

**ETUDE DE DIAGNOSTIC ET DE
RECOMMANDATIONS POUR LE DEVELOPPEMENT
DES MARCHES DE CAPITAUX EN TUNISIE**

SMART Finance

4 bis Rue Amine El Abassi
1002 Tunis Tunisie
216 71 788 602
abj.smartfinance@planet.tn

GMA *Capital Markets*

Warnford Court
29 Throgmorton Street
London EC2N 2AT England
207 920 0555
www.gma.co.uk

PREFACE

La présente étude rentre dans le cadre du troisième projet d'appui à la compétitivité de l'économie (PACE 3). Elle a été commandée par le Conseil du Marché Financier suite à une initiative conjointe avec la Banque Mondiale et financée par un don du Gouvernement Japonais dans le cadre des études liées aux réformes du secteur financier.

L'objet de ce rapport est de procéder à un diagnostic du marché de capitaux en Tunisie en faisant ressortir les facteurs de blocage qui continuent à freiner son développement. L'analyse et l'examen approfondi des différentes composantes du marché de capitaux permettra de cerner les faiblesses et de proposer les actions correctives les plus adaptées.

Ce rapport a été élaboré une équipe d'experts appartenant aux sociétés Smart Finance et GMA Capital Markets. Cette équipe a été conduite par Ahmed Ben Jemâa et est composée de Christian Van Zeller, Mark Saint Gilles, Thouraya Hammami, Sami Achour, Ramzi Bani, Jalel Henchiri, Ilyès Abdeljaoued, Evelyne Garside et Pascal Vanacker.

SMART Finance est une société de conseil qui s'est spécialisée dans l'analyse financière des sociétés cotées à la bourse de Tunis, le conseil des investisseurs institutionnels étrangers pour leurs investissements de portefeuille et l'ingénierie financière pour le compte de sociétés privées tunisiennes et étrangères.

GMA Capital Markets Limited (GMA) offre des services de conseil, soutien et formation aux institutions, banques et autres établissements financiers dans les marchés émergents où elle a mené des missions dans 24 pays différents. La société est spécialisée dans la régulation et le développement des marchés financiers et de leurs institutions, la privatisation et restructuration, et la formation des professionnels du secteur financier.

Les auteurs de ce rapport espèrent que les analyses qui y sont présentées et les recommandations qui y sont proposées représenteront des options et un plan de développement pour les pouvoirs publics afin de poursuivre la réforme du marché de capitaux et d'améliorer sa performance et son rôle dans le financement de l'économie.

REMERCIEMENTS

Les auteurs et membres des cabinets SMART Finance et GMA-Capital Markets remercient tout particulièrement les membres du comité de pilotage qui ont contribué par leurs remarques et réflexions à la bonne conduite de l'Etude :

M. Béchir El Younsi, Président du CMF ; **M. Férid El Kobbi**, superviseur de l'Etude- Collège du CMF ; **M. Fayçal Lakhoua** , Collège du CMF ; **M. Mokhtar Ben Cheikh Ahmed**, Collège du CMF ; **Mme Héla Ben Miled**, Collège du CMF ; **M. Néjib Hajri**, Collège du CMF ; **M. Maher Zouari**, Ministère des Finances ; **M. Mokhtar El Khélifi**, BCT ; **Mme Sonia Sahli**, BCT ; **M. Abderraouf Boudabbous**, BVMT ; **M. Hatem Dallagi**, CMF ; **M. Sofiane Hammami**, CMF.

Les auteurs tiennent, également, à remercier :

- Les représentants de la Banque Mondiale pour leurs commentaires : **M. Dimitri Vittas** et **M. Hamid Alavi** ;

- Les dirigeants et responsables des sociétés et groupes qui ont accepté de répondre aux questionnaires et de communiquer leurs états financiers pour les besoins de l'enquête conduite dans le cadre de l'Etude.

Par ailleurs, les auteurs ne peuvent omettre l'apport utile fourni par les différents interlocuteurs praticiens rencontrés pendant les différentes phases de l'Etude. Toute personne interviewée a servi par sa compétence reconnue dans sa propre discipline à éclairer plusieurs aspects touchant au secteur financier tunisien. Nous citons notamment les organismes publics et privés dont la disponibilité du personnel a facilité l'appréhension de plusieurs facteurs clés de l'environnement couvrant le sujet de l'Etude : le ministère des finances, la Banque Centrale de Tunisie, la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, l'Institut National de la Statistique, l'Institut d'Economie Quantitative, les intermédiaires en Bourse, les cabinets de commissaires aux comptes, les Sociétés cotées et les différentes institutions participantes dans la vie économique et boursière en Tunisie.

Finalement, un remerciement spécial est adressé aux personnes qui ont contribué à la conception matérielle du rapport sous sa forme finale.

SMART Finance

Ahmed Ben Jemaa

GMA Capital Markets

Ian Robinson

DEVISES ET TAUX DE CHANGE

Unité monétaire = Dinar tunisien (DT)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
DT par \$US, Moyenne de la période	0,9747	1,1029	1,1374	1,1884	1,3716	1,4390
DT par \$US, Fin d'année	1,0003	1,1475	1,101	1,2525	1,3853	1,4683
DT par Euro*, Moyenne de la période	1,2172	1,2412	1,2702	1,2646	1,2633	1,2878
DT par Euro*, Fin d'année	1,2424	1,2569	1,2829	1,269	1,2897	1,2982

**Cours de l'Ecu avant l'introduction de l'Euro en 1999.*

ABREVIATIONS ET ACRONYMES

ADP	Action à Dividende Prioritaire
AFD	Agence Française de Développement
AGO	Assemblée Générale Ordinaire
AIB	Association des Intermédiaires en Bourse
AIL	Arab International Lease
ALM	Asset Liability Management
APB	Association Professionnelle des Banques Tunisiennes
APE	Appel Public à l'Epargne
BCT	Banque Centrale de Tunisie
BEI	Banque Européenne d'Investissement
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
BNA	Banque Nationale Agricole
BNDT	Banque Nationale de Développement Touristique
BS	Banque de Sud
BT	Banque de Tunisie
BTB	Bon du Trésor Assimilable
BTCT	Bon du Trésor à Court Terme
BTEI	Banque de Tunisie et des Emirats d'Investissement
BTGD	Banque Tuniso-Koweïtienne de Développement
BTNB	Bon du Trésor Négociable en Bourse
BTQI	Banque Tuniso-Qatarie d'Investissement
BVMT	Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis
CA	Chiffre d'Affaires
CC	Commissaire aux Comptes
CAREPP	Commission d'Assainissement et de Restructuration des Entreprises à Participation publique
CDVM	Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (Maroc)
CEA	Compte Epargne en Actions

CNCC	Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes
CMF	Conseil du Marché Financier
CNRPS	Caisse Nationale de Retraite et de Prévoyance Sociale
CNSS	Caisse Nationale de Sécurité Sociale
COB	Commission des Opérations de Bourse (France)
CSI	Commission Supérieure d'Investissement
CTB	Commission sur les transactions boursières
DPS	Droit Préférentiel de Souscription
DH	Dirham marocain
DT	Dinar tunisien
EO	Emprunt Obligataire
FBCF	Formation Brute de Capital Fixe
FCP	Fonds Communs de placement
FCPE	Fond Commun de Placement Entreprise
FIBV	Fédération Internationale des Bourses de Valeurs
FTUSA	Fédération Tunisienne des Sociétés d'Assurances
HT	Hors Taxes
IASC	International Accounting Standard Committee
IEQ	Institut d'Economie Quantitative
INNORPI	Institut National de la Normalisation et de la Propriété Industrielle
INS	Institut National de la Statistique
IRVM	Impôt sur le Revenu des Valeurs Mobilières
IS	Impôt sur les Sociétés
JDP	Journal des Débats Parlementaires
LMT	Long et Moyen Terme
MD	Millier de Dinars tunisiens
MD	Million de Dinars tunisiens
NTIC	Nouvelles Technologies de l'information et de la Communication
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
OECT	Ordre des Experts-Comptables de Tunisie
OP	Offre Publique
OPA	Offre Publique d'Achat
OPCVM	Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
OPF	Offre à prix Ferme
OPM	Offre de mise en vente à Prix Minimal
OPV	Offre Publique de Vente
PBHT	Palm Beach Hotels
PEA	Plan d'Epargne en Actions
PIB	Produit Intérieur Brut
PME	Petite et Moyenne Entreprise
RGB	Règlement Général de la Bourse
SA	Société Anonyme
SARL	Société à Responsabilité limitée
SFAF	Société Française des Analystes Financiers (France)
SFBT	Société Frigorifique et Brasserie de Tunis
SI	Société d'Investissement
SIAME	Société Industrielle d'Appareillage et de Matériel Electrique
SICAF	Société d'Investissement à Capital Fixe
SICAR	Société d'Investissement à Capital Risque
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SIS	Social Insurance System (Egypte)
SNDP	Société Nationale de Distribution de Pétrole
SFI (IFC)	Société Financière Internationale
SOTETEL	Société Tunisienne d'Entreprises et de Télécommunication
SOTRAPIL	Société du Transport des Hydrocarbures par Pipeling
SPDIT	Société de Placement et de Développement Industriel et Touristique
STAR	Société Tunisienne d'Assurances et de Réassurances

STB	Société Tunisienne de Banque
SVT	Spécialiste en Valeurs de Trésor
TAO	Taux des Appels d'Offres
TCN	Titres de Créance Négociables
TIB	Tunis International Bank
TL	Tunisie Leasing
TMM	Taux du Marché Monétaire
TTC	Toutes Taxes Comprises
TUNISAIR	Société Tunisienne de l'Air
UBCI	Union Bancaire pour le Commerce et l'Industrie
UIB	Union Internationale des Banques
UTL	Union Tunisienne de Leasing
VL	Valeur Liquidative

ABSTRACT

Après dix années de réformes, les marchés de capitaux en Tunisie, essentiellement le marché financier, n'ont encore qu'une modeste contribution dans le financement de l'économie alors que leur fonction principale est d'allouer les ressources d'épargne vers les emplois productifs afin de contribuer à la croissance et au développement de l'économie.

Le développement du marché financier nécessite que des correctifs soient apportés aux facteurs actuels de blocage. En priorité, il faudra réduire l'éviction des financements directs par les financements bancaires par le respect des nouvelles règles déjà entrées en vigueur en matière de liquidité et de transparence, mais aussi par la modernisation des techniques de gestion du risque bancaire. Il faudra également améliorer la transparence des sociétés tunisiennes et favoriser l'émergence de structures de groupes ayant une taille et organisation adaptée au marché financier. Enfin, l'épargne à moyen et long terme devra être fortement développée grâce à la dynamisation de l'investissement institutionnel sous toutes ses formes.

Le développement du marché financier nécessite une impulsion de l'Etat qui continue à jouer un rôle prépondérant dans l'économie tunisienne. La privatisation de certaines sociétés publiques opérant dans des secteurs phares de l'économie est une étape incontournable à l'enrichissement de la cote de la bourse, à l'amélioration de sa profondeur et sa liquidité. La modernisation de la gestion de la dette intérieure par le développement d'émissions longues et d'un marché secondaire est par ailleurs un axe primordial du développement du marché obligataire.

Enfin, toutes ces actions doivent être accompagnées par une amélioration notable de la transparence et l'intégrité du marché afin d'accroître la confiance de l'ensemble des participants dans la régularité et la fiabilité de toutes les opérations sur le marché. Le renforcement de la liquidité et de la culture boursière par des actions adaptées de promotion devraient permettre d'améliorer la perception et le fonctionnement du marché financier.

L'ensemble des actions proposées nécessitent une très bonne synchronisation afin de créer une symbiose et une dynamique susceptibles de renforcer l'efficacité du plan de développement recommandé. En libérant les forces de marché, en améliorant la transparence et en rationalisant les pratiques de financement, les conditions seront alors réunies pour un véritable décollage des marchés de capitaux en Tunisie.

SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE	10
 CHAPITRE 1: BILAN DE L'EXPERIENCE DU MARCHE FINANCIER TUNISIEN	12
I - EVOLUTION ET POSITIONNEMENT DU MARCHE FINANCIER	13
II - LE RECOURS AU MARCHE FINANCIER	22
 CHAPITRE 2: L'OFFRE DE TITRES.....	31
I - CARACTERISTIQUES DE L'ENTREPRISE TUNISIENNE PRIVEE	32
II - CARACTERISTIQUES DE L'ENTREPRISE PUBLIQUE ET DU TRESOR.....	40
III - L'ENTREPRISE TUNISIENNE ET LE SYSTEME BANCAIRE	58
IV - L'ENTREPRISE TUNISIENNE ET LE MARCHE FINANCIER	70
 CHAPITRE 3 : LA DEMANDE DE TITRES.....	87
I - L'EPARGNE EN TUNISIE	88
II - LES INVESTISSEURS	90
 CHAPITRE 4 : LE FONCTIONNEMENT DU MARCHE FINANCIER	118
I - LA TRANSPARENCE DU MARCHE	119
II - L'INTEGRITE DU MARCHE	130
III - LA LIQUIDITE DU MARCHE.....	135

IV - LA PROMOTION DU MARCHE ET DE LA CULTURE BOURSIERE	142
SYNTHESE DE L'ETUDE	151
ANNEXES	

INTRODUCTION GENERALE

La dernière décennie a été marquée, pour la Tunisie, par une série de réformes économiques destinées à assurer la transition du pays d'une économie dirigée à une économie de marché, cette dernière devant être basée sur un marché financier développé et efficient permettant de financer l'économie. Le marché financier tunisien a ainsi connu une évolution considérable durant cette période tant sur le plan de l'organisation que sur celui du cadre juridique. Pourtant, les résultats restent en deçà des objectifs fixés et le véritable décollage semble tarder à venir. Le marché financier ne joue pas encore un rôle significatif dans le financement de l'investissement.

L'objet de notre étude est d'identifier les principaux facteurs de blocage limitant le développement du marché tunisien et de proposer des mesures correctives concrètes et adaptées aux spécificités de la Tunisie qui visent à accroître le recours aux financements de marché. Conformément à la méthodologie proposée pour la conduite de cette étude, le diagnostic que nous avons effectué pour l'identification des facteurs de blocage s'est basé sur une série d'entretiens préliminaires avec près d'une cinquantaine d'interlocuteurs de divers domaines, dont nous présentons le détail dans l'annexe 1.

Ces entrevues nous ont permis de recueillir dans un premier temps une multitude d'appréciations et d'opinions sur la question du faible recours des entreprises tunisiennes au marché financier. Nous avons pu dénombrer une trentaine de facteurs cités comme responsables de cette situation, même si le degré d'importance est très variable d'un facteur à un autre. Nous avons présenté l'ensemble de ces facteurs tels qu'ils ont été recueillis lors des entretiens dans l'annexe 2 en précisant les fréquences de citation de chacun d'entre eux.

Nous avons par la suite procédé à l'analyse, la vérification et la démonstration de ces facteurs pour ne retenir finalement que ceux qui nous ont paru les plus pertinents. Nous avons ainsi pu dégager de fortes interdépendances, notamment au niveau de leur impact réciproque (exemple : l'offre développe-t-elle la demande ou la demande développe-t-elle l'offre ?), ou de leur traduction parfois d'un même problème (exemple : la faiblesse de la demande institutionnelle et l'inexistence de schémas d'épargne longue sont en fait la traduction d'un même problème qui est celui de l'insuffisance de l'épargne longue). Nous avons donc effectué des regroupements par catégories de facteurs ce qui nous a permis d'identifier une hiérarchisation de ces facteurs en fonction de leurs poids et impact par rapport à notre problématique.

Enfin, notre travail s'est appuyé sur une enquête sur les modes de financement des entreprises tunisiennes à travers l'examen d'un échantillon de 40 sociétés et groupes de sociétés. Cette enquête est une investigation approfondie sur les schémas de financement des investissements de différentes sociétés tunisiennes et sur leurs perceptions du marché financier et des possibilités d'y avoir recours à l'avenir. Les résultats de l'enquête que nous annexons à ce rapport ont constitué une source précieuse d'informations pratiques qui nous a permis d'appuyer notre diagnostic et de définir un plan de développement du recours au marché financier adapté à la réalité des entreprises.

Nous avons donc réussi à cerner les trois principaux facteurs de blocage au développement du marché financier, à savoir :

- L'éviction des financements directs par le financement bancaire ;
- Les problèmes liés à la transparence et à la taille de l'entreprise tunisienne ;
- La faiblesse de l'épargne intérieure à long terme investie en Bourse.

A côté de ces facteurs principaux, nous avons déterminé d'autres facteurs complémentaires mais dont l'impact est loin d'être négligeable. Il s'agit ainsi du rôle de l'Etat dans l'animation du marché et des insuffisances actuelles dans le fonctionnement du marché.

Nous avons donc structuré notre rapport en quatre chapitres. Nous l'entamons en dressant le bilan du recours au marché financier tunisien durant la dernière décennie (chapitre premier) en procédant particulièrement à l'examen de son évolution et à la comparaison de ses performances par rapport à d'autres places financières. Ce chapitre vise donc à tirer les enseignements des dix dernières années d'expérience du marché tunisien tant au niveau du positionnement qu'au niveau de son rôle dans le financement de l'économie à travers les caractéristiques des émissions boursières qui s'y sont déroulées.

Le second chapitre traitera de l'offre de titres sur le marché financier tunisien et analysera les caractéristiques de l'entreprise tunisienne, aussi bien privée que publique, et de ses relations d'une part avec le système bancaire et d'autre part avec le marché financier. Les principaux obstacles limitant le développement de l'offre de titres seront clairement identifiés et feront l'objet d'une série de recommandations. Des mesures concrètes seront proposées pour développer aussi bien les émissions de titres de capital que de titres de créances.

Le troisième chapitre présentera les composantes de la demande et de ses caractéristiques et déterminera les facteurs clés de la demande qui entravent le développement du marché. A la suite du diagnostic, les actions nécessaires au renforcement et à la dynamisation de la demande de titres seront présentées.

