/12/2003
AIR LIQUIDE TUNISIE	203,400	97	1 899	PL.DE TUNISIE -SICAF-	12,620	11	263
ALKIMIA	32,500	65	390	SFBT	40,080	491	8 930
AMEN BANK	19,780	136	1 176	SIAME	25,480	30	383
AMEN LEASE	15,610	10	65	SIMPAR	15,300	9	61
AMS	4,500	6	6	SIPHAT	8,990	14	107
ASTREE	21,160	44	585	SMG	6,980	12	105
ATB	11,100	83	691	SOMOCER	18,500	62	790
ATL	16,800	14	64	SOTETEL	32,580	83	953
BH	7,960	125	910	SOTRAPIL	12,000	38	449
BIAT	20,000	183	1 494	SOTUMAG	10,360	10	110
BNA	11,640	100	678	SOTUVER	9,400	9	59
BS	8,660	200	3 810	SPDIT -SICAF-	21,300	77	303
BT	51,000	263	2 294	STAR	8,180	9	35
BTEI	17,750	19	204	STB	8,890	171	1 499
CARTE	20,680	2	31	STEQ	5,270	8	95
CIL	15,680	13	73	STIL	2,700	6	6
EL MAZRAA	7,100	20	1 659	STIP	8,600	24	347
ELECTROSTAR	6,120	7	40	TUNINVEST -SICAR-	7,000	8	61
GENERAL LEASING	15,680	9	50	TUNISAIR	4,400	104	104
ICF	41,000	32	235	TUNISIE LAIT	5,260	23	23
MONOPRIX	22,900	46	504	TUNISIE LEASING	16,900	29	232
PBHT (Actions à dividende prioritaire)	5,110	2	2	UBCI	18,000	178	4 203
PBHT (Actions ordinaires)	6,580	11	11	UIB	14,000	88	1 501
				<b>PER pondéré</b>			<b>12,60</b>





## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 2 - LE MARCHÉ SECONDAIRE

**Tableau 12 : Evolution mensuelle des indices de la place**

	INDICE BVMT				INDICE TUNINDEX		
	Fin	Plus bas	Plus haut		Fin	Plus bas	Plus haut
janvier	733,56	729,73	795,49	janvier	1 054,20	1 053,61	1 119,04
février	730,33	730,33	751,18	février	1 046,05	1 041,17	1 062,12
Variation mensuelle	-0,44%	0,08%	-5,57%	Variation mensuelle	-0,77%	-1,18%	-5,09%
mars	759,13	707,94	759,13	mars	1 041,05	1 017,20	1 042,47
Variation mensuelle	3,94%	-3,07%	1,06%	Variation mensuelle	-0,48%	-2,30%	-1,85%
avril	922,03	768,13	922,03	avril	1 181,15	1 050,42	1 181,15
Variation mensuelle	21,46%	8,50%	21,46%	Variation mensuelle	13,46%	3,27%	13,30%
mai	876,04	868,93	932,34	mai	1 155,77	1 141,59	1 190,25
Variation mensuelle	-4,99%	13,12%	1,12%	Variation mensuelle	-2,15%	8,68%	0,77%
juin	899,02	874,41	905,49	juin	1 166,07	1 151,92	1 173,91
Variation mensuelle	2,62%	0,63%	-2,88%	Variation mensuelle	0,89%	0,90%	-1,37%
juillet	961,83	903,29	966,09	juillet	1 231,78	1 166,52	1 236,83
Variation mensuelle	6,99%	3,30%	6,69%	Variation mensuelle	5,64%	1,27%	5,36%
août	945,88	940,98	964,94	août	1 220,82	1 212,60	1 236,88
Variation mensuelle	-1,66%	4,17%	-0,12%	Variation mensuelle	-0,89%	3,95%	0,00%
septembre	937,20	936,96	957,08	septembre	1 218,53	1 214,84	1 241,09
Variation mensuelle	-0,92%	-0,43%	-0,81%	Variation mensuelle	-0,19%	0,18%	0,34%
octobre	930,73	919,18	942,56	octobre	1 216,12	1 205,85	1 219,19
Variation mensuelle	-0,69%	-1,90%	-1,52%	Variation mensuelle	-0,20%	-0,74%	-1,76%
novembre	943,54	928,93	947,25	novembre	1 224,02	1 211,37	1 224,02
Variation mensuelle	1,38%	1,06%	0,50%	Variation mensuelle	0,65%	0,46%	0,40%
décembre	939,78	939,70	956,74	décembre	1 250,18	1 225,57	1 250,18
Variation mensuelle	-0,40%	1,16%	1,00%	Variation mensuelle	2,14%	1,17%	2,14%

Source: la BVMT

## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 3 - ACQUISITIONS DE VALEURS MOBILIERES PAR LES ÉTRANGERS

Tableau 13 : Volume mensuel des transactions réalisées en bourse durant 2003

En Dinar

Opérations	Total	janv	févr	mars	avr	mai	juin	juil	août	sept	oct	nov	déc
acquisitions de titres sur la cote	36 914 779	505 034	1 035 604	1 348 779	989 933	2 207 531	5 228 686	2 428 261	1 516 440	553 709	7 682 863	7 378 897	6 039 042
cessions de titres sur la cote	19 156 152	1 092 746	311 352	2 218 419	7 146 216	257 835	421 764	75 430	228 753	1 939 278	1 171 134	3 143 567	1 149 658
flux net	17 758 627	-587 712	724 252	-869 640	-6 156 283	1 949 696	4 806 922	2 352 831	1 287 687	-1 385 569	6 511 729	4 235 330	4 889 384
<b>Acquisitions enregistrées en bourse</b>	<b>261 203 053</b>	<b>7 903 126</b>	<b>3 469 832</b>	<b>863 250</b>	<b>6 096 151</b>	<b>3 198 049</b>	<b>205 174 855</b>	<b>223 090</b>	<b>13 084 432</b>	<b>445 715</b>	<b>4 807 911</b>	<b>223 911</b>	<b>15 712 731</b>
- dont acquisitions faites auprès des tunisiens	14 764 126	984 816	2 126 687	733 050	4 094 429	277 182	116 850	0	1 969 086	374 000	585 150	50	350 282
- dont acquisitions faites auprès des étrangers	246 438 927	6 918 310	1 343 145	130 200	2 001 722	2 920 867	205 058 005	223 090	11 115 346	71 715	4 222 761	223 861	12 209 905
<b>Cessions enregistrées en bourse</b>	<b>272 119 428</b>	<b>8 608 154</b>	<b>4 133 136</b>	<b>153 300</b>	<b>2 444 184</b>	<b>4 620 855</b>	<b>205 205 505</b>	<b>665 180</b>	<b>13 128 646</b>	<b>138 700</b>	<b>20 284 662</b>	<b>285 597</b>	<b>12 451 509</b>
- dont cessions faites au profit des tunisiens	25 680 501	1 689 844	2 789 991	23 100	442 462	1 699 988	147 500	442 090	2 013 300	66 985	16 061 901	61 736	241 604
- dont cessions faites au profit des étrangers	246 438 927	6 918 310	1 343 145	130 200	2 001 722	2 920 867	205 058 005	223 090	11 115 346	71 715	4 222 761	223 861	12 209 905
Flux net	-10 916 375	-705 028	-663 304	709 950	3 651 967	-1 422 806	-30 650	-442 090	-44 214	307 015	-15 476 751	-61 686	3 261 222
acquisitions totales	298 117 832	8 408 160	4 505 436	2 212 029	7 086 084	5 405 580	210 403 541	2 651 351	14 600 872	999 424	12 490 774	7 602 808	21 751 773
cessions totales	291 275 580	9 700 900	4 444 488	2 371 719	9 590 400	4 878 690	205 627 269	740 610	13 357 399	2 077 978	21 455 796	3 429 164	13 601 167
Flux net global	6 842 252	-1 292 740	60 948	-159 690	-2 504 316	526 890	4 776 272	1 910 741	1 243 473	-1 078 554	-8 965 022	4 173 644	8 150 606

Source : Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis



## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 4- LES SVT

Tableau 14 : Répartition par intervenant des BTA servis aux adjudications durant l'année 2003

*En milliers de dinars*

Adjudication	TOTAL	BNAC	STB	BH	SIN	BT	BNA	AMEN BANK	TN VAL	BFT	CITI BK	UIB	UBCI	BIAT	BS	ATB
Janvier	31 100			3 000	300	20 000			3 800				4 000			
				9,6%	1,0%	64,3%			12,2%				12,9%			
Février	37 500			1 000		10 000			24 000				1 000	1 500		
				2,7%		26,7%			64,0%				2,7%	4,0%		
Mars	10 750			1 000					750					4 000		5 000
				9,3%					7,0%					37,2%		46,5%
Avril	31 600								1 600		15 000			15 000		
									5,1%		47,5%			47,5%		
Mai	158 200	2 000	32 500	9 000	11 000	1 000			32 200		5 000		1 500	34 000		30 000
		1,3%	20,5%	5,7%	7,0%	0,6%			20,4%		3,2%		0,9%	21,5%		19,0%
Juin	109 700			10 000	30 000		5 000		38 700				8 000			18 000
				9,1%	27,3%		4,6%		35,3%				7,3%			16,4%
Juillet	71 850		33 000		9 000				16 250				100			13 500
			45,9%		12,5%				22,6%				0,1%			18,8%
Août	35 200				500	300			3 400				4 000	27 000		
					1,4%	0,9%			9,7%				11,4%	76,7%		
Septembre	102 000		40 000	500					1 500							60 000
			39,2%	0,5%					1,5%							58,8%
Octobre	78 800	12 000			4 700				1 100							61 000
		15,2%			6,0%				1,4%							77,4%
Novembre	193 600		18 000	20 000	9 500	5 000	40 000		22 500				2 600	11 000		65 000
			9,3%	10,3%	4,9%	2,6%	20,7%		11,6%				1,3%	5,7%		33,6%
Décembre	178 100	4 000		20 000	51 200	9 000			46 900		15 000			7 000		25 000
		2,2%		11,2%	28,7%	5,1%			26,3%		8,4%			3,9%		14,0%
<b>TOTAL</b>	<b>1 038 400</b>	<b>18 000</b>	<b>123 500</b>	<b>64 500</b>	<b>116 200</b>	<b>45 300</b>	<b>45 000</b>		<b>192 700</b>		<b>35 000</b>		<b>21 200</b>	<b>99 500</b>		<b>277 500</b>
		1,7%	11,9%	6,2%	11,2%	4,4%	4,3%		18,6%		3,4%		2,0%	9,6%		26,7%

# ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

## 4- LES SVT

Tableau 15 : Répartition par intervenant des BTCT servis aux adjudications durant l'année 2003

En milliers de dinars

Adjudication	TOTAL	BNAC	STB	BH	SIN	BT	BNA	AMEN BANK	TN VAL	BFT	CITI BK	UIB	UBCI	BIAT	BS	ATB
3/01/022/01/03	5 500								1 500					4 000		
									27,3%					72,7%		
9/01/03	12 000			2 000			10 000									
				16,7%			83,3%									
16/01/03	52 000			3 000	6 000				25 500				4 500	3 000		10 000
				5,8%	11,5%				49,0%				8,7%	5,8%		19,2%
23/01/03	72 000		40 000	1 000	500		20 000		500							10 000
			55,6%	1,4%	0,7%		27,8%		0,7%							13,9%
30/01/03	33 500								26 500				2 000			5 000
									79,1%				6,0%			14,9%
13/02/03	12 500			1 000	4 000				4 000					1 000		2 500
				8,0%	32,0%				32,0%					8,0%		20,0%
20/02/03	5 000			5 000												
				100,0%												
27/02/03	5 000			5 000												
				100,0%												
6/03/03	3 500												3 500			
													100,0%			
13/03/03	11 000			5 000										6 000		
				45,5%										54,5%		
19/03/03	12 000													12 000		
														100,0%		
3/04/03	39 000			4 000										35 000		
				10,3%										89,7%		
10/04/03	20 000												20 000			
													100,0%			
17/04/03	40 500				500											40 000
					1,2%											98,8%
24/04/03	47 500				10 000				5 500		5 000			27 000		
					21,1%				11,6%		10,5%			56,8%		





## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 4- LES SVT

**Tableau 15 : Répartition par intervenant des BTCT servis aux adjudications durant l'année 2003 - Suite 1**

*En milliers de dinars*

Adjudication	TOTAL	BNAC	STB	BH	SIN	BT	BNA	AMEN BANK	TN VAL	BFT	CITI BK	UIB	UBCI	BIAT	BS	ATB
2/05/03	72 000		15 000		20 500				22 500		10 000			4 000		
			20,8%		28,5%				31,3%		13,9%			5,6%		
8/05/03	41 000				20 000				20 000				1 000			
					48,8%				48,8%				2,4%			
15/05/03	21 000				10 000				10 000				1 000			
					47,6%				47,6%				4,8%			
22/05/03	20 000															20 000
																100,0%
29/05/03	21 000						20 000		1 000							
							95,2%		4,8%							
5/06/03	21 500			5 000			10 000		1 500					5 000		
				23,3%			46,5%		7,0%					23,3%		
12/06/03	5 500				500									5 000		
					9,1%									90,9%		
19/06/03	5 000		5 000													
			100,0%													
28/08/03	31 000		10 000		500				3 500				7 000	10 000		
			32,3%		1,6%				11,3%				22,6%	32,3%		
4/09/03	34 500								500				2 000	12 000		20 000
									1,4%				5,8%	34,8%		58,0%
11/09/03	80 000		5 000	1 000	31 000		5 000		31 000					7 000		
			6,3%	1,3%	38,8%		6,3%		38,8%					8,8%		
18/09/03	92 000		15 000	2 000			10 000		40 000					5 000		20 000
			16,3%	2,2%			10,9%		43,5%					5,4%		21,7%
25/09/03	103 100		70 000	2 000	13 000				13 100					5 000		
			67,9%	1,9%	12,6%				12,7%					4,8%		
2/10/03	18 000								8 000					10 000		
									44,4%					55,6%		

## ANNEXES I - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

### 4- LES SVT

Tableau 15 : Répartition par intervenant des BTCT servis aux adjudications durant l'année 2003 - Suite 2

En milliers de dinars

Adjudication	TOTAL	BNAC	STB	BH	SIN	BT	BNA	AMEN BANK	TN VAL	BFT	CITI BK	UIB	UBCI	BIAT	BS	ATB
9/10/03	12 000			2 000	5 000				5 000							
				16,7%	41,7%				41,7%							
16/10/03	24 000				2 500		10 000		2 500				4 000	5 000		
					10,4%		41,7%		10,4%				16,7%	20,8%		
23/10/03	23 500			2 000	7 500				8 000				1 000	5 000		
				8,5%	31,9%				34,0%				4,3%	21,3%		
30/10/03	31 900		5 000		9 800				10 000				1 600	5 000		500
			15,7%		30,7%				31,3%				5,0%	15,7%		1,6%
6/11/03	9 300				1 500		6 000		1 500				300			
					16,1%		64,5%		16,1%				3,2%			
13/11/03	8 400						8 400									
							100,0%									
20/11/03	6 000						5 000						1 000			
							83,3%						16,7%			
27/11/03	10 000	10 000														
		100,0%														
4/12/03	8 500		5 000										3 500			
			58,8%										41,2%			
11/12/03	4 000												4 000			
													100,0%			
18/12/03	5 500	5 000		500												
		90,9%		9,1%												
25/12/03	4 500												4 500			
													100,0%			
<b>TOTAL</b>	<b>1 084 200</b>	<b>185 000</b>	<b>40 000</b>	<b>143 300</b>	<b>85 000</b>	<b>19 400</b>	<b>241 600</b>	<b>15 000</b>	<b>60 900</b>	<b>166 000</b>	<b>128 000</b>					
		17,1%	3,7%	13,2%	7,8%	1,8%	22,3%	1,4%	5,6%	15,3%	11,8%					





## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

### 1 - LA TRANSPARENCE DES OPÉRATIONS

**Tableau 16 : Etat des OPR réalisées durant l'année 2003**

N° de la décision	Date de la décision	Sociétés Visées	Marché	Initiateurs	Capital détenu avant l'offre	Capital détenu à l'issue de l'offre	Période de validité de l'offre	Prix par action	Nombre d'actions	Montant de l'acquisition
8	10 janvier 2003	Société des Stations Thermales et des Eaux Minérales "SOSTEM"	Hors Cote	La SFBT agissant de concert avec la CFDB*	379 822 actions soit 1.899.110 D (97,39%)	383 380 actions soit 1.916.900 D (98,30%)	Du 20 janvier 2003 au 31 janvier 2003 inclus	17,000D	10 178 visées 3 558 acquises	60 486 D
9	19 février 2003	Société Aghir pour le Développement Touristique	Hors Cote	Maghreb Invest SICAF agissant de concert avec d'actionnaires un groupe	38 153 actions soit 953.825 D (95,38%)	38 183 actions soit 954.575D (95,46%)	Du 26 février 2003 au 17 mars 2003 inclus	106,500 D	1 847 visées 30 acquises	3 195 D
10	10 juin 2003	Société "La Glace"	Hors Cote	La Société des Stations Thermales et des Eaux Minérales "SOSTEM"	33 908 actions soit 169.540 D (66,49%)	34 075 actions soit 170.375 D (66,81%)	Du 18 juin 2003 au 31 octobre 2003 inclus (1)	5,000 D	17 092 visées 167 acquises	835 D
11	24 décembre 2003	Société Ateliers Mécaniques du Sahel "AMS"	Cote	La société Tunisienne de Banque agissant de concert avec ses filiales	1 329 246 actions soit 6.646.230 D (79,33%)	1479 134 actions soit 7.395.670 D (88,28%)	Du 29 décembre 2003 au 19 janvier 2004 inclus	3,370 D	346 266 visées 149 888 acquises	505 122,56 D

(1) initialement fixée du 18/06/2003 au 30/09/2003, la période de validité de l'offre a été prorogée au 31/10/2003.

\* CFDB: Compagnie de Fabrication et de Développement des Boissons

**Tableau 17 : Etat des OPA réalisées durant l'année 2003**

N° de la décision	Date de la décision	Sociétés Visées	Marché	Initiateurs	Capital détenu avant l'offre	Capital détenu à l'issue de l'offre	Période de validité de l'offre	Prix par action	Nombre d'actions	Montant de l'acquisition
8	4 août 2003	Société Générale des Supermarchés "TOUTA" (1)	Hors Cote	Société Nouvelle Maison de la Ville de Tunis "SNMVT Monoprix"	369 112 actions soit 1 845 160 D (87,88%)	419 499 actions soit 2 097 495 D (99,88%)	Du 27 août 2003 au 16 septembre 2003 inclus	26,800 D	50 888 visées 50 387 acquises	1 350 371,600 D

(1) OPA obligatoire suite à l'acquisition d'un bloc de contrôle de 87,88% du capital de "TOUTA" par la "SNMVT- Monoprix".

## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

### 1 - LA TRANSPARENCE DES OPÉRATIONS

**Tableau 18 : Etat des emprunts admis au marché obligataire de la cote de la bourse en 2003**

Valeur	Date d'admission	Date d'introduction	Nominal en Dinars	Date d'émission	Taux d'intérêt	Durée	Echéance	Montant souscrit en MD	Nbre de titres	Amortis.	Notation ou Garantie
BTKD 2002	4/02/03	21/02/03	100	19/08/02	7,4%	5 ans	20/11/07	20	200 000	AP	AA-
ATL 2002-1	18/03/03	24/03/03	100	29/07/02	7,4%	5 ans	15/10/07	12	120 000	AP	A
ATL 2002-2	18/03/03	24/03/03	100	31/01/03	7,4%	5 ans	15/04/08	10	100 000	AP	A
VAGA 2003	18/03/03	24/03/03	100	31/01/03	7,5%	7 ans dont 2 ans de franchise	28/03/10	6,5	65 000	AP	BH
SEPCM 2002	18/03/03	24/03/03	100	30/01/03	7,5%	7 ans	31/03/10	5	50 000	AP	BS
CIL 2002-3	18/04/03	28/04/03	100	31/01/03	TMM*+1,25 et/ou 7,5%	7 ans dont 2 ans de franchise	31/03/10	12	120 000	AP	A-
Tunisie Leasing 2002-2	18/04/03	28/04/03	100	31/01/03	7,4%	5 ans	30/04/08	10	100 000	AP	A-
SELIMA CLUB 2002	14/08/03	18/08/03	100	28/04/03	7,5%	7 ans dont 2 ans de franchise	18/06/10	6	60 000	AP	Amen Bank-BIAT
GL 2003-1	14/08/03	18/08/03	100	16/06/03	7,5%	7 ans dont 2 ans de franchise	30/07/10	10	100 000	AP	BBB+ assortie d'une mise sous surveillance avec implication négative
AFRICA 2003	10/09/03	17/09/03	100	14/08/03	7,5%	7 ans dont 2 ans de franchise	16/09/10	10	100 000	AP	BS-BH-ATB-BNA
CIL 2003-1	31/10/03	3/11/03	100	20/08/03	TMM*+1,25 et/ou 7%	7 ans dont 2 ans de franchise	20/10/10	15	150 000	AP	BBB

\* correspond à la moyenne des 12 derniers taux moyens mensuels du marché monétaire précédant la date de paiement des intérêts.

### 2- LE CONTROLE DE L'INFORMATION FINANCIERE

**Tableau 19 : Degré de respect du délai légal de dépôt des déclarations de franchissements des seuils de participation durant l'année 2003**

	Total des déclarations	Déclarations dans les délais	en %	Déclarations avec un retard inférieur à un mois	en %	Déclarations avec un retard de plus d'un mois et moins d'un an	en %	Déclarations avec un retard de plus d'un an	en %	Absence des déclarations
Personnes physiques	8	3	5,36%	3	5,36%	2	3,57%	0	0%	2
Personnes morales	48	24	42,86%	16	28,57%	7	12,50%	1	1,79%	3
<b>Total</b>	<b>56</b>	<b>27</b>	<b>48,21%</b>	<b>19</b>	<b>33,93%</b>	<b>9</b>	<b>16,07%</b>	<b>1</b>	<b>1,79%</b>	<b>5</b>







## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

### 2 - LE CONTROLE DE L'INFORMATION FINANCIERE

**Tableau 20 : Degré de respect par les sociétés admises à la cote de la bourse du délai de dépôt auprès du CMF des états financiers provisoires relatifs au premier semestre de l'année 2003**

Dépôt	Total	ETATS FINANCIERS PROVISOIRES (1er semestre 2003)							
		SECTEUR FINANCIER			Sociétés d'investissements	SERVICES	SECTEUR INDUSTRIEL		
		Banques	Assurances	Leasing			Chimie	Agro- alimentaire	Mécanique
TOTAL SOCIETES	45	11	3	5	3	9	4	4	6
TOTAL SOCIETES AYANT DEPOSE	45	11	3	5	3	9	4	4	6
<i>En pourcentage</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>
DEPÔT DANS LES DELAIS	16	4	0	0	3	4	3	1	1
<i>En pourcentage</i>	<i>35,56%</i>	<i>36,36%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>100%</i>	<i>44,44%</i>	<i>75%</i>	<i>25%</i>	<i>16,67%</i>
DEPÔT EN RETARD	29	7	3	5	0	5	1	3	5
<i>En pourcentage</i>	<i>64,44%</i>	<i>63,64%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>0%</i>	<i>55,56%</i>	<i>25%</i>	<i>75%</i>	<i>83,33%</i>
* Inférieur à 1 mois	25	7	2	5	0	4	0	3	4
<i>En pourcentage</i>	<i>55,56%</i>	<i>63,64%</i>	<i>66,67%</i>	<i>100%</i>	<i>0%</i>	<i>44,44%</i>	<i>0%</i>	<i>75%</i>	<i>66,67%</i>
* Entre 1 et 2 mois	3	0	0	0	0	1	1	0	1
<i>En pourcentage</i>	<i>6,67%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>11,11%</i>	<i>25%</i>	<i>0%</i>	<i>16,67%</i>
* Plus de 2 mois	1	0	1	0	0	0	0	0	0
<i>En pourcentage</i>	<i>2,22%</i>	<i>0%</i>	<i>33,33%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>

Secteur financier (22) : 11 Banques, 3 Assurances, 5 Leasing, 3 Sociétés d'investissement

Secteur des services (9) : Monoprix, PBHT, Simpar, Tunisaïr, SMG, SOTUMAG, SOTETEL, SOTRAPIL, STEQ.