Le dernier chapitre enfin examinera dans quelle mesure le bon fonctionnement du marché financier tunisien, indispensable pour attirer à la fois l'offre et la demande, est aujourd'hui assuré et présentera un plan d'actions pour pallier aux insuffisances détectées.

CHAPITRE 1

BILAN DE L'EXPERIENCE DU MARCHE FINANCIER TUNISIEN

I - EVOLUTION ET POSITIONNEMENT DU MARCHE FINANCIER

A. Lancement en 1988 de la réforme du marché financier tunisien

La réforme du marché financier tunisien a été amorcée à la sortie de la crise économique de 1986 qui a nécessité l'adoption du plan d'ajustement structurel devant favoriser le passage d'une économie dirigée à une économie libérale.

Inactif depuis 1969, le marché financier allait alors subir une vaste restructuration devant se poursuivre d'ailleurs jusqu'à ce jour. Les premières réformes portant refonte et activation du marché financier ont permis la mise en place du cadre de référence législatif et réglementaire de la Bourse, suivies ensuite par des réformes de réorganisation palliant aux dysfonctionnements constatés au niveau du comportement des différents acteurs de la Bourse.

Depuis 1988, l'enrichissement du volet réglementaire a acquis la primauté sur les autres champs de développement du marché domestique. Il était important pour les autorités tunisiennes de privilégier la sécurité du système financier et de ne pas brusquer la déréglementation. Les premières réformes du marché financier ont amené, dans l'ordre chronologique, les mesures suivantes :

1. En 1988, le lancement des sociétés d'investissement (SI) avec la création des SI à capital variable et les SI à capital fixe encourageant la gestion de portefeuille de titres et le développement du capital investissement ;
2. En 1989, la réforme fiscale dissipant les disparités entre les différents régimes des valeurs mobilières et encourageant l'appel public à l'épargne en plus de la loi sur la restructuration des entreprises publiques ;
3. En 1989, la réglementation de l'émission des emprunts obligataires et la promulgation d'un cadre réglementaire de qualité pour la Bourse instaurant les premières réformes traitant de la sécurité et de la transparence du marché ;
4. En 1992, la création de nouveaux produits financiers pour la mobilisation de l'épargne stable sur le marché financier ;
5. En 1994, la réorganisation de la Bourse en deux organes indépendants de contrôle et de gestion des marchés, le Conseil du Marché Financier -CMF- et la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis -BVMT-, et la création d'un dépositaire unique chargé des opérations de livraison-règlement, la Société Tunisienne Interprofessionnelle de Compensation et de Dépôt des Valeurs Mobilières -STICODEVAM-, ainsi que la redéfinition de la notion de l'appel

public à l'épargne qui porte des dispositions générales et particulières novatrices sur la protection de l'épargne, la transparence et l'intégrité du marché¹ ;

6. En 1999, la fixation des modalités d'émission des bons de Trésor et l'introduction de nouveaux instruments de taux ainsi que l'octroi d'avantages fiscaux aux investisseurs et aux émetteurs ;

7. En 2000, la dématérialisation des titres et les nouveaux règlements sur l'appel public à l'épargne ;

8. En 2001, la création des fonds communs de créances.

En parallèle, la promulgation de nouveaux codes tels que le code des droits et procédures fiscaux, le code des sociétés commerciales et le code des organismes de placement collectif viendront compléter le cadre légal du marché financier. Le législateur tunisien s'est même démarqué des pratiques latines dans le domaine comptable pour se rapprocher des standards internationaux. L'adoption des standards comptables de l'IASC depuis 1996 a facilité l'harmonisation comptable et le contrôle de l'information.

Le processus de modernisation du secteur bancaire a accompagné le nouveau contexte de dérégulation renforcé dans ce domaine par l'assouplissement progressif de la politique monétaire. La baisse des taux sur le marché monétaire a produit des effets positifs sur la transformation en la déplaçant partiellement des produits bancaires vers les actions. Cette tendance s'est avérée très instable : au milieu des années 90, le mouvement inverse s'est redessiné alors que l'économie tunisienne connaissait une croissance soutenue².

B. L'expérience de la Bourse de Tunis au cours de la dernière décennie³

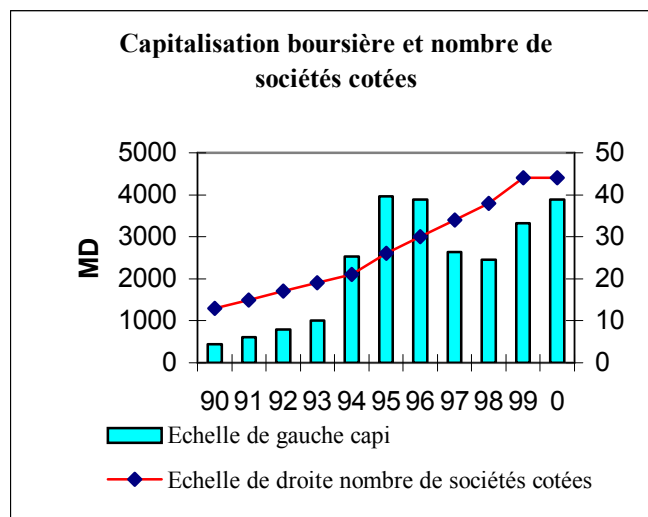
La Bourse de Tunis a connu une évolution en dents de scie : d'abord une croissance exceptionnelle de 1990 à 1995 qui a porté la capitalisation boursière à environ 4.000 MD; ensuite une phase de correction qui a duré de 1995 à 1998 ; enfin, une reprise en 1999 et 2000.

La Bourse de Tunis a vu le nombre de sociétés cotées doubler en atteignant 26 en l'espace de cinq ans avant de marquer un taux d'admission plus faible dans les trois dernières années (8% en moyenne) pour atteindre 44 sociétés. Sur dix ans, l'augmentation de la capitalisation de la Bourse est exceptionnelle, malgré une évolution plate au cours de la deuxième moitié de la décennie. Depuis le pic de 1995, la performance de la Bourse au 31/12/2000 est négative de 2%. Exprimée en dollars US, la contre-performance est encore plus marquée avec 32% de baisse.

¹ Une revue détaillée des attributions du CMF est présentée dans l'annexe 3.

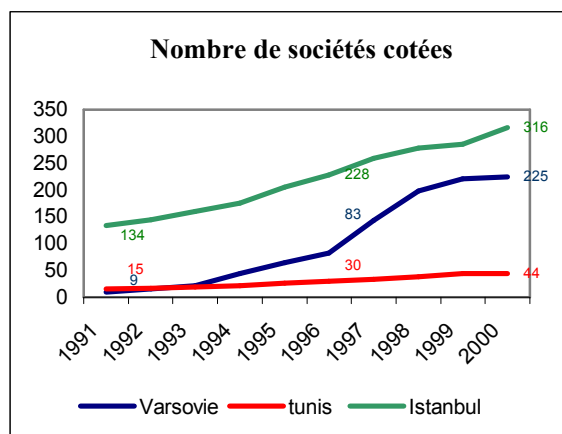
² Voir Annexe 5 Tableau 1 : Indicateurs de l'économie tunisienne

³ Voir Annexe 5 Tableau 2 : Indicateurs du marché financier tunisien



La capitalisation de la Bourse rapportée au PIB est passée de 5,1% en 1991 à 23,3% en 1995, rivalisant ainsi avec quelques places voisines, avant de retomber à 14,6% en 2000 sous l'effet de la baisse des prix.

Les actifs financiers gérés par les sociétés d'investissement se sont accrus annuellement de 42% depuis 1991, pour atteindre 2.086 MD en 2000. Toutefois, le paysage institutionnel reste peu développé et dépourvu dans certaines catégories avec des disparités entre les sociétés d'investissement existantes. Sur le marché primaire, une dynamique s'est formée grâce à l'émergence des émissions privées, au début, reléguée ensuite à une échelle inférieure par les émissions de bons du Trésor. L'appel des entreprises privées à l'épargne a connu une évolution vigoureuse de 49% sur les cinq premières années avant de s'aplatir dans la deuxième moitié (3%) mais sans que le financement direct par titres de dette et par actions ne décolle véritablement. En pourcentage du PIB, les agents économiques n'ont levé, en 1999, que 8% sur le marché des capitaux contre 177% pour la zone Euro et 345% aux Etats-Unis. Cependant, le secteur privé ne représentait que 10% de ce recours au financement direct. De même, la capitalisation des sociétés introduites par OPV qui totalisait 429 MD en 1995, passant ainsi de 1% de la capitalisation du marché en 1992 à 10%, a connu une évolution erratique à partir de 1996 due au ralentissement du processus de privatisation et à un certain désintérêt des entreprises privées. Ceci explique le rythme et le volume peu élevé des sorties en Bourse par rapport à des Bourses en phase de croissance.



Les corrections des années 1996 et 1997 ont agi sur la mémoire du marché et créé une ambiguïté sur les niveaux d'équilibre des prix et de la liquidité des titres. L'évolution des gisements de titres s'est ralentie comme en témoigne le faible nombre des sociétés admises et des emprunts lancés en 1999 et 2000. L'enveloppe totale consacrée aux nouvelles introductions reste toutefois proportionnellement faible par rapport aux augmentations de capital. L'adoption d'un système de cotation et d'une architecture boursière plus conformes aux standards internationaux a relativement atténué la méfiance à l'égard de la Bourse et attiré des fonds étrangers qui présentaient des cycles d'investissement longs dédiés en majorité au marché actions.

C. Positionnement du marché financier tunisien

Le marché tunisien offre quelques atouts :

- Un marché organisé plus développé que les marchés de gré à gré ;
- Une réponse favorable aux offres publiques ;
- Une sécurité des transactions grâce au système électronique de gestion des ordres et à l'existence d'une société de compensation et de règlement des transactions.

Toutefois, ce marché présente quelques carences communes à toutes les économies en transition:

- Le développement limité des fonds d'investissement et l'absence d'instruments sophistiqués de gestion de risque ;
- L'absence d'un marché secondaire de crédit ;
- Une protection insuffisante des minoritaires ;
- Une volatilité exubérante des rendements de certains actifs ;

- L'étroitesse des flottants.

Le marché tunisien garde par ailleurs quelques spécificités à différents niveaux :

- Une concentration moins aigüe de la capitalisation ;
- Une faible exposition aux chocs externes⁴ sauf pour quelques événements d'ampleur majeure comme les attentats du 11 septembre 2001 ;
- Une déconnexion de la demande par rapport aux performances des sociétés ;

La comparaison qui suit a été faite sur un horizon assez court et ne peut pas prétendre à une homogénéité parfaite. Par conséquent, elle ne donne qu'un éclairage instantané sur le positionnement du marché tunisien par rapport au contexte international.

- La pénétration du marché tunisien dans l'économie est fortement décalée par rapport à la moyenne du panel. Avec un ratio de capitalisation par le PIB de 16% contre 44% pour l'échantillon, la Tunisie se situe en retrait par rapport à la zone intermédiaire qu'occupent les pays émergents du groupe. Mais, à l'instar de ces marchés qui dépendaient d'un programme de privatisation en masse depuis le début des années 90, le marché des capitaux en Tunisie a encore un important mouvement de rattrapage à accomplir pour atteindre une capitalisation proche du tiers du PIB (Mexique, Portugal, Maroc)⁵.

Moyenne de la période (1994-99)	
Pays	Capitalisation en% du PIB
Bulgarie	2,67
Pologne	8,67
Brésil	32,25
Maroc	29,17
Egypte	22,84
Mexique	35,25
Portugal	27,72
Thaïlande	59,53
Turquie	30,11
Tunisie	16,10
Grande Bretagne	146,22
Etats-Unis	118,47
Moyenne de l'échantillon	44,08

Source : Stijn, Simeon Djankov, et Daniala Klingebiel. *Capital Markets in Transition Economies*(BM Juin 2000), FIBV.

Compilation : SMART Finance

⁴ Voir Annexe 5 Graphe 2 : Evolution comparée du Tunindex et du S&P Global 1200

⁵ Voir Annexe 5 Tableau 4 : Positionnement de la Tunisie en termes d'importance du marché financier dans l'économie et Tableau 5 : Evolution des capitalisations boursières

- L'idée que la taille du marché est proportionnellement linéaire à l'importance des investisseurs institutionnels dans les marchés développés (Etats-Unis, Royaume Uni, Brésil et Portugal) et, qu'elle l'est moins dans les pays émergents, est vérifiée pour le cas tunisien⁶.
- Il en est de même, sur une échelle plus étendue, de la pénétration de la Bourse de Tunis dans les flux transfrontaliers mesurée par la capitalisation détenue par les étrangers. Celle-ci a connu une évolution significative depuis 1997, passant de 21% à 24% en 2000 mais reste faible par rapport au Portugal (50%). Contrairement à certains pays du panel tels que l'Egypte, le Maroc et le Portugal (plus de 1,8% dans le Morgan Stanley Capital International's Europe), le poids du marché tunisien dans les indices régionaux est nul ce qui constitue un handicap de taille pour les gestionnaires indiciels étrangers et donc pour attirer les investisseurs de portefeuille.
- Le faible degré d'internationalisation de la Bourse explique le faible impact aux chocs internationaux. Le marché n'a pas intégré certaines tendances lourdes qui sont apparues, qu'il s'agisse de l'intégration des nouveaux thèmes d'investissement apparus récemment (la nouvelle technologie) ou encore de l'émergence de nouveaux instruments ou services (services financiers on-line).
- La performance de l'indice des prix sur le court terme situe la Bourse de Tunis parmi les places les plus rentables du groupe. Sur les deux dernières années le marché a fait mieux que le NYSE (+6%), surclassant des Bourses de croissance comme celle de Varsovie (+22%) avec un rendement total de 29% mais sous-performant certains autres à l'instar de celle de Sao Paulo (+50%). Les disparités au niveau des taux d'inflation rendent le marché tunisien attractif, en termes réels, se comparant favorablement avec les indices globaux. En revanche, sur le long terme, le rendement annualisé du TUNINDEX n'est pas aussi compétitif puisqu'il tombe à 6,6% sur les quatre dernières années (1997-2000), soit presque le même niveau que le taux sans risque. Le risque du marché tunisien mesuré par la volatilité intrinsèque est toutefois moins vigoureux que celui de l'ensemble des marchés émergents, soit 8% depuis le lancement de l'indice de capitalisation (avril 1998) jusqu'à fin 2000 contre une moyenne supérieure à 20% pour un échantillon représentatif des places émergentes.

Rendement comparatif des marchés (en monnaie locale)

Marché	P/E		Rendement dividende		Performance de l'indice	
	2000	1999	2000	1999	2000	1999
	X	X	%	%	%	%
Sao Paulo	13,0	37,8	3,2	3,6	-10,70	151,90
Lisbonne	NA	22,20	1,40	2,40	-8,20	12,60
Varsovie	15,90	36,20	0,80	0,90	5,00	41,30
Tunis	16,76	14,53	4,13	3,62	20,97	30,04
NYSE	25,2	31,3	1,2	1,1	1,0	9,1

Source : FIBV Compilation : SMART Finance

⁶ Voir Annexe 16 Tableau 6 et Graphe 6: Corrélation entre capitalisation boursière et investisseurs institutionnels

- ♦ La liquidité est structurellement faible sur le marché tunisien et témoigne du manque de profondeur de certains compartiments et de l'étroitesse des flottants admis en Bourse. L'atomicité est éphémère et l'on assiste après cotation des sociétés nouvellement introduites sur le premier marché à des phénomènes de ramassage de titres. La Tunisie se trouve loin derrière la Pologne et le Portugal s'affichant au plus bas de l'échantillon, soit 23% contre 60% en moyenne et plus de 70% pour la Pologne, le Portugal et la Turquie.

Liquidité : Moyenne de la période (1994-99)

Pays	Volume des transactions en % de la capitalisation
Bulgarie	2,67
Pologne	73,91
Brésil	52,80
Maroc	38,49
Egypte	24,17
Mexique	36,17
Portugal	70,00
Thaïlande	66,18
Turquie	142,53
Tunisie	23,27
Grande Bretagne	58,67
Etats-Unis	95,67
Moyenne de l'échantillon	57,03

Source : Stijn, Simeon Djankov, et Daniala Klingebiel. *Capital Markets in Transition Economies* (BM Juin 2000), Compilation : SMART Finance.

La concentration du marché tunisien est assez modérée par rapport à des marchés similaires, plus matures, ou encore qui se trouvent à des stades de développement plus avancés.

Après l'évolution très rapide de quelques valeurs phares au milieu des années 90, il y a eu des mouvements de rattrapage de la part des entreprises à faible et moyenne capitalisation qui ont enregistré des pressions sur leurs cours, ce qui réduira les écarts dans les poids respectifs des titres cotés.

Ce constat peut être relativisé par le nombre limité des sociétés cotées sur le marché tunisien (44) par rapport à certains marchés émergents (Egypte 1076⁷ à fin 2000). Toutefois, la concentration sectorielle dans le volume traité sur le marché tunisien y est plus importante avec la domination des valeurs bancaires pour près de 40% des transactions.

Dans le tableau ci-après la concentration est mesurée par le poids qu'ont 5% du nombre total des sociétés dotées des capitalisations les plus élevées dans la capitalisation totale et du volume d'échange.

⁷ Ce chiffre n'est toutefois pas très significatif car seule une centaine de sociétés est vraiment active sur le marché. Toutes les autres sont allées en bourse uniquement pour bénéficier de certains avantages fiscaux.

Concentration des sociétés : Décembre 2000

Pays	% de la capitalisation	% du volume d'échange	Nombre de sociétés
Pologne	68,7	84,2	11
Brésil	65,3	70,2	23
Mexique	60,9	66,2	9
Egypte	-	77%	53
Portugal	56,5	61,0	5
Thaïlande	58,3	30,4	19
Turquie	65,3	54,2	16
Tunisie	27,4	26,2	2
Grande Bretagne	81,5	78,3	96
Etats unis	61,1	57,1	101
Moyenne de l'échantillon	60,5	58,6	

Source : FIBV Compilation : SMART Finance

Le positionnement du marché tunisien est atypique avec certains traits empruntés aux marchés développés (une bonne infrastructure technique et une bonne réglementation) et d'autres caractéristiques des marchés émergents. Handicapé par la petite taille de son économie et par des pratiques héritées d'un système économique dirigé et protégé, le marché tunisien de capitaux tarde encore à émerger mais conserve toutefois une marge de progression importante⁸. L'examen de diverses expériences étrangères a révélé des similitudes notables entre le cas tunisien, à son stade d'avancement actuel, et le cas portugais, au début des années 90. Le marché financier portugais a réussi aujourd'hui son intégration dans la finance internationale grâce à une vaste réforme économique.

⁸ Voir Annexe 5 Tableau 3 : Indicateurs de positionnement

Le marché financier portugais : un exemple de développement réussi⁹

L'expérience portugaise est un bon exemple de développement du marché financier. Ce développement doit beaucoup à l'adhésion de ce pays à la Communauté européenne. Ceci lui a permis la modernisation de son tissu industriel, la libéralisation de son économie et une rationalisation de la gestion économique du pays. Un ensemble de réformes ont été entreprises telles que l'allègement de la pression fiscale, l'autonomie de la banque centrale, la privatisation des principales entreprises publiques, l'ouverture des banques à la participation étrangère, l'assouplissement de la politique monétaire et l'introduction de mécanismes de marché au niveau des taux et du change, la modernisation de la gestion de la dette de l'Etat...

La Bourse portugaise a bénéficié de cet environnement favorable et du changement de perception du pays par les investisseurs étrangers mais a été profondément réorganisée suite à la loi SAPATEIRO. Avec la création d'un nouvel organe de surveillance, la réglementation boursière a renforcé les mécanismes de contrôle et de sanctions relatifs au délit d'initié, à la manipulation des cours et à la diffusion de l'information, ce qui a permis de moraliser une profession jusque-là peu respectueuse des règles du marché financier. L'arrivée de banques internationales de renom pour opérer sur le marché portugais a permis également de professionnaliser et d'élever le niveau de la profession.

Aujourd'hui, la Bourse portugaise a bâti une solide réputation dans le paysage boursier international et fait partie des plus grands indices internationaux (MSCI, Euro MTS). Elle est même courtisée par EURONEXT avec qui elle devrait fusionner au cours de cette année. Le développement du marché financier portugais a été bâti autour de la réussite de réformes macro-économiques qui ont réussi à implanter une véritable économie de marché. La privatisation, qui a représenté en moyenne 2,2% du PIB/an, en a été l'élément moteur car il a permis d'assurer la transition vers le financement de l'économie par le marché financier. Les plus importantes entreprises du pays telles que Portugal Telecom, EDP (le fournisseur d'électricité), CIMPOR sont devenues majoritairement détenues par le public et représentent un poids très important de la capitalisation boursière, des transactions et des émissions. La présence dans la Bourse des secteurs clés de l'économie a renforcé son attrait et sa crédibilité tant sur le plan domestique qu'international.

⁹ Voir Annexe 4 : L'expérience du marché financier portugais

II - LE RECOURS AU MARCHÉ FINANCIER

Nous nous proposons dans cette partie d'évaluer le recours au marché de capitaux et son évolution durant la dernière décennie. Deux parties seront développées : l'une consacrée au marché primaire et l'autre consacrée aux offres publiques de vente.

A. Le marché primaire et le processus des réformes

1. L'offre sur le marché primaire¹⁰

En MD	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Emissions par APE* (actions et oblig ^o)	74	136	106	92	337	414	267	194	199	253	267
Emissions par APE/investissements	3%	5%	3%	2%	7%	10%	6%	3%	3%	4%	4%

Source : BCT, INS. * Hors émissions de BTA et BTCT à partir de 1999

a) Les émissions totales des sociétés

La réactivation du marché primaire qui totalisait 74 MD d'émissions par APE en 1990, soit 3% de l'investissement, s'est faite progressivement grâce, dans un premier temps, à l'apport des premières réformes de modernisation mises en œuvre par les pouvoirs publics à la fin des années 80 touchant à plusieurs champs dont ceux de la réforme fiscale des valeurs mobilières et de la création des sociétés d'investissement. La progression de 460% des émissions des titres, hors bons de l'Etat, à 414 MD en 1995, est due au développement symétrique des deux principales masses des titres de capital et de créance sur deux phases périodiques différentes. Entre 1990 et 1995, les émissions de titres de capital ont été l'effet accélérateur du marché primaire avant d'être suppléées par les titres de créance après la correction boursière intervenue vers la fin de l'année 1995¹¹. Les émissions de titres de capital se sont stabilisées autour de 140MD en moyenne pendant la deuxième moitié des années 90, mais elles se sont essentiellement réalisées par les banques.

¹⁰ Voir Annexe 6 Graphe 1 : Evolution des émissions de 1990 à 2000 et Graphe 2 : Répartition moyenne des émissions par catégories de titres

¹¹ Voir Annexe 6 Graphe 3 : Evolution des catégories des titres émis 1990-2000

b) Les émissions de titres publics

A partir de mars 1999, l'arrivée des BTA et plus tard des BTCT va doper les émissions de titres pour atteindre 2.800 MD en 2000 ce qui représente plus de 90% du total des émissions du marché des capitaux.

En examinant la structure globale des emprunts des entreprises et du Trésor, on constate que les titres de l'Etat accaparent plus de 94% du marché des titres d'emprunt en 2000 contre 54% au milieu des années 90.

En Europe, les émissions de titres souverains ne représentent qu'environ 50% du total des émissions de titres de créance, ce qui indique l'importance des émissions privées.

Il apparaît clairement que l'introduction de nouveaux mécanismes de financement du Trésor via la Bourse a clairement reconfiguré le marché global des émissions en un marché de titres de créances et essentiellement de titres publics.

2. Le marché primaire des obligations

a) Les émissions obligataires de sociétés : la part des sociétés privées se consolide

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Obligations (MD)	68	39	67	41	157	81	96	60	144	146	154
Part du privé	27%	56%	7%	51%	36%	85%	77%	67%	100%	66%	100%
Part du public	73%	44%	93%	49%	64%	15%	23%	33%	0%	34%	0%

Compilation : SMART

Au début des années 1990, les émissions obligataires ont souffert de la disparition du régime fiscal de faveur qui leur était accordé avant 1990 (les obligations sont désormais considérées comme des capitaux mobiliers et leurs revenus soumis à une retenue à la source non libératoire de 15%) ce qui engendrait un manque de compétitivité face aux instruments monétaires et bons d'équipement et fonds d'Etat. L'enveloppe annuelle des emprunts obligataires a ainsi connu une évolution mitigée de 1990 à 1994 atteignant son plus haut niveau historique de 157 MD en 1994 pour se replier à 60 MD en 1997, vu que la présence des émetteurs bancaires est devenue moins importante après l'adoption des normes prudentielles internationales relatives à la division du risque et à l'adéquation du capital.

Durant la seconde moitié de la décennie, les émissions du secteur privé vont progressivement remonter pour se situer entre 66% et 100%, conséquence de la disparition progressive de certains émetteurs publics du marché primaire obligataire.

La multiplication des fonds de placement et la baisse continue des taux d'intérêt depuis 1995 ont encouragé les entreprises privées à se financer à travers le marché obligataire. La croissance des SICAV obligataires (dont le nombre doublera entre 1996 et 1997) va permettre d'absorber une grande partie des émissions d'obligations des sociétés¹².

b) Elargissement du cercle des émetteurs avec l'assouplissement des conditions d'émission¹³

Au début des années 1990, les sociétés, autres que les établissements financiers, devaient, sans que ce soit une obligation légale, produire une garantie bancaire pour pouvoir emprunter sur le marché obligataire. A partir de 1995, l'inscription à la cote et la production d'une notation (activité lancée en 1997) ont dispensé les entreprises privées de la garantie bancaire et ont facilité l'émission d'obligations. Des sociétés de leasing et autres non financières, principalement touristiques, sont devenues les principaux intervenants sur ce compartiment dont l'apport s'est fait ressentir à partir de 1998 avec plus de 80% des émissions obligataires initiées par des institutions non bancaires. Les sociétés de leasing sont devenues les émetteurs les plus réguliers puisqu'ils ont lancé 62 emprunts depuis 1990 pour une enveloppe de 461 MD (50% du total des émissions) destinée à renforcer la capacité du secteur à faire face à la demande croissante des investisseurs et à financer ses mises en force¹⁴.

L'ouverture du marché obligataire a élargi le cercle des émetteurs et a permis à certains de financer leur cycle d'exploitation et leurs besoins d'investissement¹⁵ ou de financer leur programme d'expansion (exemple des sociétés hôtelières).

La Notation : catalyseur du « Corporate Bond »

Notations attribuées à des émissions (Echantillon de 28 émissions, 1997-2001)

Note attribuée	Fréquence de la note
A	25%
A-	43%
AA-	7%
BBB+	14%
BBB	7%
BB-	4%

Jusqu'à 1995, la majorité des emprunts a été initiée par des entreprises publiques ou semi-publiques, notamment des banques de développement. La part du privé ne devenait sensible que depuis 1996. Plus de 28 émissions ont reçu une note qui variait de BB- à A, dénotant une aptitude au paiement aux échéances du principal et des intérêts généralement satisfaisante. Dix sociétés ont été notées dont six appartenant au secteur du leasing, une à la distribution

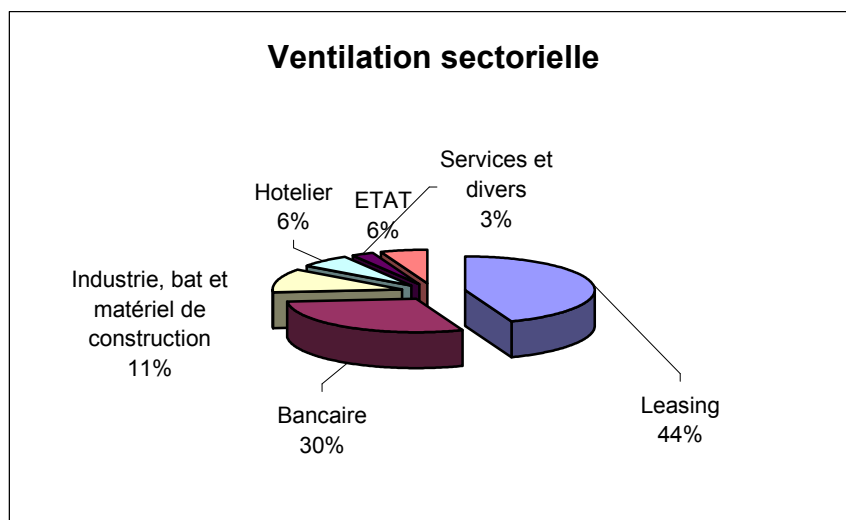
12 Sur la moyenne de 70% souscrites par les OPCVM et sociétés d'investissement entre 1997 et 2000, la majorité a été souscrite par les SICAV obligataires.

13 Voir Annexe 6 Tableau 1 : Ventilation sectorielle des émissions obligataires 1990-2000

14 Voir Annexe 6 Tableau 2 : Classement des plus importants émetteurs sur le marché obligataire 1990-2000

15 Exemples : sociétés Héla Batam et Couscousseries du Sud

(BATAM, 98 et 2000) et une au bancaire (BTKD, 1998 et 2000). Les sociétés notées se sont classées dans 96% des cas dans la catégorie de l'investissement de sécurité. Seule une note attribuée à une société non cotée (CDS Couscousserie Du Sud, 1998) correspondait à un niveau d'investissement spéculatif (BB-). Les emprunts garantis depuis 1994 (à fin 2000) sont au nombre de 23 dont la majorité sont des compagnies de leasing non cotées au départ ou qui le sont restées après, à l'instar de UTL et AIL, ainsi que des sociétés hôtelières.



c) Très peu de différenciation au niveau des modalités d'émission

Les modalités de l'émission tendent à s'harmoniser à cause d'une diversification sectorielle qui devient de plus en plus limitée. Le leasing accapare près de 60% des émissions depuis 1997. Hormis quelques émissions à 7 ans plus adaptées au leasing immobilier, la durée de vie moyenne s'est stabilisée autour de 5 ans correspondant à l'horizon de remboursement qui reflète le mieux le cycle d'exploitation du leasing mobilier.

De même, les autres émetteurs ont massivement opté pour le 5 ans et accessoirement pour le 7 ans et très rarement pour le 10 ans (emprunts de banques de développement). On constate aussi une tendance vers l'amortissement linéaire et constant et l'abandon des emprunts à coupon unique lancés par quelques émetteurs et qui se sont avérés par la suite assez coûteux compte tenu de la baisse des taux observée depuis 1996. Par ailleurs, la complexité de l'évaluation des obligations à remboursement annuel a constitué un frein au développement des transactions sur le marché secondaire.

3. Le marché primaire des actions ¹⁶

Appel à l'épargne pour la consolidation de fonds propres

Décomposition par nature d'opération	1997	1998	1999	2000
Augmentation en numéraire (MD)	103	38,8	73,7	77,4
%	76,2%	70,7%	69,1%	68,5%
Augmentation par attribution gratuite (MD)	32,1	16,1	33	35,6
%	23,8%	29,3%	30,9%	31,5%
Total des émissions	135,1	54,9	106,7	113

Le volume des émissions de titres de capital a affiché une forte en passant de 6 MD en 1990 à 292 MD en 1995 et en accompagnant ainsi la grande déferlante boursière de 1993 à 1995 avant de fléchir en 1998 à 55 MD à cause du ralentissement des émissions bancaires qui subissaient fortement la déprime des cours sur le marché secondaire. Depuis 1997, une enveloppe moyenne de 74 MD a pu être levée chaque année par les sociétés faisant appel public à l'épargne dans des proportions respectivement de 67% pour les sociétés admises à la cote et 33% pour celles qui ne l'étaient pas¹⁷. Cela démontre l'attrait et les avantages que présente la cotation pour faciliter la levée de capitaux auprès d'investisseurs finaux recherchant une plus grande transparence. Le secteur bancaire, en pleine restructuration et tenu aux nouvelles règles prudentielles de fonds propres, a procédé à plusieurs émissions de titres de capital avec 48% du volume émis entre 1997 et 2000¹⁸. Les autres secteurs actifs sont l'industriel et les services avec respectivement 27% et 18%. Les sociétés émettrices ont lancé des souscriptions en numéraire pour 65% de l'enveloppe émise durant les 4 dernières années soit 232 MD (y compris les opérations de fusion et de conversion de créances) et 35% sous forme d'incorporation de réserves.

B. Les offres publiques

1. La première vague d'introductions en Bourse

Dans le cadre du programme d'ajustement structurel et des réformes entreprises avec la promulgation de la nouvelle réglementation de 1989 pour réactiver le marché financier, une série d'introductions par procédure ordinaire a eu lieu au début des années 90. Plusieurs acteurs financiers publics à dominante bancaire à l'image de la BNA, la STB, la BS, la BNDT, etc... ont ainsi pu être introduits sur le premier marché entre octobre et septembre 1990, ainsi que quelques acteurs privés tels que la SFBT et la STOA (Air Liquide actuellement) qui ont satisfait aux critères réglementaires d'admission au second marché.

¹⁶ Voir Annexe 6 Tableau 7 : Emissions des titres de capital sur le marché financier 1995-septembre 2001 et Tableau 8 : Opérations d'offres publiques sur la cote de la Bourse 1995-septembre 2001

¹⁷ Voir Annexe 6 Tableau 9 : Emissions des titres de capital par APE 1997-2000

¹⁸ Voir Annexe 6 Tableau 5 : Emprunts obligataires introduits en Bourse

En tout, plus de 32 millions de titres ont été admis par inscription directe à la fin de l'année 1990 pour une capitalisation boursière de 456 MD, contre 278 MD en 1989.

A partir de 1990, avec la volonté de l'Etat de diluer son contrôle dans les entreprises publiques et avec la réforme fiscale qui a exonéré les dividendes de l'IRVM pour toutes les sociétés et fait appliquer un abattement de 50% du taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés agricoles ou industrielles ou touristiques (au sens des lois n°88-18, 87-51 et 86-85), les nouvelles introductions ont touché différents secteurs dont le secteur agroalimentaire avec STIL (décembre 1991) et Tunisie Lait (avril 1993), le secteur du leasing avec Tunisie Leasing (mars 1992) et autres: touristique avec Palm Beach (août 1994) et chimique ICF (mai 1993). Le rythme annuel des sorties boursières a connu une progression sensible passant de 2 à 4 sociétés en 1995 après le lancement du programme de réorganisation du marché financier dans le cadre de la nouvelle loi 94-117 du 14 novembre 1994. En outre, plusieurs titres ont été transférés du second marché au premier marché de la cote permanente suite à des opérations de souscription publique ex. SPDIT août 1995.

2. L'émergence des offres publiques de vente sur le marché boursier

En 1995, une série d'OPV va être lancée sur le marché et connaîtra un engouement sans précédent. Des sociétés phares de l'économie tunisienne telles que Tunisair ou la SFBT vont procéder chacune à une ouverture de son capital à concurrence de 20%. Pour l'exemple, le succès de Tunisair fut impressionnant avec plus de 150.000 souscripteurs pour une offre de 21MD qui a été souscrite 3,8 fois. Ce succès va consacrer les OPV et en faire la technique d'introduction la plus fréquemment utilisée. Cette technique permettait le développement de l'actionnariat populaire ce qui était le principal objectif recherché¹⁹. Des tentatives pour promouvoir d'autres techniques telles que l'OPM ou une combinaison de l'OPV avec des tranches institutionnelles n'ont pas connu le succès escompté.

Avec l'avènement des avantages liés à la diffusion de 30% du capital dans le public, le taux de diffusion moyen via les OPV a grimpé de 18% avant 1999 à 21% actuellement²⁰. Malgré cela, il faut remarquer que ce taux reste peu élevé et traduit encore la volonté des actionnaires des sociétés introduites de retenir le contrôle absolu de leurs sociétés.