Secteur industriel (14) : 4 Chimie (ALKIMIA, AIR LIQUIDE, ICF, SIPHAT) ; 4 Agro-Alimentaire (SFBT, STIL, TUNISIE LAIT, El Mazraa) ; 6 Mécanique (AMS, SIAME, SOTUVER, Electrostar, STIP, SOMOCER)

## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

### 2 - LE CONTROLE DE L'INFORMATION FINANCIERE

**Tableau 21 : Degré de respect par les sociétés admises à la cote de la bourse du délai de dépôt auprès du CMF des états financiers provisoires tels qu'arrêtés au 31 décembre 2002**

ETATS FINANCIERS PROVISOIRES (Exercice 2002)									
Dépôt	Total	SECTEUR FINANCIER				SERVICES	SECTEUR INDUSTRIEL		
		Banques	Assurances	Leasing	Sociétés d'investissements		Chimie	Agro- alimentaire	Mécanique
TOTAL SOCIETES	45	11	3	5	3	9	4	4	6
TOTAL SOCIETES AYANT DEPOSE	43	11	2	5	3	9	4	3	6
<i>En pourcentage</i>	<i>95,56%</i>	<i>100%</i>	<i>66,67%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>75%</i>	<i>100%</i>
DEPÔT DANS LES DELAIS	16	5	0	0	3	3	2	1	2
<i>En pourcentage</i>	<i>35,56%</i>	<i>45,45%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>100%</i>	<i>33,33%</i>	<i>50%</i>	<i>25%</i>	<i>33,33%</i>
DEPÔT EN RETARD	27	6	2	5	0	6	2	2	4
<i>En pourcentage</i>	<i>60%</i>	<i>54,55%</i>	<i>66,67%</i>	<i>100%</i>	<i>0%</i>	<i>66,67%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>66,67%</i>
* Inférieur à 1 mois	20	5	0	5	0	4	1	1	4
<i>En pourcentage</i>	<i>44,44%</i>	<i>45,45%</i>	<i>0%</i>	<i>100%</i>	<i>0%</i>	<i>44,44%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>66,67%</i>
* Entre 1et 2 mois	5	1	2	0	0	1	0	1	0
<i>En pourcentage</i>	<i>11,11%</i>	<i>9,09%</i>	<i>66,67%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>11,11%</i>	<i>0%</i>	<i>25%</i>	<i>0%</i>
* Plus que 2 mois	2	0	0	0	0	1	1	0	0
<i>En pourcentage</i>	<i>4,44%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>11,11%</i>	<i>25%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>
ABSENCE DE DEPÔT	2	0	1	0	0	0	0	1	0
<i>En pourcentage</i>	<i>4,44%</i>	<i>0%</i>	<i>33,33%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>25%</i>	<i>0%</i>

Secteur financier (22) : 11 Banques, 3 Assurances, 5 Leasing, 3 Sociétés d'investissement.

Secteur des services(9) : Monoprix, PBHT, Simpar, Tunisair, SMG, SOTUMAG, SOTETEL, SOTRAPIL, STEQ.

Secteur industriel (14) : 4 Chimie (ALKIMIA, AIR LIQUIDE, ICF, SIPHAT) ; 4 Agro-Alimentaire (SFBT, STIL, TUNISIE LAIT, El Mazraa) ; 6 Mécanique (AMS, SIAME, SOTUVER, Electrostar, STIP,SOMOCER).





## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

### 2 - LE CONTROLE DE L'INFORMATION FINANCIERE

**Tableau 22 : Degré de respect par les sociétés admises à la cote de la bourse du délai de dépôt auprès du CMF des états financiers définitifs tels qu'arrêtés au 31 décembre 2002**

Dépôt	Total	ETATS FINANCIERS DEFINITIFS (Exercice 2002)								
		SECTEUR FINANCIER				Sociétés d'investissements	SERVICES	SECTEUR INDUSTRIEL		
		Banques	Assurances	Leasing	Chimie			Agro- alimentaire	Mécanique	
TOTAL SOCIETES	45	11	3	5	3	9	4	4	6	
TOTAL SOCIETES AYANT DEPOSE	44	11	3	5	3	9	4	3	6	
<i>En pourcentage</i>	<i>97,78%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>75%</i>	<i>100%</i>	
DEPÔT DANS LES DELAIS	29	9	3	5	1	4	3	2	2	
<i>En pourcentage</i>	<i>64,44%</i>	<i>81,82%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>33,33%</i>	<i>44,44%</i>	<i>75%</i>	<i>50%</i>	<i>33,33%</i>	
DEPÔT EN RETARD	15	2	0	0	2	5	1	1	4	
<i>En pourcentage</i>	<i>33,33%</i>	<i>18,18%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>66,67%</i>	<i>55,56%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>66,67%</i>	
* Inférieur à une semaine	10	1	0	0	1	3	1	0	4	
<i>En pourcentage</i>	<i>22,22%</i>	<i>9,09%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>33,33%</i>	<i>33,33%</i>	<i>25%</i>	<i>0%</i>	<i>66,67%</i>	
* Entre une et deux semaines	3	0	0	0	1	1	0	1	0	
<i>En pourcentage</i>	<i>6,67%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>33,33%</i>	<i>11,11%</i>	<i>0%</i>	<i>25%</i>	<i>0%</i>	
* Plus de 2 semaines	2	1	0	0	0	1	0	0	0	
<i>En pourcentage</i>	<i>4,44%</i>	<i>9,09%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>11,11%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	
ABSENCE DE DEPÔT	1	0	0	0	0	0	0	1	0	
<i>En pourcentage</i>	<i>2,22%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>25%</i>	<i>0%</i>	

Secteur financier (22) : 11 Banques, 3 Assurances, 5 Leasing, 3 Sociétés d'investissement.

Secteur des services (9) : Monoprix, PBHT, Simpar, Tunisair, SMG, SOTUMAG, SOTETEL, SOTRAPIL, STEQ.

Secteur industriel (14) : 4 Chimie ( ALKIMIA, AIR LIQUIDE, ICF, SIPHAT) ; 4 Agro-Alimentaire (SFBT, STIL, TUNISIE LAIT, El Mazraa) ; 6 Mécanique (AMS, SIAME, SOTUVER, Electrostar, STIP,SOMOCER).

## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

### 3 - LES OPCVM

**Tableau 23 : Etat des OPCVM agréés en 2003**

Désignation	Promoteur	Catégorie	Date d'agrément	N° de l'agrément
SICAV AXIS TRESORERIE	AXIS GESTION	SICAV obligataire	13/05/03	2003/1
FCP AXIS CAPITAL PROTEGE	AXIS GESTION	FCP mixte	13/05/03	2003/2

**Tableau 24 : Etat des OPCVM ouverts au public en 2003**

Désignation	Catégorie	Promoteur	Date d'agrément	Date de constitution	Date d'ouverture
SICAV AXIS TRESORERIE	OBLIGATAIRE	AXIS GESTION	13/05/03	24/06/03	1/09/03





## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ

## 3 - LES OPCVM

Tableau 25 : Evolution des souscriptions et des rachats des titres de SICAV

En MD

Désignations	Souscriptions		Rachats		Taux de couverture (Souscriptions/Rachats)		Epargne collectée	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
<b>SICAV OBLIGATAIRES</b>	<b>1 527</b>	<b>1 719</b>	<b>1 454</b>	<b>1 593</b>	<b>105%</b>	<b>108%</b>	<b>73</b>	<b>126</b>
Variation en MD		192		139				53
Variation en %		13%		10%				73%
Part dans l'actif net	105%	107%	100%	99%				
<b>SICAV MIXTES</b>	<b>45</b>	<b>51</b>	<b>60</b>	<b>44</b>	<b>75%</b>	<b>116%</b>	<b>-15</b>	<b>7</b>
Variation en MD		6		-16				22
Variation en %		13%		-27%				-147%
Part dans l'actif net	80%	78%	107%	68%				
<b>TOTAL</b>	<b>1 572</b>	<b>1 770</b>	<b>1 514</b>	<b>1 637</b>	<b>104%</b>	<b>108%</b>	<b>58</b>	<b>133</b>
Variation en MD		198		123				75
Variation en %		13%		8%				129%
Part dans l'actif net	104%	106%	100%	98%				

## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

## 3 - LES OPCVM

Tableau 26 : Evolution des emplois des SICAV en 2003

En Milliers de dinars

LIBELLE	31/12/02		31/03/03		30/06/03		30/09/03		31/12/03		Var. annuelle
	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	
PORTFEUILLE TITRES	906 041	59,96%	920 827	60,23%	947 236	59,92%	996 750	59,25%	1 051 751	62,93%	16,1%
ACTIONS ET											
VALEURS ASSIMILEES	42 874	2,84%	41 158	2,69%	55 799	3,53%	63 699	3,79%	66 668	3,99%	55,5%
ACTIONS ET DROITS	37 473	2,48%	33 022	2,16%	33 618	2,13%	33 911	2,02%	33 243	1,99%	-11,3%
ACTIONS SICAV	5 400	0,36%	8 136	0,53%	22 181	1,40%	29 787	1,77%	33 425	2,00%	519,0%
OBLIGATIONS ET											
VALEURS ASSIMILEES	863 167	57,12%	879 669	57,54%	891 437	56,39%	933 051	55,47%	985 082	58,94%	14,1%
OBLIGATIONS DE SOCIETES	509 434	33,71%	514 015	33,62%	499 953	31,63%	471 728	28,04%	453 896	27,16%	-10,9%
OBLIGATIONS D'ETAT	353 733	23,41%	365 654	23,92%	391 484	24,77%	461 323	27,42%	531 186	31,78%	50,2%
BTA	269 101	17,81%	282 393	18,47%	317 493	20,08%	392 955	23,36%	470 415	28,15%	74,8%
BTNB	84 633	5,60%	83 261	5,45%	73 991	4,68%	68 368	4,06%	60 771	3,64%	-28,2%
PLACEMENTS MONETAIRES											
ET DISPONIBILITES	607 982	40,23%	610 550	39,94%	637 783	40,35%	688 392	40,92%	621 592	37,19%	2,2%
PLACEMENTS MONETAIRES											
ET AUTRES PLACEMENTS											
A COURT TERME	365 020	24,15%	357 821	23,41%	330 573	20,91%	350 424	20,83%	320 305	19,16%	-12,3%
BONS DE TRESOR	85 637	5,67%	115 667	7,57%	131 590	8,32%	114 994	6,84%	106 724	6,39%	24,6%
BILLETS DE TRESORERIE	125 617	8,31%	102 872	6,73%	73 496	4,65%	81 893	4,87%	76 519	4,58%	-39,1%
CERTIFICATS DE DEPOT	153 766	10,18%	139 281	9,11%	125 486	7,94%	153 537	9,13%	137 063	8,20%	-10,9%
DISPONIBILITES	242 961	16,08%	252 730	16,53%	307 211	19,43%	337 968	20,09%	301 287	18,03%	24,0%
AUTRES POSTES DE L'ACTIF	395	0,03%	711	0,05%	2 667	0,17%	808	0,05%	1 239	0,07%	213,6%
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>1 514 418</b>	<b>100,21%</b>	<b>1 532 089</b>	<b>100,22%</b>	<b>1 587 686</b>	<b>100,44%</b>	<b>1 685 951</b>	<b>100,22%</b>	<b>1 674 581</b>	<b>100,19%</b>	<b>10,6%</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>3 229</b>		<b>3 356</b>		<b>6 896</b>		<b>3 773</b>		<b>3 209</b>		<b>-0,6%</b>
<b>ACTIF NET</b>	<b>1 511 189</b>		<b>1 528 731</b>		<b>1 580 793</b>		<b>1 682 179</b>		<b>1 671 373</b>		<b>10,6%</b>





## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

## 3 - LES OPCVM

Tableau 27 : Répartition Sectorielle des portefeuilles des SICAV en 2003

En Milliers de dinars

SECTEUR	31/12/02		31/03/03		30/06/03		30/09/03		31/12/03		Var. annuelle
	Valeur	% du portef.	Valeur	% du portef.	Valeur	% du portef.	Valeur	% du portef.	Valeur	% du portef.	
Assurance	1 180	0,13%	1 146	0,12%	1 312	0,14%	1 268	0,13%	1 252	0,12%	6,12%
Banque	172 947	19,09%	170 434	18,51%	162 793	17,19%	156 503	15,70%	145 976	13,88%	-15,59%
Industriel	30 443	3,36%	43 608	4,74%	42 533	4,49%	42 333	4,25%	40 336	3,84%	32,50%
Leasing	260 855	28,79%	260 687	28,31%	256 889	27,12%	231 389	23,21%	226 834	21,57%	-13,04%
Services	79 791	8,81%	70 032	7,61%	69 014	7,29%	73 203	7,34%	71 579	6,81%	-10,29%
Sociétés d'Investissement	7 091	0,78%	9 267	1,01%	23 344	2,46%	31 034	3,11%	34 587	3,29%	387,78%
<b>TOTAL</b>	<b>552 308</b>	<b>60,96%</b>	<b>555 173</b>	<b>60,29%</b>	<b>555 884</b>	<b>58,68%</b>	<b>535 730</b>	<b>53,75%</b>	<b>520 565</b>	<b>49,50%</b>	<b>-5,75%</b>
PORTEFEUILLE TITRES	906 041		920 827		947 236		996 750		1 051 751		16,08%

## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

### 3 - LES OPCVM

**Tableau 28 : Evolution du nombre des actionnaires des SICAV**

Libellés	déc-94	déc-95	déc-96	déc-97	déc-98	déc-99	déc-00	déc-01	déc-02	déc-03
<b>SICAV</b>										
Actif net (En MD)	451	623	521	681	872	1 102	1 398	1 452	1 511	1671
<i>Variation</i>		38%	-16%	31%	28%	26%	27%	4%	4%	11%
Nombre de porteurs de parts	9 014	16 940	12 492	13 116	16 454	18 521	23 461	24 710	24 612	27 340
<i>Variation</i>		88%	-26%	5%	25%	13%	27%	5%	0%	11%
Actif net/ porteurs de parts (En mD)	50	37	42	52	53	60	60	59	61	61
<b>SICAV OBLIGATAIRE</b>										
Actif net (En MD)	145	201	317	591	783	989	1 264	1 371	1 455	1606
<i>Variation</i>				86%	32%	26%	28%	8%	6%	10%
Nombre de porteurs de parts	2 255	4 672	6 228	10 573	13 284	14 367	18 729	22 222	22 956	25271
<i>Variation</i>				70%	26%	8%	30%	19%	3%	10%
Actif net/ porteurs de parts (En mD)	64	43	51	56	59	69	67	62	63	64
<b>SICAV MIXTES</b>										
Actif net (En MD)	306	422	204	90	89	113	134	81	56	65
<i>Variation</i>				-56%	-1%	27%	19%	-40%	-31%	16%
Nombre de porteurs de parts	6 759	12 268	6 264	2 543	3 170	4 154	4 732	2 488	1 656	2069
<i>Variation</i>				-59%	25%	31%	14%	-47%	-33%	25%
Actif net/ porteurs de parts (En mD)	45	34	33	35	28	27	28	33	34	31







## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

### 3 - LES OPCVM

**Tableau 29 : Evolution des emplois des SICAV obligataires en 2003**

*En Milliers de dinars*

LIBELLE	31/12/02		31/03/03		30/06/03		30/09/03		31/12/03		Var. annuelle
	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	
<b>PORTEFEUILLE TITRES</b>	<b>857 512</b>	<b>58,9%</b>	<b>876 951</b>	<b>59,5%</b>	<b>901 181</b>	<b>59,2%</b>	<b>948 866</b>	<b>58,4%</b>	<b>999 017</b>	<b>62,2%</b>	<b>16,5%</b>
ACTIONS SICAV	3 821	0,3%	6 835	0,5%	20 355	1,3%	28 337	1,7%	31 860	2,0%	
<b>OBLIGATIONS ET</b>											
<b>VALEURS ASSIMILEES</b>	<b>853 691</b>	<b>58,7%</b>	<b>870 116</b>	<b>59,0%</b>	<b>880 826</b>	<b>57,9%</b>	<b>920 529</b>	<b>56,6%</b>	<b>967 157</b>	<b>60,2%</b>	<b>13,3%</b>
OBLIGATIONS DE SOCIETES	502 114	34,5%	506 600	34,4%	491 768	32,3%	462 513	28,4%	444 534	27,7%	-11,5%
OBLIGATIONS D'ETAT	351 577	24,2%	363 516	24,7%	389 058	25,6%	458 015	28,2%	522 622	32,5%	48,7%
BTA	267 646	18,4%	280 970	19,1%	315 575	20,7%	390 424	24,0%	462 643	28,8%	72,9%
BTNB	83 931	5,8%	82 546	5,6%	73 482	4,8%	67 592	4,2%	59 979	3,7%	-28,5%
<b>PLACEMENTS MONETAIRES</b>											
<b>ET DISPONIBILITES</b>	<b>599 023</b>	<b>41,2%</b>	<b>599 533</b>	<b>40,7%</b>	<b>625 136</b>	<b>41,1%</b>	<b>679 475</b>	<b>41,8%</b>	<b>608 830</b>	<b>37,9%</b>	<b>1,6%</b>
<b>PLACEMENTS MONETAIRES</b>											
<b>ET AUTRES PLACEMENTS</b>											
<b>A COURT TERME</b>	<b>358 079</b>	<b>24,6%</b>	<b>351 520</b>	<b>23,8%</b>	<b>325 474</b>	<b>21,4%</b>	<b>346 096</b>	<b>21,3%</b>	<b>314 766</b>	<b>19,6%</b>	<b>-12,1%</b>
BONS DE TRESOR	80 995	5,6%	110 066	7,5%	126 991	8,3%	111 465	6,9%	103 680	6,5%	28,0%
BILLETS DE TRESORERIE	125 317	8,6%	102 572	7,0%	73 496	4,8%	81 094	5,0%	74 023	4,6%	-40,9%
CERTIFICATS DE DEPOT	151 766	10,4%	138 881	9,4%	124 987	8,2%	153 537	9,4%	137 063	8,5%	-9,7%
DISPONIBILITES	240 944	16,6%	248 014	16,8%	299 662	19,7%	333 379	20,5%	294 064	18,3%	22,0%
AUTRES POSTES DE L'ACTIF	182	0,0%	480	0,0%	1 781	0,1%	435	0,0%	848	0,1%	366,6%
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>1 456 716</b>	<b>100,1%</b>	<b>1 476 964</b>	<b>100,2%</b>	<b>1 528 098</b>	<b>100,4%</b>	<b>1 628 776</b>	<b>100,2%</b>	<b>1 608 694</b>	<b>100,1%</b>	<b>10,4%</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>2 046</b>		<b>2 359</b>		<b>5 690</b>		<b>2 883</b>		<b>2 339</b>		<b>14,3%</b>
<b>ACTIF NET</b>	<b>1 454 670</b>		<b>1 474 606</b>		<b>1 522 411</b>		<b>1 625 894</b>		<b>1 606 355</b>		<b>10,4%</b>

## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

### 3 - LES OPCVM

**Tableau 30 : Répartition sectorielle des portefeuilles des SICAV obligataires en 2003**

SECTEUR	31/12/02		31/03/03		30/06/03		30/09/03		31/12/03		Var. annuelle
	Valeur	% du portef.	Valeur	% du portef.	Valeur	% du portef.	Valeur	% du portef.	Valeur	% du portef.	
Banque	153 280	17,9%	153 166	17,5%	145 012	16,1%	138 561	14,6%	138 555	13,9%	-9,6%
Industriel	23 504	2,7%	36 779	4,2%	36 155	4,0%	35 946	3,8%	35 940	3,6%	52,9%
Leasing	252 575	29,5%	253 830	28,9%	249 546	27,7%	223 597	23,6%	223 591	22,4%	-11,5%
Services	72 755	8,5%	62 720	7,2%	61 024	6,8%	64 646	6,8%	64 640	6,5%	-11,2%
Actions SICAV	3 821	0,4%	6 835	0,8%	20 355	2,3%	28 337	3,0%	28 337	2,8%	
<b>TOTAL</b>	<b>505 935</b>	<b>59,0%</b>	<b>513 330</b>	<b>58,5%</b>	<b>512 092</b>	<b>56,8%</b>	<b>491 087</b>	<b>51,8%</b>	<b>491 063</b>	<b>49,2%</b>	<b>-2,9%</b>
PORTEFEUILLE TITRES	857 512		876 951		901 181		948 866		999 017		16,5%





## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

### 3 - LES OPCVM

**Tableau 31 : Evolution des emplois des SICAV mixtes en 2003**

*En Milliers de dinars*

LIBELLE	31/12/02		31/03/03		30/06/03		30/09/03		31/12/03		Var. annuelle
	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	
PORTEFEUILLE TITRES	48 529	85,9%	43 876	81,1%	46 055	78,9%	47 885	85,1%	52 734	81,1%	8,7%
<b>ACTIONS ET VALEURS</b>											
ASSIMILEES	39 053	69,1%	34 323	63,4%	35 444	60,7%	35 362	62,8%	34 808	53,5%	-10,9%
ACTIONS ET DROITS	37 473	66,3%	33 022	61,0%	33 618	57,6%	33 911	60,2%	33 243	51,1%	-11,3%
ACTIONS SICAV	1 580	2,8%	1 301	2,4%	1 826	3,1%	1 450	2,6%	1 565	2,4%	-0,9%
<b>OBLIGATIONS ET VALEURS</b>											
ASSIMILEES	9 476	16,8%	9 553	17,6%	10 611	18,2%	12 524	22,3%	17 926	27,6%	89,2%
OBLIGATIONS DE SOCIETES	7 320	13,0%	7 414	13,7%	8 184	14,0%	9 216	16,4%	9 362	14,4%	27,9%
OBLIGATIONS D'ETAT	2 157	3,8%	2 138	4,0%	2 427	4,2%	3 308	5,9%	8 564	13,2%	297,1%
BTA	1 455	2,6%	1 423	2,6%	1 918	3,3%	2 531	4,5%	7 772	12,0%	434,2%
BTNB	702	1,2%	715	1,3%	509	0,9%	776	1,4%	792	1,2%	12,8%
<b>PLACEMENTS MONETAIRES</b>											
ET DISPONIBILITES	8 959	15,9%	11 017	20,4%	12 647	21,7%	8 917	15,8%	12 763	19,6%	42,5%
<b>PLACEMENTS MONETAIRES</b>											
<b>ET AUTRES PLACEMENTS</b>											
A COURT TERME	6 942	12,3%	6 301	11,6%	5 099	8,7%	4 328	7,7%	5 539	8,5%	-20,2%
BONS DE TRESOR	4 642	8,2%	5 602	10,3%	4 599	7,9%	3 528	6,3%	3 044	4,7%	-34,4%
BILLETS DE TRESORERIE	300	0,5%	300	0,6%		0,0%	799	1,4%	2 495	3,8%	732,6%
CERTIFICATS DE DEPOT	2 000	3,5%	400	0,7%	499	0,9%		0,0%		0,0%	-100,0%
DISPONIBILITES	2 017	3,6%	4 716	8,7%	7 549	12,9%	4 589	8,2%	7 223	11,1%	258,1%
AUTRES POSTES DE L'ACTIF	213	0,4%	231	0,4%	886	1,5%	373	0,7%	391	0,6%	83,6%
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>57 701</b>	<b>102,1%</b>	<b>55 124</b>	<b>101,8%</b>	<b>59 588</b>	<b>102,1%</b>	<b>57 175</b>	<b>101,6%</b>	<b>65 887</b>	<b>101,3%</b>	<b>14,2%</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>1 183</b>		<b>998</b>		<b>1 207</b>		<b>890</b>		<b>870</b>		<b>-26,5%</b>
<b>ACTIF NET</b>	<b>56 518</b>		<b>54 126</b>		<b>58 382</b>		<b>56 285</b>		<b>65 018</b>		<b>15,0%</b>

## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

### 3 - LES OPCVM

**Tableau 32 : Répartition sectorielle des portefeuilles des SICAV mixtes en 2003**

*En Milliers de dinars*

SECTEUR	31/12/02		31/03/03		30/06/03		30/09/03		31/12/03		Var. annuelle
	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	Valeur	% de l'actif net	
Assurance	1 180	2,1%	1 146	2,1%	1 312	2,2%	1 268	2,3%	1 252	1,9%	6,1%
Actions	1 180	2,1%	1 146	2,1%	1 312	2,2%	1 268	2,3%	1 252	1,9%	6,1%
Banque	19 667	34,8%	17 268	31,9%	17 781	30,5%	17 942	31,9%	17 725	27,3%	-9,9%
Actions	19 130	33,8%	16 977	31,4%	17 301	29,6%	17 518	31,1%	17 303	26,6%	-9,5%
Obligations de sociétés	537	1,0%	291	0,5%	480	0,8%	423	0,8%	421	0,6%	-21,6%
Industriel	6 939	12,3%	6 775	12,5%	6 362	10,9%	6 355	11,3%	6 254	9,6%	-9,9%
Actions	5 843	10,3%	5 110	9,4%	5 036	8,6%	5 008	8,9%	4 825	7,4%	-17,4%
Obligations de sociétés	1 096	1,9%	1 665	3,1%	1 325	2,3%	1 347	2,4%	1 428	2,2%	30,3%
Leasing	8 280	14,7%	6 857	12,7%	7 343	12,6%	7 792	13,8%	7 883	12,1%	-4,8%
Actions	4 028	7,1%	2 852	5,3%	2 450	4,2%	2 238	4,0%	2 142	3,3%	-46,8%
Obligations de sociétés	4 253	7,5%	4 004	7,4%	4 893	8,4%	5 553	9,9%	5 741	8,8%	35,0%
Services	7 036	12,4%	7 259	13,4%	7 843	13,4%	8 525	15,1%	8 330	12,8%	18,4%
Actions	5 602	9,9%	5 805	10,7%	6 356	10,9%	6 633	11,8%	6 557	10,1%	17,1%
Obligations de sociétés	1 434	2,5%	1 454	2,7%	1 487	2,5%	1 892	3,4%	1 772	2,7%	23,6%
Société d'Investissement	3 270	5,8%	2 432	4,5%	2 988	5,1%	2 697	4,8%	2 727	4,2%	-16,6%
Actions SICAF et SICAR	1 690	3,0%	1 131	2,1%	1 163	2,0%	1 247	2,2%	1 162	1,8%	-31,3%
Actions SICAV	1 580	2,8%	1 301	2,4%	1 826	3,1%	1 450	2,6%	1 565	2,4%	-0,9%
PORTEFEUILLE TITRES	48 529	85,9%	43 876	81,1%	46 055	78,9%	47 885	85,1%	52 734	81,1%	8,7%





## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

### 3 - LES OPCVM

Tableau 33 : Ventilation des actifs gérés par les SICAV obligataires au 31/12/2003

en dinars

Désignation	ALYSSA SICAV	AMEN PREMIERE SICAV	CAP OBLIG SICAV	FIDELITY OBLIGATIONS SICAV	GENERALE OBLIG.SICAV	INTERNATIO- NALE OBLIGA- TAIRE SICAV	PLACEMENT OBLIGATAIRE SICAV	SANADETT SICAV	SICAV BH OBLIGATAIRE	SICAV L'EPARGNANT	SICAV MILLENIUM	SICAV RENDEMENT	SICAV TRESOR	SUD OBLIGA- TAIRE SICAV	TUNISIE SICAV	UNIVERS OBLIGATIONS SICAV	SICAV AXIS TRÉSORERIE	TOTAL
Date d'ouverture	15/01/93	2/10/95	17/12/01	20/05/02	1/06/01	7/10/98	6/01/97	1/11/00	10/11/97	20/02/97	22/06/01	2/11/92	3/02/97	1/11/00	20/07/92	16/10/00	1/09/030	
PORTFEUILLE TITRES	94 019 517	126 652 057	12 930 321	16 687 639	3 092 596	14 874 491	89 937 337	30 527 450	19 694 004	108 316 809	4 686 569	176 212 596	151 274 402	21 531 303	118 415 728	7 688 860	2 475 583	999 017 262
TITRES SICAV		14 354 889		2 090 638	251 147		5 580 638	638 644			49 787				8 228 094	506 840	159 758	31 860 435
OBLIGATIONS DE SOCIETES	48 156 432	88 608 342	2 176 819	6 770 577	2 638 645	11 050 715	58 475 551	7 903 238	9 737 432	69 913 994	2 240 333	37 535 155	32 139 545	11 395 302	52 078 194	3 261 736	452 411	444 534 421
OBLIGATIONS D'ETAT	45 863 085	23 688 826	10 753 502	7 826 424	202 804	3 823 776	25 881 148	21 985 568	9 956 572	38 402 815	2 396 449	138 677 441	119 134 857	10 136 001	58 109 440	3 920 284	1 863 414	522 622 406
BTA	35 474 996	10 892 582	10 753 502	7 826 424	202 804	3 823 776	25 769 321	21 985 568	9 956 572	33 273 496	2 396 449	123 835 490	111 184 089	10 136 001	49 348 656	3 920 284	1 863 414	462 643 424
BTNB	10 388 089	12 796 244					111 827			5 129 319		14 841 951	7 950 768		8 760 784			59 978 982
PLACEMENTS MONETAIRES ET AUTRES																		
PLACEMENTS A COURT TERME	29 783 782	298 722	6 016 237	10 837 771	247 095	736 046	6 848 164	5 972 164	2 997 114	46 760 231	198 392	101 183 955	37 893 172	11 907 239	50 655 089	1 983 191	447 472	314 765 837
BONS DU TRESOR	25 285 068		6 016 237			94 821	6 848 164			5 182 793			36 507 223	11 907 239	10 337 767	1 500 325		103 679 637
BILLETS DE TRESORERIE	999 714	298 722		10 837 771	247 095	641 225		5 972 164		12 596 714	198 392	1 090 916	1 385 949		38 824 477	482 866	447 472	74 023 477
CERTIFICATS DE DEPOT	3 499 001								2 997 114	28 980 724		100 093 039			1 492 845			137 062 723
LIQUIDITES	28 970	159 011 396	826 936	14 964 548	1 716 156	3 169 982	20 411 597	23 141	12 683 359	5 954 255	385 548	60 885 422	327	48 781	13 174 695	438 849	339 737	294 063 699
CREANCES D'EXPLOITATION	209 664		17 178	15 799	3 195	14 539		83 083		74 579	1 578	41 966			182 647			644 228
AUTRES ACTIFS	11 121	71 752					91 215				15 670			1 997	4 930		6 606	203 291
TOTAL ACTIF	124 053 055	286 033 927	19 790 671	42 505 757	5 059 042	18 795 059	117 288 313	36 605 838	35 374 477	161 105 874	5 287 757	338 323 939	189 167 901	33 489 320	182 433 089	10 110 900	3 269 398	1 608 694 317
TOTAL PASSIF	256 818	167 133	18 885	75 359	23 676	48 512	284 108	59 644	259 329	129 416	17 578	100 749	133 694	149 055	585 533	24 634	5 062	2 339 185
ACTIF NET	123 796 237	285 866 794	19 771 786	42 430 398	5 035 366	18 746 547	117 004 205	36 546 194	35 115 148	160 976 458	5 270 179	338 223 190	189 034 207	33 340 265	181 847 556	10 086 266	3 264 336	1 606 355 132
CAPITAL	118 095 933	273 556 840	18 912 631	40 567 443	4 792 501	17 886 813	111 450 657	34 714 314	33 631 177	154 035 231	5 010 451	324 557 762	180 104 596	31 765 797	174 318 175	9 624 299	3 231 723	1 536 256 343
SOMMES DISTRIBUABLES	5 700 304	12 309 954	859 155	1 862 955	242 865	859 734	5 553 548	1 831 880	1 483 971	6 941 227	259 728	13 665 428	8 929 611	1 574 468	7 529 381	461 967	32 613	70 098 789
NOMBRES D'ACTIONNAIRES	1 622	3 639	317	758	220	199	1 019	318	295	2 270	21	4 628	3 124	184	6 450	188	19	25 271
NOMBRES DE TITRES	1 181 821	2 728 374	189 108	403 462	47 944	177 530	1 113 700	339 201	336 491	1 557 867	12 181	3 242 590	1 800 548	317 682	1 765 980	96 216	32 125	15 342 820
VALEURS LIQUIDATIVES	104,750	104,776	104,553	105,178	105,026	105,596	105,058	107,742	104,357	103,331	106,440	104,306	104,996	104,949	102,973	104,829	101,614	