¹⁹ Voir Annexe 6 Tableau 10 : Classement des OPV

²⁰ Voir Annexe 6 Tableau 11 et Tableau 12 : Caractéristiques des Offres Publiques en Bourse

3. Apport des offres publiques au marché

Période : 1992-Septembre 2001

Type de l'offre	Nombre d'opérations	Montant levé (MD)
OPV	20	147,9
OPM	3	12,51
OPS*	5	23,55

* compte tenu des émissions de capital de SPDIT et LA CARTE.

En isolant l'effet des simples inscriptions à la cote des banques essentiellement, nous voulons mettre en exergue l'apport des offres publiques dans la dynamisation du marché.²¹

a) L'importance de la taille des offres publiques dans la dynamisation du marché²²

Une estimation de la valeur de l'ensemble des OP depuis 1992 fait ressortir une enveloppe de près de 184 MD soit en moyenne 6,5 MD par opération. Ceci est considéré comme une taille relativement modeste et explique largement les taux élevés de souscription enregistrés (moyenne de 330%). De même, ceci n'a pas véritablement permis d'instituer des traditions de placement institutionnel et d'attirer les institutionnels à la Bourse par des opérations qui se sont avérées souvent rentables. A titre de comparaison, sur la période allant de 1995 à 2001, les offres publiques sur le marché marocain ont permis de lever l'équivalent de 690MD contre seulement 172MD pour les offres tunisiennes. Pourtant il y a eu, durant cette période, plus d'opérations en Tunisie qu'au Maroc (24 contre 20) mais la différence provient essentiellement de la taille de certaines offres publiques au Maroc (ex : environ 200MD pour la seule opération de la Société Anonyme Marocaine de l'Industrie du Raffinage « SAMIR »). En Egypte, entre 1997 et 2000, 28 OP²³ ont été réalisées pour un montant de 1,5 milliards de dollars. Là, la taille moyenne par opération a été encore plus élevée puisqu'elle s'est située à environ 55 millions de dollars. Les exemples marocains et égyptiens dont les marchés sont plus larges que celui de la Tunisie, montrent que l'écart de taille s'explique par quelques émissions de grande taille. Plus que le nombre des nouvelles introductions, c'est la taille qui semble la plus importante pour dynamiser un marché.

b) Renforcement de la capitalisation totale du marché

La capitalisation cumulée à l'introduction des sociétés introduites par offre publique s'est élevée à 918MD. Au 30/06/2001, leur capitalisation est passée à 1.790MD ce qui traduit un enrichissement de l'ordre de 95%. L'apport des OP à la cote de la Bourse a été significatif puisque les titres correspondants représentent aujourd'hui 52% de la capitalisation totale du marché.

²¹ Voir Annexe 6 Tableau 7 : Emissions des titres de capital

²² Voir Annexe 6 Tableau 13 : Apport des Offres Publiques à la cote de la Bourse

²³ L'offre « Orascom Telecom » à elle seule représente près de 25 % du total (Source EFG Hermes)

De même, un investisseur qui aurait participé à toutes les OP aurait réalisé une plus-value de 95% à fin juin 2001, compte non tenu des dividendes qu'il aurait perçus dans l'intervalle.

c) La levée de capitaux n'est pas l'objectif premier de l'introduction

Echantillon : 22 offres	Distribution
Restructuration du capital et privatisation.	68%
Dynamisation du marché financier.	28%
Encouragement de l'actionnariat populaire.	18%
Recours au financement du marché en temps voulu.	14%
Promouvoir un nouveau produit financier	14%
Développement externe et diversification.	9%
Renforcement de la notoriété	9%
Amélioration de la Trésorerie	9%
Mise à niveau de l'outil de production et accroissement de la capacité de production	9%

L'objectif de l'émission déclaré dans les prospectus varie selon le statut public ou privé de la société. Dans le premier cas, il s'agit dans un premier lieu d'accompagner le processus de privatisation mis en place par l'Etat et de restructurer le capital des entreprises publiques (68% des cas observés). En plus des OPV initiées par les sociétés du secteur public, plusieurs sociétés du secteur privé sont venues en Bourse pour dynamiser le marché financier et faire figure de pionniers dans ce domaine. Bien que l'initiative ait été louable, les besoins et les attentes de ces sociétés de la Bourse sont restées floues et n'ont pas donné naissance à une véritable osmose entre ces sociétés et la Bourse (en avaient-elles besoin ?).

La seconde priorité des sociétés se rattache à leur micro-environnement caractérisé par une concurrence accrue dans le sillage de l'ouverture économique des années 90 qui a généré des besoins financiers importants. Pourtant, seuls 40% des initiateurs ont déclaré vouloir lever des capitaux pour un besoin de financement qui peut s'avérer immédiat ou latent. Beaucoup ont exprimé vouloir financer soit une insuffisance de trésorerie, un programme de développement interne ou externe ou encore accroître une capacité de production.

Toutefois, la pratique montre que la part des augmentations de capital lors des offres publiques reste très faible en Tunisie par rapport à d'autres pays et ne représente en 1999 que 3% contre 32% pour notre échantillon (voir tableau ci-dessous). L'écart est plus flagrant en 2000 qui marquait une expansion remarquable des OPV dans le monde.

Le montant de capital émis par les sociétés nouvellement introduites représentait jusqu'à 50% des montants levés par des sociétés cotées sur les marchés égyptien et marocain.

En Tunisie, l'année 2000 n'a connu aucune OPS et montre que le recours à la Bourse pour se financer par émission d'actions n'est pas encore sérieusement envisagé par les sociétés tunisiennes comme une alternative prioritaire de financement. On pourrait en déduire que d'une manière générale les sociétés tunisiennes candidates à la Bourse n'ont pas pour principale motivation de s'y financer. D'ailleurs, on a même constaté une nette augmentation de l'endettement bancaire chez plusieurs sociétés introduites sans que celles-ci n'aient émis la moindre nouvelle action depuis leur introduction. La cotation d'une société améliore sa transparence et sa communication ce qui améliore la perception de son risque par ses créanciers bancaires. Il est dès lors possible que ceux-ci pourront offrir à la société des conditions de financement que le marché ne permet pas encore. La Bourse n'a pu être dans ce cas qu'un moyen d'améliorer la solvabilité de l'entreprise.

Volume des émissions par les sociétés déjà cotées et celles nouvellement cotées en millions \$US

2000				1999		
Marché	Capital émis par des sociétés cotées	Capital émis par des sociétés nouvellement introduites	Total	Capital émis Par des sociétés cotées	Capital émis par des sociétés nouvellement introduites	Total
Santiago	897,5	518,7	1 416,2	1 582,5	32,9	1 615,3
Lisbonne	9 662,8	5 065,1	14 727,9	6 890,3	0,0	6 890,3
Varsovie	651,0	4,4	655,4	255,2	110,9	366,0
Casablanca	108,5	111,0	219,4	53,0	17,9	70,9
Le Caire	907,7	925,7	1 833,3	NA	2 431,9	2 431,9
Tunis	24,1	0	24,1	62,0	1,8	63,8

Source : FIBV Compilation : SMART

En définitive, nous voyons bien qu'hormis l'embellie observée au milieu des années 90, le recours au marché financier par les sociétés publiques et privées pour lever des capitaux est resté modeste. Le bilan des dix dernières années fait clairement ressortir une insuffisance au niveau des financements par le marché dont les causes seront exposées dans les chapitres suivants.

CHAPITRE 2

L'OFFRE DE TITRES

Le développement de l'offre de titres sur le marché financier tunisien a toujours été un objectif de développement prioritaire. Conscients de l'importance du développement du financement direct de l'économie, les pouvoirs publics ont adopté une série de mesures visant à attirer les sociétés privées à la Bourse et à accroître le financement de l'Etat sur le marché de capitaux.

Ce chapitre sera consacré à l'analyse de l'offre et au diagnostic de ses principaux facteurs de blocage. La première section sera consacrée aux émetteurs privés et publics afin de présenter les caractéristiques de chaque catégorie d'émetteurs et d'expliquer les raisons de leur faible recours au marché. La seconde sera dédiée à la relation des entreprises avec les banques afin mieux cerner son impact sur le recours au marché financier. Enfin, la troisième portera sur une analyse des techniques d'émission et de placement et d'autres facteurs fiscaux qui ont un effet sur le développement de l'offre. Nos recommandations pour lever les obstacles identifiés seront présentées la fin de chacun des paragraphes.

I - CARACTERISTIQUES DE L'ENTREPRISE TUNISIENNE PRIVEE

A. Diagnostic

Nous analyserons dans ce qui suit le profil et le style de gestion des entreprises tunisiennes du secteur privé en distinguant celles qui font partie de groupes de sociétés et celles qui en sont indépendantes et que nous appellerons, pour bien les différencier, entreprises individuelles.

1. Les sociétés individuelles privées

La société tunisienne est surtout familiale et de petite taille

Depuis toujours, l'entrepreneur tunisien a réussi à développer dans la plus grande discrétion ses affaires en bénéficiant de l'appui de l'Etat et des banques, toujours très diligentes, dans une sur-bancarisation assistée par l'Etat. La société-type tunisienne est familiale²⁴, fermée, réfractaire à toute forme de transparence d'autant plus que ses interlocuteurs financiers habituels ne le lui ont jamais demandé. Les dirigeants détiennent généralement directement ou indirectement la totalité du capital et ont presque toujours été les seuls maîtres à bord et réticents à partager le pouvoir.

De petite taille, et parfois moyenne, ces sociétés ont le plus souvent la forme de la SARL, la moins contraignante en matière de gestion et d'information, et même celles qui ont prospéré

²⁴ Le caractère familial n'est pas exclusif à la Tunisie. En Italie par exemple 34% des 100 premières sociétés sont familiales

ont gardé le même style de gestion. Selon les statistiques nationales²⁵, le nombre d'entreprises ou de groupes de sociétés dont le chiffre d'affaires dépasse 50 millions de dinars s'élève à 83 sociétés, ce qui représente un nombre très réduit de sociétés réalisant un volume d'activité important. De même, seulement 6,2% des Sociétés Anonymes et des S.A.R.L. recensées emploient un effectif supérieur à 50 salariés²⁶. Le tissu économique tunisien est donc constitué à hauteur de 95% par des micro-entreprises qui n'ont pas la taille nécessaire pour un recours au marché financier. Leurs besoins d'investissement sont en général réduits et ne sont pas du tout adaptés à un recours au marché qui exige une taille minimale²⁷. Il faut noter que les investissements dans certains secteurs d'activité tels que l'industrie manufacturière, où opèrent quasi exclusivement des sociétés privées, n'a représenté que 13% du total la formation brute de capitaux pour un montant total de 1.030MD. Ainsi, la gestion familiale des sociétés individuelles et le sous-investissement qui l'accompagne, sont en eux-mêmes des obstacles à leur croissance.

Dans leur dernière étude d'évaluation du secteur privé (Décembre 2000), les experts de la Banque Mondiale ont estimé à 500 le nombre de sociétés privées tunisiennes ayant un capital supérieur ou égal à 1 million de dollars et donc susceptibles d'être candidates à la Bourse. Cette estimation indique d'ores et déjà que le gisement de sociétés privées pouvant aller à la Bourse est relativement limité.

Principales caractéristiques des sociétés tunisiennes	En nombre	En pourcentage
Total des entreprises	37 800	100%
Chiffre d'affaires ≥ à 50 MD	83	≈ 0,22%
Capital social ≥ à un million US\$	≈ 500	≈ 1,3%
Effectif ≥ à 50 salariés	≈ 2 340	≈ 6,2%
Sociétés Anonymes	4 172	11%
Comptes certifiés par un commissaire aux comptes membre de l'OECT	≈ 1 500	< 4%

Source : Compilation INS et estimations SMART Finance

La transparence fiscale comme premier obstacle face aux exigences de la Bourse

Faire appel au marché financier signifie avant tout accepter les règles de transparence et de publicité des comptes. L'adoption de règles strictes en matière de transparence qui trouve sa justification dans la protection des épargnants, exclut la grande majorité des entreprises tunisiennes. En effet, les comptabilités de ces entreprises, vidées de leur substance par une évasion fiscale importante, ne sont pas présentables à d'éventuels investisseurs. Ainsi, d'après les estimations du ministère des Finances, la part des entreprises qui ne tiennent pas de comptabilité ou qui tiennent une comptabilité qui n'est pas conforme aux normes, s'élèverait

²⁵ Répertoire National des Entreprises, INS, 1999

²⁶ Idem

²⁷ Compte tenu du nombre élevé de sociétés dans certaines branches d'activité (exemple : l'industrie agro-alimentaire), l'investissement moyen par société se situe à des niveaux extrêmement faibles (50 à 100 000 DT).

à 30% du total des entreprises tunisiennes²⁸. De même, le taux de déclarations fiscales non déposées par les personnes morales se situait à 35,4% à fin 1997²⁹ pour s'améliorer très légèrement puisque, à fin octobre 2000, la part des déclarants atteignait 69,3%³⁰. D'après les estimations de 1999, sur les 37.800 sociétés tunisiennes, 4.172 seulement sont des sociétés anonymes³¹, donc tenues par la loi de nommer des commissaires aux comptes, ce qui ne représente que 11% des entreprises³². On estime à ce niveau le nombre total de sociétés certifiées par un commissaire aux comptes inscrit à l'Ordre des Experts-Comptables de Tunisie à environ 1.500³³.

Sur le plan national, les recettes fiscales provenant des bénéfices des sociétés non pétrolières ont été estimées dans le budget de 1999 à 378 MD soit 7,6% des recettes fiscales totales. Ces recettes fiscales ont représenté 1,6% du PIB 1999, alors qu'ils atteignent 4% du PIB au Portugal. L'amélioration du taux de recouvrement de l'impôt sur les sociétés au Portugal a même permis d'abaisser en 2000 le taux d'impôts sur les sociétés de 34% à 32%.

Nous avons observé une très forte concentration du paiement de l'impôt sur un nombre très réduit de sociétés. En 1999, l'impôt payé par 10 importantes entreprises publiques bénéficiaires s'est élevé à 72,6 MD soit 19,2% du total. Par ailleurs, nous avons calculé que le total des impôts sur les bénéfices payés par les sociétés cotées en 1999 s'est élevé à 72 MD et représentait 19% du total. Pourtant, il n'y avait que 46 sociétés cotées soit uniquement 0,12% des sociétés soumises à l'impôt sur les bénéfices. Au total, 56 sociétés, soit 0,15% du total, payent 38,2% de l'impôt au titre des bénéfices des sociétés.

Impôt sur les sociétés payé en 1999	Nombre d'entreprises	Montant de l'IS	Pourcentage de l'IS total payé*
Entreprises publiques bénéficiaires les plus importantes	10	72,6 MD	19,2%
Entreprises cotées	46	72 MD	19%
TOTAL	56	142,6 MD	38,2%

* Hors sociétés pétrolières

On pourrait obtenir un résultat encore plus frappant en termes de couverture de l'impôt sur les bénéfices des sociétés en intégrant aux sociétés cotées toutes leurs filiales non cotées et bénéficiaires. En effet, de nombreuses sociétés cotées font partie de groupes de sociétés qui sont elles-mêmes transparentes et payent des impôts significatifs³⁴. La contribution forte des

²⁸ Journal des débats parlementaires, n°39 du 26/07/2000, p.2084

²⁹ Idem, p.1889

³⁰ Discussion de la loi des finances 2001, JDP n°21 du 21/12/2000

³¹ Répertoire National d'Entreprises, INS, 1999

³² Seules les SA réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 3 MD sont tenues de certifier leurs comptes par des commissaires aux comptes inscrits à l'Ordre des Experts-Comptables de Tunisie

³³ Estimation obtenue auprès de deux commissaires aux comptes ayant présidé l'Ordre des Experts-Comptables de Tunisie (les chiffres officiels n'étant pas disponibles)

³⁴ Exemple : Sur la base des états consolidés de la SFBT, l'impôt payé par les filiales non cotées consolidées s'élève à 8 MD contre 6 MD pour les deux structures cotées.

sociétés cotées illustre bien l'existence d'une relation étroite entre la transparence fiscale et la décision de solliciter le marché financier.

Ainsi, la question de la fiscalité des entreprises se situe au cœur des réformes nécessaires pour encourager la croissance des entreprises et leurs éventuels recours au marché financier.

La transparence ne risque-t-elle pas de profiter à la concurrence ?

En règle générale, seuls les états comptables sont remis à l'administration fiscale et sur demande aux banques. Ils circulent donc dans un circuit fermé et inaccessible au public protégés ainsi soit par la loi soit par des règles de confidentialité, ce qui a développé, selon nous, un système opaque qui n'a pas permis de favoriser une plus grande transparence des sociétés. La réticence des sociétés se manifeste déjà au premier niveau de divulgation d'informations financières puisque les sociétés tunisiennes ne se conforment même pas à l'obligation légale de communication de leurs états comptables prévue par l'article 51 de la loi 95-44 du 2 mai 1995 relative au Registre de Commerce.

Ainsi, l'entreprise qui est la seule dans son secteur à envisager de recourir au marché financier craint de se retrouver désavantagée par rapport à ses concurrents, particulièrement lorsque le secteur est concurrentiel et non transparent. Il s'agit ici, non plus de la transparence fiscale, mais de considérations stratégiques qui empêchent les sociétés d'aller vers la Bourse. La communication d'informations sur le niveau d'activité et de rentabilité, les nouveaux marchés acquis ou les nouveaux produits développés est considérée par de nombreuses sociétés comme une divulgation d'informations stratégiques et confidentielles de nature à servir les intérêts de la concurrence. L'absence du marché tunisien de certains secteurs importants et très concurrentiels de l'économie (matériaux de construction, biens de consommation,...) tend à confirmer la réticence des premiers candidats. Par contre, lorsqu'une expérience est initiée par une société et qu'elle réussit, l'effet d'entraînement devient alors plus aisé comme l'illustre bien le secteur du leasing.

L'entreprise tunisienne est encore gérée au jour le jour et n'a pas encore appris à prévoir son avenir

Au-delà de cette information financière historique de l'activité des entreprises, le marché financier est aussi sensible aux informations prospectives.

S'adresser aux investisseurs sans disposer au préalable d'une stratégie claire, bien définie et quantifiée par un business-plan, n'est pas possible. Il est indispensable que l'entreprise soit en mesure de prévoir son activité et de comprendre et mesurer les changements de tendance et l'impact sur ses performances futures. Or ceci suppose que l'entreprise maîtrise déjà son activité et son marché et qu'elle dispose des hommes et des moyens lui permettant d'avoir un bon système d'information et des outils de veille stratégique et financière développés. Il est évident que la production de ce type d'informations pertinentes et régulières peut être coûteuse aussi bien en termes financiers qu'en termes de temps et que cette dépense n'est justifiée que pour des entreprises d'une certaine taille, ou qui ont des ambitions de croissance. Ceci suppose également que l'entreprise évolue dans un environnement où l'information

statistique, macro-économique et micro-économique est disponible et accessible. L'entreprise tunisienne, mais aussi l'environnement économique dans sa globalité, sont encore loin d'avoir atteint ce degré de maturité où l'on accorde à l'information toute l'importance qu'elle mérite.

2. Les groupes privés

Absence d'un cadre juridique et existence d'un régime très strict d'intégration fiscale

La réussite et le développement de groupes familiaux tunisiens est incontestable. Pourtant, avant la promulgation de la loi sur les groupes en Décembre 2001, les groupes de sociétés se sont développés sans aucun cadre juridique. Ils sont demeurés un simple concept économique dominé par la notion de contrôle d'une société sur plusieurs autres, à des degrés significatifs de participations.

Au niveau fiscal, la loi de finances 2001 a bien tenté pour la première fois d'introduire la notion d'intégration fiscale des résultats des sociétés appartenant au même groupe mais elle l'a assortie de conditions tellement strictes qu'elle en a exclue la grande majorité des groupes tunisiens. En effet, seules les sociétés-mères cotées en Bourse et détenant directement ou indirectement au moins 95% du capital d'autres sociétés, sont habilitées à procéder à cette intégration fiscale. Cette disposition constitue certes une incitation à l'introduction en Bourse des holdings familiaux mais le seuil de participation de 95% demeure néanmoins élevé par rapport à la pratique actuelle des groupes tunisiens. Aujourd'hui, seule la SFBT répondrait à ces exigences (et même pas sur toutes les filiales).

Encore pas de consolidation et de fiscalité incitative au groupe

Sur le plan comptable, l'absence encore à ce jour d'une norme sur la consolidation, pose le problème des comptes consolidés et ne permet pas d'évaluer correctement les richesses totales du groupe ou encore sa structure financière globale.

Sur un autre plan, la fiscalité est d'une manière générale défavorable à la pratique du regroupement autour d'une société mère de la majorité du capital de ses filiales. En effet, toutes les plus-values réalisées à l'occasion de transactions de vente d'actions effectuées entre les filiales et la société mère sont en principe taxables et donc n'encouragent pas à la détention des actions des filiales par la société mère. Il devient plus intéressant alors pour un homme d'affaires de constituer une multitude de sociétés et de détenir la majorité de leur capital à titre personnel. De cette manière, dans l'hypothèse d'une cession, les plus-values réalisées seront exonérées. Ce problème a certainement même dû dissuader certains groupes de coter l'une de leurs filiales³⁵.

³⁵ Exemple de la SFBT qui aurait pu introduire en bourse d'autres filiales mais qui aurait pu y renoncer à cause de la taxation des plus-values de cession.

Absence de besoin de financement via le marché financier

En matière de financement, les groupes se sont toujours développés dans un système fermé. Généralement, le développement de la société-mère a été financé par le système bancaire qui continue à financer l'investissement des filiales de manière indirecte. En effet, les filiales, en cas de besoin, ont souvent recours à des mécanismes de financement intra-groupe en s'endettant auprès d'autres sociétés du groupe ou de la société-mère, affichant de bonnes capacités de financement ou disposant de meilleures signatures qu'elles. Cela peut prendre la forme d'un prêt ou d'une participation plus importante au capital, ce qui présente pour ces entreprises l'avantage de garder une structure fermée et une gestion opaque, tout en se finançant à faible coût et sans garantie.

Echec de l'expérience d'introduction d'une partie de groupe

Les quelques expériences d'introduction de parties de groupes de sociétés n'ont pas réussi à convaincre le marché. Les investisseurs n'ont pas été séduits par la perspective de n'avoir accès qu'à une portion du groupe à cause certainement de la non représentativité de ces sociétés mais aussi par crainte de subir des risques de transfert de marges entre les différentes sociétés du groupe.

L'adoption d'une vraie organisation de groupe et conforme aux attentes des investisseurs permettra de :

- Rationaliser et d'optimiser la gestion ;
- Repenser les orientations stratégiques afin de se concentrer sur une sélection de métiers où les groupes auront la taille critique et une crédibilité propres pour convaincre l'investisseur national et international ;
- Mettre en place un système d'information et de communication qui pourra assurer au marché une communication régulière, précise et fiable.

Quand ces conditions seront remplies, certains de ces groupes trouveront que leurs ambitions de croissance ne seront plus satisfaites par le crédit bancaire et devront faire appel au marché boursier. Compte tenu d'un effet taille qui va générer des besoins de financement plus importants, d'une plus grande transparence et rigueur dans la gestion, les groupes seront plus attentifs à l'optimisation de l'allocation des ressources et l'amélioration du coût de financement.

B. Recommandations

Notre diagnostic du profil moyen de l'entreprise familiale traditionnelle tunisienne a d'ores et déjà fait ressortir deux problèmes majeurs à l'origine de l'éviction du marché financier : la taille et la non-transparence fiscale et comptable. L'objectif est donc de préparer un gisement de candidats du secteur privé adaptés au marché financier, ce qui passe obligatoirement par une amélioration de leur transparence et par une restructuration nécessaire pour donner naissance à de véritables groupes de sociétés organisés comme tels. Nous recommandons ainsi de :

1. Améliorer la transparence par le renforcement des obligations légales

Renforcer l'article 51 de la loi n°95-44 du 2 mai 1995 relative au Registre de Commerce.

- Toutes les sociétés qui s'adressent au système financier sont tenues de produire un exemplaire des états financiers tels que déposés au greffe du tribunal conformément à l'article 51 de la loi sur le Registre du Commerce; La BCT et le CMF devraient obliger par une circulaire/décision l'ensemble des institutions financières sous leurs contrôles (banques, sociétés de leasing, SICAR...) à l'application scrupuleuse de cette mesure.

Nous recommandons également de mettre en place par la suite un système efficace de centralisation des états financiers collectés au niveau de l'INNORPI qui se chargera de constituer une base de données consultable par le public pour l'ensemble des sociétés concernées par cette obligation. La disponibilité de l'information permettra de démystifier le caractère confidentiel de l'information financière et d'assurer une transition vers une plus grande transparence des sociétés tunisiennes. Cette disposition consolidera d'ailleurs les nouvelles mesures de la BCT visant à améliorer la transparence.

2. Structurer les groupes de sociétés candidats à la Bourse

Avec la promulgation de la loi 2001-117 du 6 décembre 2001, le cadre juridique du groupe existe et devrait inciter les groupes de sociétés à se réorganiser. Nous recommandons complémentaires sont donc :

- sur le plan comptable, d'accélérer l'adoption de la norme comptable de consolidation afin de permettre aux groupes de produire des états consolidés le plus tôt possible, pour les comptes de l'exercice 2002.
- sur le plan fiscal, de procéder à certaines actions qui nous semblent nécessaires. Plusieurs groupes ont des structures de participations assez complexes qui ne permettent pas d'obtenir une vision économique claire de leurs patrimoines et de consolider les principes de

gouvernance et de création de valeur pour l'actionnaire individuel. Dans une optique d'admission en Bourse, la réorganisation de ces groupes s'avère nécessaire afin de délimiter un périmètre clair et lisible. Pour encourager une telle réorganisation, il faudrait que les plus-values générées par la vente de participations à l'intérieur du groupe puissent être exonérées d'impôts. Il s'agit de permettre à des sociétés d'un même groupe de décroiser leurs participations ou encore de permettre à la société mère ou à la holding du groupe d'acquérir auprès des autres sociétés du groupe des participations directes plus significatives (élimination des étages). Seules les transactions intra-groupes qui pourront être bien codifiées (exemple les cessions visant à doter la société-mère du contrôle à plus de 50% de la filiale) et qui respecteront les règles de restructuration des participations seront éligibles à l'exonération fiscale sur les plus-values. Cette exonération implique nécessairement une inaccessibilité de la participation car dans l'hypothèse d'une revente ultérieure de la participation, la plus-value deviendra imposable.

Globalement, l'objectif de la défiscalisation de la restructuration des groupes vise à :

- Créer des sociétés-mères et des holdings de groupes transparentes qui seront des candidates potentielles à la Bourse ;
- Simplifier les structures de groupes et créer des pôles spécialisés.

Ce que nous retiendrons :

Le facteur de blocage

LA TAILLE ET LA TRANSPARENCE DES SOCIETES

- ♦ LES ENTREPRISES TUNISIENNES SONT MAJORITAIREMENT DE PETITE TAILLE, FAMILIALES ET PEU TRANSPARENTES.
 - 500 sociétés seulement ont un capital supérieur à 1 million de dollars
 - 83 sociétés seulement réalisent un chiffre d'affaires supérieur à 50 MD
 - 56 sociétés seulement (dont 46 cotées) payent 38% de l'impôt sur les sociétés
 - ⇒ Les candidats potentiels à la cotation en Bourse sont très peu nombreux
 - ⇒ Les capitalisations des candidats à la Bourse sont de taille réduite
 - ⇒ Les besoins en investissements des entreprises sont limités
 - ⇒ Les entreprises sont réticentes à la transparence.

Les recommandations

- ♦ Préparer des candidats à la cotation présentant une taille, une organisation et des besoins adaptés au marché financier
 - Mettre en place et encourager la réorganisation des groupes de sociétés autour de la loi n°2001-117
 - Mettre en place les règles de consolidation
 - Défiscaliser la restructuration du portefeuille de participation des groupes
- ♦ Rendre effectif le dépôt des états financiers au greffe du tribunal conformément à l'article 51 de la loi sur le Registre du Commerce pour toutes les entreprises qui s'adressent au système financier.

II - CARACTERISTIQUES DE L'ENTREPRISE PUBLIQUE ET DU TRESOR

A. Diagnostic

1. Les entreprises publiques

a) L'expérience mitigée de la privatisation par la Bourse

Compte tenu de la taille et l'importance qu'occupent certaines entreprises publiques dans l'économie, l'ouverture de leur capital au public constitue un excellent catalyseur au développement du marché. Ce phénomène a été constaté dans de nombreux pays tels que le Portugal et la Grèce, ou encore la Pologne et la République Tchèque.

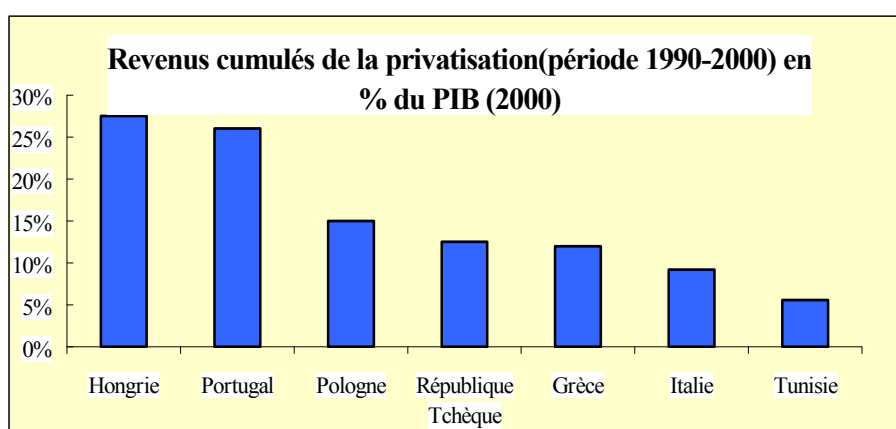
L'apport de ces opérations à la Bourse sont multiples :

- Augmenter la capitalisation totale du marché et donc lui conférer une taille plus importante (exemple : en introduisant une seule société telle que Tunisie Télécom par exemple, la capitalisation du marché peut être augmentée significativement)
- Initier les particuliers à la Bourse³⁶ et enraciner chez eux de nouveaux réflexes boursiers (les épargnants sont plus rassurés par les entreprises publiques avec lesquelles ils sont familiers puisqu'ils utilisent régulièrement leurs services plutôt que par des sociétés privées moins connues du grand public)
- Diffuser une nouvelle culture boursière et communiquer sur les avantages de la Bourse par une campagne de communication d'envergure (l'impact de ces opérations est beaucoup plus fort qu'une multitude de petites opérations)
- Attirer les investisseurs institutionnels domestiques et étrangers par des allocations significatives de titres dans le cadre d'une tranche réservée
- Améliorer la représentativité de la Bourse en y intégrant les plus grandes sociétés du pays (le secteur de l'énergie fortement contrôlé par l'Etat n'est toujours pas représenté en Bourse alors qu'il représente 5 % du PIB)
- Améliorer la transparence des entreprises publiques et créer un effet d'entraînement chez les privés (exemple : l'existence en Bourse de Tunisaïr pourrait inciter une compagnie aérienne privée à en faire de même).

³⁶ 52% des actionnaires individuels français ne détiennent que des actions de sociétés privatisées

La privatisation par la voie de la Bourse n'a représenté que 5,84% du produit total des privatisations de 1987 au 31/07/2001³⁷. Sur les 156 entreprises privatisées, 30 l'ont été partiellement dont 14 se sont faites par ouverture du capital en Bourse, alors que près des deux tiers des opérations de privatisations dans les pays de l'OCDE se sont faites par offres publiques en Bourse. Pourquoi ce faible recours à la Bourse et quel est son impact ?

Prenons le cas de Tunisair. La privatisation partielle de la compagnie aérienne nationale par la cession de 20% au public a été l'opération la plus importante et a certainement permis de dynamiser le marché grâce à la taille de la société et à son attrait auprès du public tout au moins pendant les premiers temps. Cependant, compte tenu de la diffusion dans le public de 20% seulement de son capital, la société a gardé son statut d'entreprise publique et sa gestion n'a pas pu s'affranchir totalement de ses contraintes administratives. Il en a résulté un décalage important entre les attentes du public et l'aptitude de l'entreprise à y répondre, provoquant une fracture que des évolutions défavorables de résultats vont exacerber.



Source : Recent privatisation trends, OCDE 2001

Une autre privatisation de grande taille, celle de la SNDP, maintes fois annoncée n'a toujours pas été réalisée. La difficulté du choix entre différentes alternatives de privatisation (cession à un partenaire stratégique et/ou ouverture du capital au public) et diverses autres questions d'ordre juridique ont constamment différé cette opération.

Dans un pays à forte prépondérance du secteur public et où les neuf premières sociétés du pays³⁸ sont contrôlées par l'Etat, la Bourse n'a encore qu'un seul représentant (Tunisair) de ces grandes sociétés du pays, alors que la privatisation de grandes sociétés constitue une part largement plus importante du PIB dans de nombreux pays d'Europe.

Le ratio de la capitalisation des sociétés privatisées en pourcentage de la capitalisation du marché s'élève à 35% ce qui est encore relativement modeste compte tenu du taux pénétration du secteur public dans l'économie. En plus, environ la moitié de ce ratio provient de la Société Frigorifique et de Brasserie de Tunisie (SFBT) qui avait une petite taille lors de son introduction mais qui, depuis, a connu un parcours boursier exceptionnel et est devenu le titre

³⁷ La privatisation en Tunisie, Ministère du Développement Economique

³⁸ Selon le classement de la revue L'Economiste Maghrébin établi sur la base du chiffre d'affaires 1999.

phare du marché (18% de la capitalisation totale du marché contre 2% lors de son introduction).

Dans la plupart des pays développés, l'apport de la privatisation au marché a été nettement plus prononcé. Au Portugal, par exemple, environ 50% de la capitalisation du marché provient de sociétés privatisées (Portugal Télécom, Cimpor, Electricidade de Portugal) qui ont été vendues au public par tranches successives. La Bourse de Varsovie qui, dix ans après ses débuts en 1991, compte 225 sociétés cotées, n'a pu démarrer que grâce aux introductions initiées par l'Etat dans le cadre de son programme de privatisations, relayé depuis 1998 essentiellement par le secteur privé. En 1998, la privatisation de l'opérateur de télécommunications public polonais (TPSA) a permis de doubler la capitalisation totale de la Bourse polonaise.

L'analyse du processus de privatisation en Tunisie montre que la privatisation via la Bourse a exclu de nombreux secteurs ayant une large place dans l'économie du pays, comme par exemple le secteur cimentier. La privatisation des cimenteries s'est faite sous forme de cessions majoritaires et a été financièrement une grande réussite puisqu'elle a permis à l'Etat vendeur de réaliser des revenus conséquents (prix obtenus se situant dans le haut de la fourchette des transactions comparables).

Quant aux cessions en Bourse, il faut distinguer celles qui ont été précédées d'une cession majoritaire à un privé et celles constituées uniquement d'une diffusion minoritaire dans le public. Le dénominateur commun de ces opérations a été une taille relativement modeste.

Le bilan ici est beaucoup plus mitigé mais il faut tout de même noter que certaines privatisations ayant eu un désengagement important de l'Etat et qui ont donné naissance à des sociétés privées (Sotetel, Siame) ont connu un succès boursier éclatant et ont pu dynamiser le marché financier (la Sotetel a été le deuxième titre le plus traité en 2000).

D'autres projets de privatisation n'ont pas abouti à cause de développements inattendus ou de situations de blocage³⁹ qui ont mis en évidence la difficulté d'une gestion optimale des intérêts de toutes les parties prenantes à ce type de privatisation.