## ANNEXES II - L'ACTIVITÉ DU CMF

## 3 - LES OPCVM

Tableau 34 : Ventilation des actifs gérés par les SICAV mixtes au 31/12/2003

en dinars

Désignation	ARABIA SICAV	HANNIBAL SICAV	SALAMBO SICAV	SICAV AMEN	SICAV BDET	SICAV BH PLACEMENT	SICAV BNA	SICAV CROISSANCE	SICAV L'INVESTISSEUR	SICAV OPPORTUNITY	SICAV PLACEMENTS	SICAV PLUS	SICAV PREMIUM	SICAV PROSPERITY	SICAV SECURITY	SUD VALEURS SICAV	UNION VALEURS SICAV	UNIVERS ACTIONS SICAV	TOTAL
Date d'ouverture	15/08/94	17/05/99	1/02/99	1/10/92	1/02/95	22/09/94	8/12/93	17/11/00	30/03/94	1/11/01	22/03/94	17/05/93	22/06/01	25/04/94	26/07/99	22/03/94	25/12/94	10/04/00	
PORTFEUILLE TITRES	3 125 438	822 413	788 985	6 221 136	632 792	2 963 840	1 928 503	4 459 590	717 325	842 306	12 727 323	2 059 106	1 003 558	2 544 948	810 975	10 216 276	642 915	226 183	52 733 613
ACTIONS ET VALEURS ASSIMILEES	2 919 868	225 872	296 821	471 067	374 148	2 593 164	1 928 503	3 989 944	521 839	141 917	10 321 313	134 918	795 670	0	147 209	9 082 862	636 748	226 183	34 808 046
ACTIONS ET DROITS	2 713 616	170 885	243 195	263	337 984	2 475 461	1 881 234	3 989 944	478 442	141 917	10 321 313	246	395 565	0	147 209	9 082 862	636 748	226 183	33 243 068
ACTIONS SICAV	206 252	54 987	53 625	470 805	36 164	117 702	47 269		43 397			134 672	400 105						1 564 978
OBLIGATIONS ET VALEURS ASSIMILEES	205 570	596 542	492 164	5 750 069	258 644	370 677	0	469 646	195 486	700 389	2 406 010	1 924 188	207 888	2 544 948	663 767	1 133 414	6 166	0	17 925 566
OBLIGATIONS DE SOCIETES	205 570	120 177	306 814	2 524 473	258 644	370 677		469 646	195 486	183 597	2 217 465	310 539	207 888	234 353	663 767	1 086 792	6 166		9 362 054
OBLIGATIONS D'ETAT	0	476 365	185 350	3 225 596	0	0	0	0	0	516 792	188 545	1 613 649	0	2 310 595	0	46 621	0	0	8 563 512
BTA		476 365	185 350	2 799 924						516 792		1 613 649		2 179 599					7 771 678
BTNB				425 672										130 996		46 621			791 834
PLACEMENTS MONETAIRES ET																			
AUTRES PLACEMENTS A COURT TERME	497 129	184 170	241 480	1 998 252	0	0	484 114	0	319 845	210 003	0	340 622	0	635 516	628 264	0	0	0	5 539 396
BONS DU TRESOR		184 170	241 480				484 114		319 845	210 003		340 622		635 516	628 264				3 044 015
BILLETTS DE TRESORERIE	497 129			1 998 252															2 495 381
DISPONIBILITES	293 755	68 530	17 581	1 870 130	359 253	678 178	681	1 061 446	132 323	37	747 989	390 881	31 406	744	3 872	792 493	14	773 897	7 223 211
CREANCES D'EXPLOITATION					11 980	280 000			2 197				992	3 500		8 864			307 533
AUTRES ACTIFS		3 112	1 018	15 685	348			26 315				887	2 245				33 883		83 492
TOTAL ACTIF	3 916 322	1 078 226	1 049 064	10 105 204	1 004 373	3 922 018	2 413 298	5 547 350	1 171 691	1 052 346	13 475 312	2 791 496	1 038 201	3 184 708	1 443 112	11 017 633	676 811	1 000 080	65 887 245
TOTAL PASSIF	58 986	24 933	35 904	372	12 951	326 624	39 092	6 293	3 193	11 697	123 096	8 824	8 571	12 615	1 705	145 299	25 094	24 280	869 529
ACTIF NET	3 857 337	1 053 293	1 013 160	10 104 832	991 421	3 595 394	2 374 207	5 541 057	1 168 496	1 040 648	13 352 216	2 782 672	1 029 630	3 172 093	1 441 407	10 872 335	651 717	975 799	65 017 714
CAPITAL	3 662 785	1 017 147	983 970	9 633 569	950 294	3 362 453	2 274 294	5 303 888	1 135 774	1 001 836	12 635 463	2 681 854	992 654	3 019 998	1 385 190	10 306 016	625 865	971 810	61 944 860
SOMMES DISTRIBUABLES	194 552	36 147	29 190	471 263	41 127	232 941	99 913	237 169	32 722	38 812	716 753	100 818	36 976	152 095	56 218	566 318	25 852	3 989	3 072 854
NOMBRES D'ACTIONNAIRES	36	54	43	106	20	248	250	11	71	11	18	787	21	53	118	85	97	40	1 821
NOMBRES DE TITRES	85 141	15 615	10 718	421 692	22 659	112 517	38 983	56 695	18 536	10 116	18 877	82 757	12 181	31 276	133 021	159 916	63 127	19 893	1 313 720
VALEURS LIQUIDATIVES	42,501	67,453	94,528	23,962	43,754	104,357	60,903	97,734	63,039	102,871	707,327	33,625	84,528	101,422	10,836	67,988	10,322	49,052	