D'une manière générale, l'expérience de la privatisation a également mis en exergue plusieurs difficultés techniques: la complexité de certaines sociétés à privatiser, le choix des méthodes d'évaluation appropriées, un écart important dans la fourchette des prix en fonction de l'option considérée (majoritaire, minoritaire), la capacité du marché à absorber des émissions de grande taille... Des solutions adaptées devraient être trouvées afin de parvenir à un meilleur équilibre entre les intérêts de l'Etat vendeur et son objectif de développement de la Bourse.

³⁹ Exemple de la SOSTEM qui a été rachetée à concurrence de 51% à un prix très supérieur de celui retenu par la CAREPP pour la cession au public ce qui a rendu la diffusion dans le public quasiment impossible.

b) La faiblesse des émissions obligataires

L'examen des émissions d'emprunts obligataires montre également le faible recours des entreprises publiques pour ce type de financement. Une tendance à la baisse a été même constatée puisque la part des émissions obligataires publiques (hors émissions du Trésor) rapportée aux émissions obligataires totales est passée de 73% en 1990 à 13% en 2000 indiquant la quasi disparition des émetteurs publics du compartiment obligataire. En France, les principaux émetteurs (hors Etat) sur le compartiment domestique de la Bourse sont des entreprises publiques et semi-publiques⁴⁰.

Les entreprises publiques perpétuent ainsi les mêmes modèles de financement que les entreprises privées en privilégiant le financement bancaire domestique et/ou étranger, plus facile et plus rapide⁴¹.

Si les grandes entreprises publiques telles que la SONEDE ou la STEG profitent d'un arbitrage en bénéficiant de lignes de crédit étrangères à taux bonifiés, d'autres se contentent d'adopter un mécanisme exclusif d'endettement bancaire alors qu'elles auraient tout intérêt à recourir à la notation et à l'émission d'emprunts obligataires pour alléger leurs engagements envers les banques, surtout publiques.

L'absence de grands émetteurs publics a un impact important sur le compartiment obligataire car il s'agit souvent de sociétés dont les programmes d'investissement⁴² et les besoins correspondants de financement sont suffisamment importants pour pouvoir faire jouer l'effet taille et d'optimiser le coût de financement. De surcroît, il s'agit de sociétés soumises au contrôle de l'Etat et donc totalement transparentes ce qui facilite fortement le recours au marché.

Comme nous le verrons dans la section suivante, l'absence des émetteurs publics s'expliquerait par les difficultés générales du marché obligataire et principalement par celles du compartiment des valeurs du Trésor.

⁴⁰ La caisse de prêts aux collectivités locales : DEXIA, la caisse nationale du crédit agricole, le réseau ferré de France

⁴¹ Dans l'Etude de Nabli, Bahlous (1999) parue au Journal of Economic Literature Classification, les auteurs démontrent sur un échantillon de sociétés que les sociétés publiques ont le meilleur accès au financement externe avec le plus faible coût et les ratios d'endettement les plus élevés.

⁴² Prenons par exemple, les investissements dans le secteur des télécommunications et des transports, majoritairement contrôlés par le secteur public, ils ont atteint en 2001, 1,5 Milliards de Dinars.

2. Le Trésor

Le développement du marché obligataire dépend fortement du compartiment des émissions du Trésor qui représentent souvent la composante majeure des émissions et des transactions des titres de créance. En particulier, les rendements des différentes émissions du Trésor vont déterminer la courbe de taux qui est le véritable baromètre des obligations.

La politique d'émission du Trésor est très dépendante du fonctionnement du marché monétaire, du secteur bancaire mais aussi des investisseurs et des opérateurs qui interviennent sur la dette publique. Nous dresserons dans cette partie le bilan de la réforme de la gestion de la dette intérieure de l'Etat en analysant le fonctionnement général du marché et en analysant à chaque fois le rôle du Trésor dans sa construction.

A partir de 1988, la gestion de la dette intérieure de l'Etat a fait l'objet de plusieurs réformes qui ont donné lieu à la naissance de nouveaux instruments monétaires (BTC) et obligataires (BTNB)⁴³. Cependant, le BTC est resté un produit purement bancaire animé par des mécanismes de liquidité inter-bancaire et avait une maturité moyenne courte qui nécessitait du Trésor un renouvellement permanent de ses émissions. Quant au BTNB, de maturité plus longue (5 et 10 ans), il n'était pas assimilable ce qui rendait sa gestion lourde et complexe et a empêché le développement des transactions sur le marché secondaire. Ces différentes expériences n'ont donc pas permis de doter l'Etat d'instruments efficaces de gestion de sa dette, ce qui a conduit progressivement à leur abandon.

Depuis 1996, une vaste réforme a été engagée par les autorités tunisiennes afin de promouvoir de nouveaux produits susceptibles de restructurer totalement le financement de la dette intérieure. Les objectifs de cette réforme étaient d'accroître le recours du Trésor au marché intérieur, d'allonger la maturité de la dette intérieure et de créer des références de taux sur plusieurs durées. Cette réforme a abouti à la création de BTA dont les maturités s'évaluaient de 5, 10 à 15 ans. Le BTA est, par nature, assimilable et a une valeur de 1.000DT. Par la suite, afin de compléter l'offre de titres, des BTA moyen terme (2, 3 et 4 ans) et des Bons du Trésor Court Terme (BTCT) ont été créés. Afin d'améliorer la liquidité des bons de Trésor, des opérateurs spécialisés (SVT) ont été agréés avec pour rôle de participer aux adjudications et d'assurer les transactions sur le marché secondaire au moyen de cotations en continu.

Comme nous le développerons ci-après, cette réforme, très ambitieuse, s'est rapidement heurtée à plusieurs blocages.

⁴³ Voir Annexe 7 : Premières réformes de la dette publique : l'introduction des BTC et des BTNB

a) Echec du développement des émissions longues et du marché secondaire des titres de l'Etat

Erreurs de départ sur le statut des SVT

Le décret 94-2462 du 22/12/1997 a clairement défini dans son article 3 que les SVT sont choisis parmi les intermédiaires en Bourse personnes morales. Ce choix était motivé par la nécessité de développer les émissions d'obligations longues par des intermédiaires en Bourse qui gèrent normalement de l'épargne longue et conseillent des investisseurs longs contrairement aux banques qui gèrent de l'épargne liquide.

Or à l'évidence, ce choix allait s'avérer très discutable⁴⁴. D'abord, historiquement la dette publique domestique (bons d'équipement, bons de Trésor) a toujours transité majoritairement par le circuit bancaire. Ensuite, les banques continuent encore à canaliser la majeure partie de l'épargne nationale. Enfin, les intermédiaires en Bourse sont pour la plupart des filiales de banques sans avoir nécessairement la même surface financière et la même force de vente (le client de la banque n'est pas nécessairement le client de sa filiale).

A partir de la quatrième adjudication, les montants levés par le Trésor ont connu une baisse importante et les rendements des BTA se tendaient d'un mois à l'autre. Le Trésor s'est rendu compte que pour réaliser les objectifs budgétaires tant au niveau de ses besoins en ressources intérieures d'emprunt que de leur coût, il fallait donc procéder à de nouveaux changements au niveau des opérateurs. Le choix des intermédiaires en Bourse comme uniques SVT allait rapidement être remis en cause car la capacité de placement des intermédiaires en Bourse apparaissait clairement comme insuffisante pour faire face aux besoins du Trésor.

Il fallait donc se résoudre à l'évidence que les banques devaient être autorisées à intervenir sur le marché des titres publics⁴⁵. L'admission des banques va d'ailleurs entraîner progressivement la quasi disparition des SVT intermédiaires en Bourse (deux seulement continuent à opérer à ce jour).

Cette admission tardive n'a pas été sans conséquences puisqu'elle n'a pas permis de sensibiliser les banques aux caractéristiques de ce marché, d'identifier leurs capacités de placement en produits longs, de bâtir une stratégie de promotion des BTA et surtout de préparer une transition vers une nouvelle configuration et logique du marché de la dette publique (transfert des titres, contrepartie, cotation, gestion du risque de taux,...).

Nous pensons qu'il aurait fallu dès le départ avoir un statut unique de SVT qui auraient été choisis parmi les banques et les intermédiaires en Bourse avec les mêmes obligations sur le

⁴⁴ La pratique internationale montre que les SVT sont le plus souvent des banques.

⁴⁵ Ceci sera fait par le décret du 99-1781 du 09/08/1999 qui autorisera les banques à participer aux émissions des titres publics sans toutefois leur accorder le statut de SVT. Par la suite, dans une convention signée avec le Ministère des Finances, l'intervention des banques va être élargie au marché secondaire et les soumettra aux mêmes conditions que les intermédiaires en bourse.

marché primaire et le marché secondaire. Ceci aurait certainement permis d'avoir une meilleure implication et collaboration entre les différents acteurs de ce marché et de déterminer un objectif de développement réaliste et réalisable⁴⁶ qui aurait suscité un engagement plus fort des SVT dans la promotion des BTA et leur négociation.

Persistance d'une logique marché d'émission / produits courts

Si les banques pouvaient permettre au Trésor de lever les capitaux nécessaires au financement du budget, elles n'apportaient pas de solution satisfaisante à l'objectif de développer les émissions longues ni la liquidité des valeurs du Trésor.

Il faut noter à ce niveau que les banques ont essentiellement une clientèle qui place à court terme dans des dépôts rémunérés et des certificats de dépôts, soit donc une épargne liquide. La nature de l'épargne gérée par les banques n'était pas du tout adaptée au développement des investissements dans des produits longs. De même, les banques n'ont pas encore suffisamment développé l'activité de gestion d'actifs sur des supports longs (SICAV long terme, assurance-vie, portefeuille institutionnel...) pour pouvoir développer de manière plus active le placement des émissions longues du Trésor.

L'arrivée des banques en direct sur ce marché a été concomitante avec le lancement de nouvelles valeurs du Trésor à court terme BTCT. Ceci a entraîné une éviction des produits longs au profit des produits courts (voir évolution de la structure des émissions par maturité ci-après) qui s'explique par la préférence bancaire de souscrire à des titres courts et de les adosser à des dépôts de courte maturité (<1an en général) plutôt que de prendre un risque sur la transformation de titres longs en dépôts courts. Les BTA à 5 ans et à 10 ans allaient connaître un coup d'arrêt alors qu'il devaient au départ être les locomotives d'une réforme qui devait, entre autres choses, permettre à l'Etat de rallonger la maturité de sa dette intérieure⁴⁷ et au compartiment obligataire d'avoir de nouvelles références sur les taux longs⁴⁸.

De plus, les banques ont globalement maintenu au niveau des BTCT les techniques déjà largement utilisées au niveau des BTC en assurant un taux garanti et la liquidité du placement pour le déposant qui ne subissait donc aucun risque de taux. Le marché des titres publics est progressivement redevenu ce qu'il était auparavant, autrement dit un marché purement d'émission où les SVT participaient à l'adjudication pour acheter des titres (essentiellement de courte durée) et les rétrocéder à des conditions prédéfinies à leurs clients qui cherchent à placer leur Trésorerie. Il faut noter que l'absence de la technique de la pension livrée qui permet de re-financer les positions détenues et d'emprunter les titres vendus à découvert n'a pas encouragé les SVT à jouer leur rôle de contrepartiste.

Dans ces conditions, le marché secondaire est resté totalement inactif avec des SVT affichant des cotations purement formelles sans engagement de leur part à traiter le papier. Même les

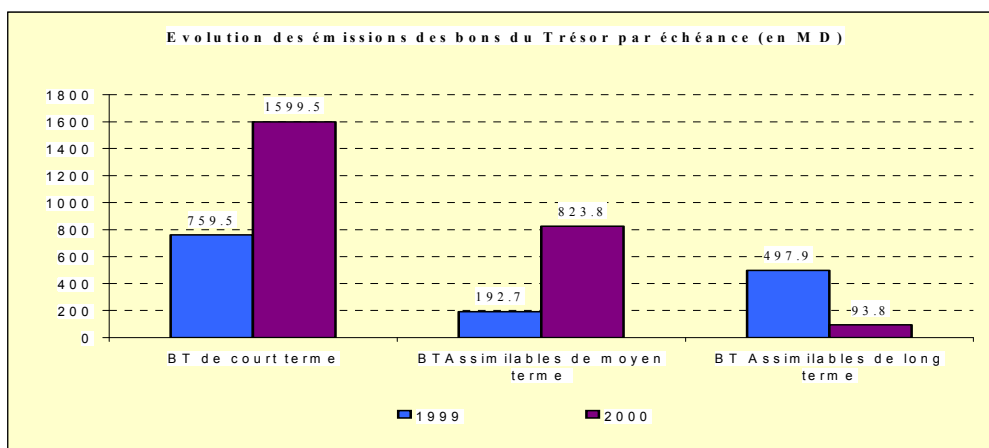
⁴⁶ Exemple : Commencer par obtenir une courbe de taux jusqu'à 5 ans.

⁴⁷ La maturité de la dette intérieure (BTC, BTA) n'est que de 2,5 années contre plus de 8 ans en Grèce.

⁴⁸ En comparaison, les émissions du Trésor au Portugal en 2000 n'ont porté que sur le 5 et le 10 ans ce qui permettait d'avoir des références de taux longs.

règles de participation annuelle aux transactions (4% pour les BTA, 3% pour les BTCT) devenaient inopérantes puisque le marché secondaire ne traitait pratiquement rien.

Comme on le verra ci-après, sans marché secondaire, le marché des titres publics va perdre son thermomètre et n'arrivera pas à améliorer l'efficacité et la performance de tout le compartiment obligataire. En particulier, il n'existe toujours pas de benchmark en Tunisie pour les obligations d'Etat (ex : BTA 5 ans) sur lesquels peuvent être calibrées de nouvelles émissions de l'Etat et des autres émetteurs. Des situations anormales ont ainsi pu être observées avec des taux de sortie plus faibles d'émetteurs privés par rapport à ceux de l'Etat⁴⁹.



b) La prépondérance du marché monétaire dans la formation des taux

La référence absolue en Tunisie en matière de taux reste le taux du marché monétaire (le TMM). Les crédits à court et à moyen terme des banques commerciales, les placements bancaires des épargnants et même certains emprunts obligataires longs à taux variables sont indexés sur le TMM⁵⁰.

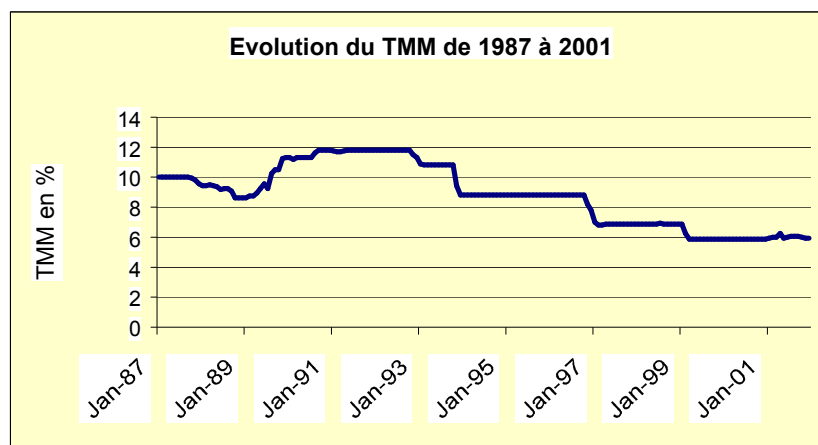
Ce taux correspond à la moyenne des taux pratiqués sur le marché interbancaire. Il a une importance capitale dans le financement de l'économie puisqu'il détermine le coût des ressources de la quasi majorité du tissu économique tunisien (en moyenne surtout endettée auprès des banques commerciales à taux variable).

Afin de maintenir ce taux à un niveau en conformité avec ses objectifs monétaires (exemple : maîtrise de l'évolution des agrégats monétaires, des prix,...) ou encore aux objectifs économiques (exemple : taux de croissance, taux d'investissement,...), la Banque Centrale est souvent appelée à intervenir sur le marché. Elle peut donc décider d'injecter de la monnaie si des tensions haussières apparaissent ou de ponctionner de la monnaie si une sur-liquidité tire les taux vers le bas.

⁴⁹ Exemple : l'emprunt UBCI lancé en Novembre 2001 de 7 ans à TMM+0,75% présentait, suivant une hypothèse de fixité du TMM, un taux de 6,75% inférieur au rendement du BTA comparable qui s'élevait à 7,44%.

⁵⁰ Modern Leasing, la Banque de l'Habitat, l'UBCI ont tous récemment lancé des emprunts obligataires indexés au TMM.

L'observation des taux du marché monétaire sur une longue période montre une première phase d'instabilité des taux (1988-1993) suivie d'une phase plus stable avec une tendance baissière des taux. Ceci est reflété entre 1994 et 2000 par une courbe à paliers (voir ci-après) c'est à dire des chocs de taux (ex : baisse de 8,8% à 7,8%) suivie d'une quasi stabilité de ce taux tout au long de la période qui suit. Au cours de ces différentes sous-périodes de stabilité, le taux a donc été constamment régulé par l'institut d'émission par ses interventions sur le marché monétaire. Cette politique de stabilisation et de baisse de taux a permis d'abaisser l'inflation à des niveaux proches de celui des pays partenaires de même qu'elle a permis de préserver une croissance satisfaisante de l'économie tunisienne. Néanmoins, elle a contribué au cours des années 1999 et 2000 à une croissance très forte des crédits bancaires, sans amélioration notable de la qualité des portefeuilles de risques des banques, tout en présentant des risques futurs de tensions inflationnistes. Ceci a amené la BCT à partir de la fin de l'année 2000 à rationaliser la politique de refinancement par une politique monétaire plus rigoureuse. Celle-ci a pris la forme de conditions plus strictes de refinancement et a donc agi sur l'offre de monnaie plutôt que sur une variation des taux d'intervention de la BCT.



Dans ces conditions, la politique monétaire crée des distorsions au niveau des taux qui ne reflètent plus donc les vraies conditions du marché. De ce fait, l'anticipation des taux courts sur la base d'une analyse du marché (exemple : une sur-liquidité du marché indiquerait que les taux devraient baisser), qui, normalement, est le facteur déterminant de tout investissement en titres de créance, devient un exercice très aléatoire⁵¹. L'investisseur n'est plus alors incité à arbitrer des positions (exemple : vendre des titres longs et acheter des titres courts), ce qui conduit donc à une absence totale des transactions sur le marché secondaire et à une politique d'investissement passive (détention jusqu'à l'échéance) et prudente (préférence pour les titres courts). Par ce biais, il minimise fortement son risque de taux qui se matérialise le plus souvent par une décision de changement des taux, difficilement prévisible parce que ne pouvant être anticipé de l'analyse du marché.

A partir de là, compte tenu de l'importance du taux du marché monétaire dans l'environnement tunisien des taux, le Trésor n'a pas réussi à déconnecter totalement les taux

⁵¹ L'ensemble des opérateurs économiques ont été pris de court en Avril 2001 lorsque la Banque Centrale a décidé de mettre en œuvre un plan de rationalisation de la politique de refinancement des banques par des règles plus strictes.

d'émission de sa première adjudication de BTA des références monétaires⁵². Comme le taux directeur venait d'être baissé d'un point un mois auparavant, le Trésor s'est plus ou moins aligné sur cette référence plutôt que de chercher à construire ses propres références. Par la suite, l'écart de taux s'est élargi progressivement tout en restant jusqu'en Janvier 2000 à un niveau encore relativement faible.

c) La faible attractivité initiale des produits longs

Cette absence de différenciation taux longs – taux courts matérialisée par un différentiel de taux très faible va rapidement avoir un effet négatif sur les BTA long terme. En effet, dans une optique de stabilité des taux, l'investisseur qui place à 5 ans et plus cherche à avoir un rendement nettement supérieur à celui des échéances courtes. Or, les écarts observés dans le graphique ci-dessous montrent que, pendant plusieurs mois, le différentiel de rendement des produits longs par rapport aux produits courts est resté insuffisamment attractif pour développer les émissions longues. Ceci va d'ailleurs diluer le poids des BTA à 5 ans et plus qui après avoir atteint 52% du total des émissions en 1999⁵³ vont revenir à un insignifiant 6%. Cette tendance va être accélérée par l'introduction des BTA moyen terme et par le retour en force des BTCT (la durée moyenne des émissions du Trésor va passer de 4,54 années à 2,04 années). Même l'élargissement du différentiel de taux observé en 2001 avec une forte augmentation des rendements des taux longs⁵⁴ ne va pas permettre d'accroître les émissions longues du Trésor à cause d'un effet d'éviction par les émissions à moyenne et courte échéance qui ont toujours eu les faveurs des investisseurs.

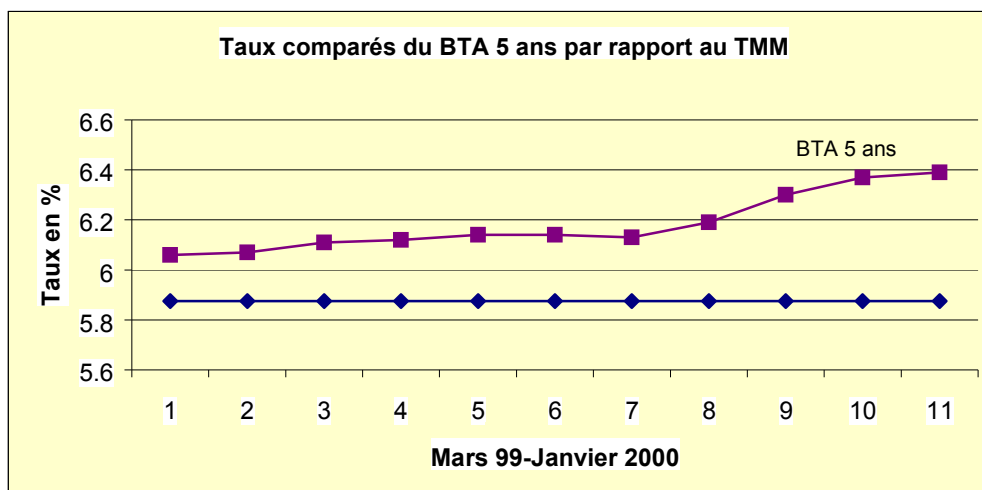
Il faut également noter que les émissions du Trésor ont été désavantagées par leur mode de remboursement in fine qui leur donne des « durations » supérieures à celle des émissions privées de même maturité en majorité remboursables par amortissements constants. De ce fait, la sensibilité au risque de taux à durée égale devient plus élevée pour les émissions du Trésor et conduit à un rejet des échéances longues de BTA⁵⁵.

⁵² Lors de la première émission de BTA en mars 1999, le taux facial du 5 ans était de 6% soit de 1/8 de points seulement supérieur à celui du marché monétaire. Le taux moyen pondéré de l'émission ressortira à 6,06%.

⁵³ S'explique surtout par des souscriptions importantes de l'ensemble des investisseurs après une longue période où le Trésor n'a rien émis et de surcroît dans un contexte d'offre obligataire insuffisante et de baisse de taux.

⁵⁴ 160 points de base en Décembre 2001 entre le rendement du BTA 10 ans et le taux au jour le jour.

⁵⁵ Nous avons calculé qu'une obligation du Trésor à 4 ans a pratiquement la même « durée » qu'une obligation privée à 7 ans à amortissement partiel constant et le BTA 5 ans qu'une obligation privée 7 ans avec deux ans de grâce (très proche des emprunts bancaires). En revanche, le BTA de 10 ans a la plus longue « durée » du marché de 7,5 qui n'a pas d'équivalent au niveau des émissions privées. Ceci expliquerait pourquoi les soumissions pour le BTA 10 ans deviennent de plus en plus rares.



En dépit des contraintes liées aux caractéristiques des investisseurs et des BTA, nous pensons que le Trésor aurait dû, dès le départ, avoir une approche plus résolue dans la promotion des BTA longs en acceptant un taux relativement élevé qui aurait pu attirer plus d'investisseurs séduits par la perspective d'obtenir un rendement largement supérieur au rendement des produits à court terme. La maturité de 5 dans une première phase et celle 4 ans plus tard auraient été les meilleurs supports compte tenu de leurs caractéristiques proches en termes de risques de taux des émissions privées. En misant sur la très bonne signature de l'émetteur, ceci aurait pu canaliser progressivement une plus grande partie de l'épargne domestique et développer progressivement l'épargne longue.

d) Les insuffisances au niveau de la régularité des émissions, du respect du calendrier des émissions et de la communication avec les SVT

L'analyse des taux suppose des études approfondies sur la politique macro-économique du pays, de la politique monétaire, des besoins du Trésor,... Or, les SVT ne disposent aujourd'hui que de très peu d'éléments d'appréciation qui découlent de la difficulté d'établir avec les pouvoirs publics une bonne communication et de devenir un partenaire plutôt qu'un simple acteur d'un marché.

Dans la pratique, il arrive souvent que le Trésor annonce un montant à lever mais qu'il ne lève qu'une modeste partie de ce qu'il a annoncé⁵⁶. Ces décalages importants ne permettent pas de bien définir la stratégie d'investissement et de fidéliser les investisseurs qui n'ont pas pu être servis à plusieurs reprises. Ceci s'explique par les contraintes et les incertitudes auxquelles est soumis, le Trésor telles que la maîtrise de son coût de financement, les variations budgétaires non prévues qui augmentent/diminuent ses besoins de financement, l'évolution de la politique monétaire mais aussi la conjoncture du marché international pour les financements extérieurs. Pourtant, il est primordial de veiller au respect du calendrier d'émissions par la réduction des écarts entre les montants annoncés et les montants effectivement servis⁵⁷. Le Trésor devrait s'engager à respecter un niveau minimal de taux à servir de l'enveloppe globale annoncée.

⁵⁶ En 2000, sur un volume total annoncé de 4540 MD, seuls 2517 MD ont été levés.

⁵⁷ Citons à cet égard l'anecdote suivante survenue au printemps 1986 sur le marché français des OAT, à la suite d'un changement de Gouvernement; le Trésor français, jugeant les conditions d'émission peu favorables, s'abstint d'émettre, ne

D'autres dysfonctionnements ont été relevés notamment au niveau de la régularité des émissions. Avec l'introduction des BTA moyen terme, l'Etat a de plus en plus tiré sur la ligne des 4 ans et n'a plus émis de 5 ans depuis Décembre 2000. Avec la récente hausse des taux, le rendement du 5 ans qui est une référence historique (et ne traitant pas par ailleurs sur le marché secondaire) est actuellement inférieur aux rendements du 4, 3 et 2 ans. A notre sens, cette interruption momentanée ou définitive dans l'émission d'une souche est nuisible car elle crée une discontinuité dans la courbe de taux et une confusion auprès des investisseurs. C'est pourquoi, la régularité des émissions sur toutes les maturités émises devient nécessaire afin d'avoir des références fiables, échéance par échéance. D'ailleurs cette régularité pourra au fil du temps favoriser une dynamisation du marché secondaire car elle pourra donner lieu à des arbitrages plus fréquents.

De même, les SVT n'ont pas accès aux taux proposés et non servis par les uns et les autres (de manière anonyme sans dévoiler leurs identités) ce qui les prive d'informations précieuses sur les anticipations des divers intervenants.

Il faut également noter que la faible atomicité du marché a eu une incidence négative sur la politique d'émission du Trésor. Avec un nombre réduit d'investisseurs domestiques disposant de capacités importantes d'investissement et compte tenu de l'absence d'investisseurs étrangers autorisés à investir sur la dette intérieure tunisienne, le marché est resté dominé par la CNSS qui a une très forte capacité d'investissement et représente, sur certaines adjudications, plus de 50% des montants levés. En tant qu'institution publique et compte tenu d'une capacité d'investissement très importante, cette caisse soumet souvent des offres à des taux très compétitifs pour l'Etat qui seront donc retenues mais qui évinceront en même temps les autres investisseurs. Un seul acteur peut donc souvent, à lui seul, fixer les prix et partant de là influencer fortement la politique du Trésor. Celui-ci sera d'autant moins enclin à communiquer avec le marché que ces besoins pourront être satisfaits.

Il faut enfin noter l'absence d'émetteurs étrangers de premier rang tels que les agences de développement internationales et supranationales qui auraient pu accélérer la modernisation du marché de la dette publique par un effet d'entraînement sur les émissions locales (extension des maturités, références de taux longs) et par un apport important en termes d'innovation et de technicité. A cet égard, l'expérience de certains pays du Sud de la Méditerranée (Portugal, Espagne, Grèce)⁵⁸ est particulièrement édifiante puisque l'internationalisation de leurs marchés a été le principal catalyseur du développement de leurs marchés obligataires.

Pour toutes les raisons déjà développées, nous voyons bien que la réforme de la gestion de la dette intérieure n'a pas permis en définitive de réaliser les objectifs initiaux qui lui étaient assignés. En particulier, il n'y a pas eu de transition vers un modèle de marché où les titres publics de différentes maturités s'échangent régulièrement et servent de références à l'ensemble des émissions obligataires.

respectant plus par là son calendrier. La réaction du marché fut violente et a eu des conséquences négatives pendant plusieurs mois sur le financement du trésor français.

⁵⁸ Voir Annexe 8 : Expérience de développement des marchés obligataires (Cas de l'Espagne, du Portugal et de la Grèce)

B. Recommandations

Le diagnostic a fait ressortir que la privatisation n'a pas été considérée comme un moyen privilégié de structuration du marché boursier privant le compartiment actions de la Bourse d'un important catalyseur. De plus, en dépit de la réforme de la gestion de la dette intérieure, le marché obligataire souffre d'un univers de taux encore réglementé et d'une faible liquidité, ce qui empêche la formation d'une véritable courbe de taux. Pour remédier à cela, nous recommandons de :

1. Lancer des privatisations d'envergure en Bourse

A l'avenir, l'Etat devra procéder à la privatisation en Bourse de certaines sociétés publiques importantes connues du public et opérant dans des secteurs vitaux de l'économie (télécommunications, énergie, électricité...). Ces sociétés permettront d'augmenter la taille du marché, d'augmenter sa profondeur et d'améliorer sa représentativité. Ces ouvertures en Bourse pourront être réalisées de manière étalée dans le temps par émission d'actions et pourront permettre aux sociétés qui ont des programmes importants d'investissement de lever les financements nécessaires à leur développement et d'obtenir un désengagement graduel de l'Etat.

Nous recommandons en particulier les schémas suivants de privatisation en Bourse :

- Dans le cadre d'une privatisation totale, ouverture concomitante au public, et à (aux) acquéreur(s) stratégique(s) du bloc de contrôle avec un poids important du public (pas moins de 30%) dans la nouvelle structure du capital. Dès que l'offre de rachat stratégique aura été retenue et officialisée, le placement de titres dans le public pourra être lancé à des conditions de prix différenciées. Même si l'évaluation des titres pour le placement au public s'est faite avant la cession du bloc de contrôle, le prospectus devra mentionner le plan de développement envisagé par le repreneur.
- Dans le cadre d'une privatisation partielle et progressive, ouverture au public, et à un noyau dur (banques, investisseurs institutionnels, groupes privés...) qui se fera dans le cadre d'un placement global à des prix différents. On peut envisager pour ce type d'opérations généralement de grande taille deux ou plusieurs tranches de placement distinctes (exemple : OPV et placement garanti en Tunisie par un syndicat de placement domestique et placement privé international par un groupe de placement étranger).

Ce que nous reteindrons :

Le facteur de blocage

**FAIBLE RECOURS A LA BOURSE DANS LE CADRE
DU PROGRAMME DE PRIVATISATION**

- La privatisation par voie de Bourse n'a représenté que 5,84% du produit total des privatisations et en moyenne 0,3% par an du PIB
 - La capitalisation boursière des sociétés privatisées représente 35% de la capitalisation boursière totale
- ⇒ Absence des plus importantes entreprises locales et des plus importants secteurs nationaux de la cote de la Bourse
- ⇒ Absence de véritable catalyseur pour le développement de l'offre et de la demande en Bourse

Les recommandations

- ♦ Lancer des opérations de privatisation d'envergure à travers la Bourse
- ♦ Sélectionner des entreprises de grandes tailles et représentatives de secteurs clés de l'économie
- ♦ Associer des investisseurs institutionnels ou stratégiques à côté d'un actionnariat populaire

2. Développer le financement long de la dette publique et la courbe de taux

L'objectif prioritaire à ce niveau est la modernisation de la gestion de la dette publique intérieure par le développement des émissions longues et des transactions des valeurs du Trésor. Ceci permettra d'obtenir une courbe de taux qui servira de baromètre à l'ensemble du marché obligataire. Cet objectif requiert tout d'abord une condition préalable qui est une totale liberté des taux.

Pour cela, nous recommandons de :

a) Achever le processus de libéralisation des taux d'intérêt

- Permettre une libre détermination des taux de rémunération des comptes spéciaux d'épargne et procéder au déplafonnement graduel de la rémunération des dépôts à vue.
- Modifier plus souvent les taux d'intervention et moduler les modes d'intervention de la BCT afin d'obtenir une plus grande variabilité du taux d'intérêt au jour le jour sur l'interbancaire.
- Renforcer les mécanismes de libre détermination par le marché des taux longs des valeurs du Trésor pour atteindre le niveau permettant d'attirer l'épargne longue.

La libéralisation des taux devra s'accompagner à court terme par les actions suivantes :

b) Allonger la maturité de la dette publique et sa liquidité par des supports appropriés

Accroître les émissions du BTA 4 ans qui est comparable, en termes de risque de taux, aux obligations privées et des crédits bancaires les plus largement émis et qui présente une durée susceptible d'attirer une demande importante. En augmentant fortement la contribution du BTA 4 ans en pourcentage des émissions totales du Trésor, le Trésor pourra commencer par créer une première référence de taux long et allonger progressivement la durée de vie moyenne de la dette intérieure. Ensuite, en ayant des encours importants de certaines émissions, la liquidité de ces valeurs pourra s'améliorer d'autant plus que le Trésor pourra ré-émettre plus tard ces même souches pour les émissions à 3 ans et à 2 ans et consolider ainsi le nombre de lignes obligataires.

c) Améliorer la communication des objectifs monétaires et des objectifs de financement budgétaire domestique et renforcer la collaboration entre les différents intervenants

La BCT devra communiquer à la fin de chaque année ses objectifs monétaires annuels (taux d'inflation, taux d'évolution de la masse monétaire) de l'année suivante et publier un compte rendu des réunions de son conseil. Ceci permettra d'informer régulièrement les investisseurs sur la politique monétaire et leur donnera une meilleure visibilité sur l'évolution prévisible des taux.

Le Trésor devra définir chaque année les ressources de financement par catégories de titres publics⁵⁹ qu'il projette de lever sur le marché domestique pour faire face à ses besoins de financement. Il devra par ailleurs préciser la maturité moyenne envisagée de ses émissions et communiquer son objectif de durée de vie moyenne de la dette intérieure. Selon une périodicité trimestrielle, le Trésor devra réunir les SVT afin de faire le point sur le trimestre écoulé et de présenter le programme envisagé pour le trimestre à venir.

Le Trésor devra veiller à réduire au maximum les écarts entre les montants à lever et les montants effectivement levés, s'engager à lever un montant minimum sur toutes les souches proposées à l'adjudication, assurer une plus grande régularité des émissions et communiquer aux SVT la grille totale des offres proposées par les uns et les autres de façon anonyme.

d) Renforcer l'engagement des SVT à négocier les valeurs du Trésor

Il faudra tout d'abord :

- Appliquer une règle minimale de transactions sur le marché secondaire pour tous les SVT indexée sur les volumes du marché primaire. En pratique, sur une base mensuelle par exemple, chaque SVT devrait traiter une quotité de sa part à l'émission sur le marché

⁵⁹ Les montants respectifs prévus pour les BTA long terme, les BTA moyen terme et les BTCT.

secondaire, avec un nombre de contreparties suffisant du marché central (afin d'éviter les opérations croisées et les opérations « inter-groupe »)⁶⁰.

- Introduire rapidement la technique de la pension livrée afin d'encourager les SVT à être plus actifs sur le marché grâce à la possibilité de refinancement que cette technique permet.

Mais aussi :

- Réviser les écarts de prix maximum que les SVT doivent afficher en fonction de la maturité : nous recommandons pour cela un écart maximum de 10 points de base de taux pour les BTCT, 15 points de base pour les BTA 2 et 3 ans, 20 points pour les BTA 4 et 5 ans et 25 points de base pour les BTA 10 ans.
- Augmenter l'engagement du SVT à coter un montant minimal de 100 000 DT et réduire les horaires de cotation à une période de 2 à 3 heures le matin afin d'avoir une vraie séance de cotation.

e) Promouvoir le produit obligataire

- Afficher les cotations non pas sur des écrans « Reuters » accessibles uniquement aux SVT mais également aux investisseurs institutionnels. Pour le public, ces cotations devraient être accessibles en fin de journée sur le site de la banque et dans des panneaux d'affichage des principales agences. A l'instar de ce qui se fait, pour les cours de change ou des cours de bourse, la banque ou l'intermédiaire en bourse doivent veiller à afficher la cotation des principaux titres publics qu'elles proposent à la vente à leurs clients.
- La BVMT et le CMF devraient construire une base de données obligataires et entreprendre avec les autorités publiques des actions de promotion du produit obligataire afin de faciliter sa compréhension. Pour cela, il faudrait :
 - Reprendre dans le site de la BVMT l'ensemble des obligations admises et les titres publics avec toutes leurs caractéristiques (durée, taux, mode d'amortissement, notation,...) et avec une mise à jour du coupon couru, des taux actuariels des dernières transactions.
 - Publier quotidiennement dans un journal de la place les taux actuariels de toutes les souches émises par le Trésor. En cas d'absence de transactions, publier le taux actuariel observé lors de l'adjudication la plus récente.
 - Organiser des stages et séminaires de formation à la culture obligataire axée sur l'assimilation des techniques actuarielles et comptables régissant l'évaluation des produits de taux.

⁶⁰ Un ratio de dispersion des transactions sur un nombre minimal de SVT peut être prévu (exemple : au moins 4 sans dépasser 40% avec un seul SVT).

Enfin, il faudra mener les actions à moyen terme suivantes :

f) Introduire la comptabilisation des nouvelles émissions obligataires aux prix de marché

La détermination de ces prix de marché devrait se faire par référence au marché secondaire ou par référence à une grille d'actualisation indexée sur les taux à l'émission des valeurs de Trésor.

Pour cela, il faudra appliquer les normes existantes de comptabilisation des produits de taux pour les nouvelles émissions obligataires à partir d'une date à définir (exemple le 1^{er} Janvier 2003). La non rétroactivité de ce nouveau mode de comptabilisation vise à ne pas sanctionner les portefeuilles obligataires constitués dans un contexte de comptabilisation au coût historique et qui ont été dans la quasi majorité des cas destinés à être détenus jusqu'à l'échéance. De ce fait, toutes les lignes obligataires⁶¹ émises à partir de cette date seront évaluées aux prix de marché. La référence sera le dernier prix coté du marché secondaire (en cas de développement des transactions) ou par une évaluation théorique obtenue par actualisation des flux de paiement futurs.

Pour les valeurs du Trésor, en cas d'absence de transactions sur le marché secondaire, la valorisation de chaque ligne sera effectuée sur la base du prix moyen retenu lors de l'émission la plus récente⁶². En ce qui concerne les obligations privées, il faudra déterminer un prix théorique par actualisation. Le taux d'actualisation sera déterminé à partir du taux de rendement du BTA (sur le marché secondaire ou lors de l'émission la plus récente) le plus proche en terme de maturité auquel sera ajouté une prime de risque déterminée à partir de la notation de l'émetteur⁶³. Il faudra pour cela créer un comité de normalisation obligataire composé d'experts obligataires ayant pour tâche d'élaborer une grille d'actualisation qui déterminera en fonction des caractéristiques de chaque type d'obligations les taux d'actualisation correspondants en définissant les modalités de détermination du taux d'actualisation (le titre public correspondant + les différentes primes de risques en fonction des notations). Selon une périodicité régulière, ce comité actualisera les variables de cette grille d'actualisation.

Chaque obligation privée aura alors une valeur qui sera actualisée régulièrement en fonction de l'évolution du taux de rendement des valeurs du Trésor qui lui servent de références et de l'évolution de son rating. Ceci devra pouvoir permettre d'évaluer correctement les obligations détenues par les investisseurs institutionnels et de passer de l'évaluation comptable au coût d'acquisition à l'évaluation du marché qui permettra de stimuler les transactions.

⁶¹ Les lignes de BTA et BTCT qui ont un encours en circulation postérieurement à l'entrée en application de cette mesure et qui ont été réouvertes et adjudgées seront également évaluées au prix de marché. Exemple : Le Trésor réouvre au cours de l'année 2003 la ligne BTA 6,75% Septembre 2005, les titres existants seront évalués aux nouveaux prix d'émissions.

⁶² Exemple : Un investisseur a acheté à 98% au mois de Janvier le BTA 6,75% Septembre 2005. Lors de l'émission de Février, le prix moyen retenu est de 98,1%. A partir de cette date, l'évaluation de cette ligne doit être effectuée à ce nouveau prix.

⁶³ Exemple : une obligation notée A qui a une « durée » de 4,1 sera actualisée au taux de rendement du BTA 4 ans + une prime de 25 points de base

g) Compléter la gamme des BTA en créant une nouvelle souche à 7 ans

L'introduction de cette souche permettra de remédier à la discontinuité observée actuellement entre les BTA à 4 ans et les BTA à 10 ans. Ceci permettra de donner une référence pour les emprunts privés de maturité proche.

h) Créer un compartiment obligataire en DT dédié aux non résidents

Il y a selon nous un gisement de sociétés et institutions financières non résidentes ayant des besoins de capitaux sur le marché local mais qui ne répondent pas aux critères d'émission sur le compartiment obligataire domestique. Il peut s'agir soit de banques (CITIBANK, TIB), soit d'institutions internationales de développement (BEI, AFD) qui disposent de très bonnes signatures et qui peuvent avoir une contribution forte au développement du marché obligataire par la diversification de l'offre de titres de qualité, par une rationalisation des pratiques obligataires et par un renforcement de leurs actions en Tunisie.

Ce que nous retiendrons :

Le facteur de blocage

LE FINANCEMENT LONG DE LA DETTE PUBLIQUE ET L'ABSENCE DE COURBE DE TAUX

PROCESSUS CONTROLE DE FORMATION DU TAUX DU MARCHE MONETAIRE

RETICENCES A ACCEPTER DES TAUX LONGS PLUS ELEVES

- ⇒ Impossibilité de formuler des anticipations de taux et pas d'incitation à arbitrer des positions
- ⇒ Pas de transactions sur le marché secondaire et orientation des investissements sur le marché primaire vers les produits courts
- ⇒ Pas d'allongement de la maturité de la dette publique et pas de références sur les taux longs

Les recommandations

Avant tout, il faudra :

Achever le processus de libéralisation des taux d'intérêt par les actions suivantes :

- Permettre une libre détermination des taux de rémunération des dépôts d'épargne et procéder au déplaçonnement graduel de la rémunération des dépôts à vue.
- Modifier plus souvent les taux et les modes d'intervention de la BCT afin d'obtenir une plus grande variabilité du taux d'intérêt au jour le jour sur l'interbancaire.
- Renforcer les mécanismes de libre détermination des taux longs par le marché

Qui sera suivie par les actions suivantes :

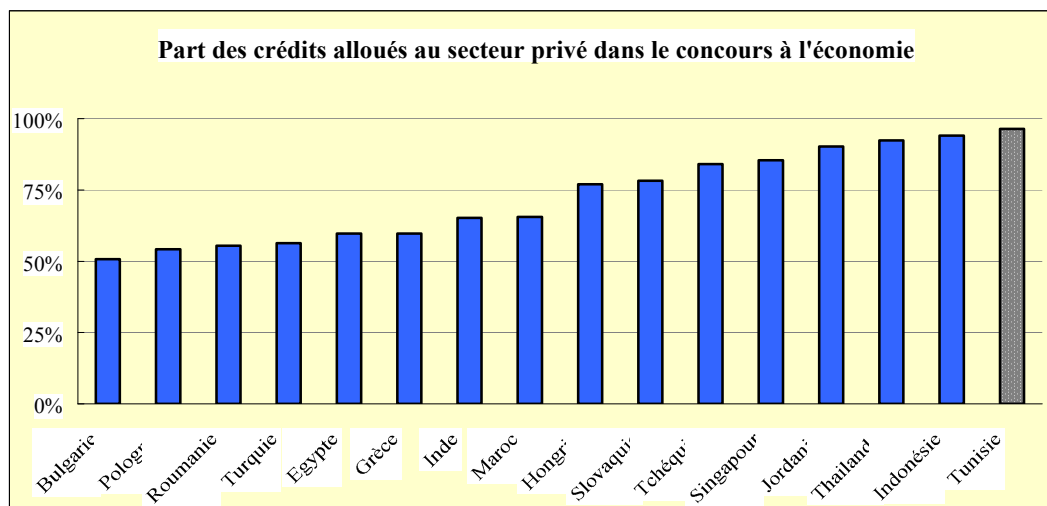
Se fixer un objectif de maturité plus longue de la dette publique

- Accroître les émissions du BTA 4 ans afin d'accroître fortement sa contribution dans le financement du Trésor des émissions totales et de créer une première référence de taux long.
- Créer une nouvelle souche à 7 ans afin de compléter la gamme des BTA.
- Renforcer la communication et la collaboration entre les différents intervenants
- Renforcer l'engagement des SVT à négocier les valeurs du Trésor
- Elaborer une grille d'actualisation des produits de taux pour amorcer une logique de prix de marché au niveau des lignes obligataires
- Créer un compartiment obligataire dédié aux non résidents.

III - L'ENTREPRISE TUNISIENNE ET LE SYSTEME BANCAIRE

A. Diagnostic

La Banque est née dans la Tunisie indépendante avec la Société Tunisienne de Banque et la Banque Nationale Tunisienne⁶⁴, qui depuis le début des années 60 ont assuré le développement de l'industrie et de l'agriculture. Les banques ont joué un rôle important dans le développement du tissu économique tunisien. La création des banques de développement a permis d'apporter des financements longs pour financer les investissements des sociétés tunisiennes. Au total, l'apport des banques a été prépondérant puisque des pans entiers de l'industrie mais aussi des secteurs-clés tels que le tourisme ont été bâtis grâce au soutien financier des banques.



Source : IEQ d'après la SFI, 2000

L'omniprésence du système financier (banques et autres organismes financiers) reste toujours la norme en Tunisie et ce, malgré la diversification des sources de financement. En effet, l'endettement auprès du système financier représentait encore en 2000, 81% de l'endettement total des agents économiques non financiers, alors que seulement 2,7% de cet endettement provient des marchés de capitaux⁶⁵. Les banques ont également joué un rôle important dans le financement des fonds propres de nombreux projets que ce soit directement ou par la création de Sociétés d'Investissement à Capital Risque (SICAR)⁶⁶.

⁶⁴ Qui deviendra plus tard la BNA suite à sa fusion avec la BNDA

⁶⁵ Rapport BCT 2000

⁶⁶ Voir Annexe 9 : Techniques de financement par fonds propres développées par le système bancaire

1. La prépondérance de l'activité de crédit

Remarque: les calculs effectués portent sur un échantillon de dix banques commerciales cotées⁶⁷

La prépondérance des banques dans le financement de l'économie est illustrée par le poids important de leurs revenus d'intérêt. Les banques commerciales ont toujours dégagé de l'activité de crédit une grande partie de leurs revenus sous forme de marge d'intérêt. Celle-ci représentait environ 75% de leurs PNB en 1996. Avec le développement des activités génératrices de commissions et d'autres revenus bancaires, le poids de la marge d'intérêt dans le PNB, s'est progressivement dilué tout en restant relativement élevé à 67,35% au 31/12/2001. Cette évolution a été moins prononcée que celle enregistrée au Portugal où la marge d'intérêt a baissé de 80% à 60% du PNB entre 1993 et 1998.

Il faut noter que la marge brute d'intérêt (en pourcentage du total moyen de l'actif) des banques commerciales tunisiennes, quoiqu'en baisse sur les dernières années (conséquence de la tendance baissière des taux), reste tout de même relativement confortable puisqu'elle a été estimée à 3,28% à fin 2001⁶⁸. En comparaison, dans un pays comme le Portugal, la marge brute d'intérêt a fortement baissé au cours des années 90 pour passer de 5% en 1991 à 1,8% en 1998. Ceci traduit une plus grande efficacité de l'intermédiation financière au Portugal grâce à une plus grande diversification des sources de revenus des banques.

La prépondérance de l'activité de crédit au sein des banques tunisiennes s'explique par sa rentabilité brute satisfaisante et les a conduites à offrir le crédit comme la forme principale de financement des entreprises. L'endettement de ces entreprises a conduit à un déséquilibre dangereux entre la proportion d'emprunts par rapport aux fonds propres⁶⁹ dans leurs financements, ce qui les a rendus vulnérables à la conjoncture économique. Une autre conséquence a été de créer un lien de dépendance fort entre les banques et les sociétés qui, à son tour, a rendu plus difficile une meilleure diversification des ressources de financement. Enfin, un certain laxisme dans l'emploi de ces fonds a été observé chez les sociétés emprunteuses qui a engendré ultérieurement des problèmes de recouvrement pour les établissements bancaires (21% de créances classées à la fin de l'année 2000). Les défaillances de ces sociétés ont un coût important pour les banques (les provisions ont représenté 0,83% du total moyen des actifs en 2001) ce qui affecte la rentabilité des banques dont la marge d'intérêt nette de provisions ressort en moyenne à 2,45%. Comme on le verra ci-après, la gestion du risque du portefeuille de créances est le principal point faible des banques tunisiennes.

⁶⁷ Source: SMART Finance

⁶⁸ Voir Annexe 10 : Marge d'intérêt des banques tunisiennes commerciales cotées en Bourse

⁶⁹ A partir d'un échantillon d'entreprises qui sont couvertes par le programme de mise à niveau lancé depuis Février 1995, Moalla (1997) montre que le seuil de 30% fixé par le Décret 94-489 n'est pas atteint pour 40% d'entre elles, dont la moitié enregistre un ratio de fonds propres bien inférieur à 10%. Ces résultats sont confirmés par Hergli & Belhareth (1997) où plus de 72% des entreprises touchées par l'enquête menée par ces auteurs se caractérisent par un ratio de fonds propres ne dépassant pas 20% dont 65% présentent un ratio inférieur à 15%.

Quelques indicateurs de rentabilité du système bancaire tunisien	2001
Marge d'intérêt rapportée au produit net bancaire	67%
Marge d'intérêt brute rapportée au total actif	3,28%
Marge d'intérêt nette des provisions rapportée au total actif	2,45%
Dotations aux provisions rapportées au total actif	0,83%
Taux de créances classées	21%*

*Année 2000

2. La gestion du risque bancaire

a) Erreurs de conception

Par construction, on a dès le départ mélangé deux métiers différents : la banque de développement assume une prise de risque à un taux déterminé à la fois par le coût de l'argent et par la politique économique, et la banque commerciale qui est le métier de grossiste en argent qui fait en plus l'analyse du risque et en détermine le prix. Pour mémoire, le banquier commercial en France, comme dans beaucoup d'autres pays n'accorde pas en principe de crédits :

- si le fonds de roulement du client n'est pas positif ;
- si la dette long et moyen terme est supérieure aux capitaux propres ;
- si la marge brute d'autofinancement est inférieure à 3 fois l'amortissement de la dette et le service annuel des intérêts ;
- si l'endettement total moins les liquidités est supérieur à 3 fois les capitaux propres.

La garantie ne transforme pas en bon dossier, un dossier qui est mauvais sur le plan de l'analyse technique. Telle qu'elle est pratiquée en Tunisie, la garantie vient cependant conforter une signature dont l'appréciation est médiocre.

b) Absence de risque

D'un autre côté, les banques commerciales n'auront pas joué leur rôle de transformateur :

- en n'assumant pas de risque de taux :

Le financement bancaire réside dans l'indexation des crédits et des dépôts au taux du marché monétaire. Les banques ne subissent alors un risque de taux que sur les crédits financés par des dépôts pratiquement non rémunérés. La marge de manœuvre des banques devient alors très grande compte tenu de l'écart important entre le rendement des emplois et le coût pratiquement nul des dépôts à vue.

- en n'assumant pas de risque de liquidité

Dans l'optique de développement, la BCT a jusqu'à fin 2000 maintenu la possibilité quasi automatique de se refinancer. En conséquence, les banques se souciaient peu de l'équilibre ressources-emplois. Elles considéraient que tout nouvel emploi pouvait à priori être refinancé.

- en n'assumant pas de risque de transformation

Historiquement, et pendant longtemps, les sociétés ont financé une grande partie de leurs besoins d'investissement par du crédit à court terme (découvert bancaire, facilité de caisse...) ⁷⁰ avant de recourir à partir des années 90 de manière significative au crédit à moyen terme ⁷¹.

Dans la pratique, des crédits à court terme renouvelés indéfiniment deviennent de ce fait des crédits à long terme à taux variable mais pour lesquels il n'y a ni engagement en matière de taux, ni engagement en matière de liquidité.

Le taux finalement pratiqué n'est pas prévisible pour l'investisseur et son calendrier incertain. De là, tout calcul de rentabilité de l'investissement devient théorique.

c) Les biais au niveau des taux d'intérêt des crédits à moyen terme

A partir du début des années 80, les banques de développement ont pendant plusieurs années dominé le segment du financement à moyen et long terme de l'entreprise. Les taux pratiqués étaient indexés sur le coût de leurs ressources longues (essentiellement extérieures) et donc reflétaient correctement le risque associé à un financement de longue maturité. Cependant avec la tendance baissière du taux du marché monétaire à partir de 1994, ces banques allaient progressivement perdre des parts de marché à cause de la concurrence de plus en plus vive des banques de dépôts. Les taux pratiqués par les banques de développement devenaient de moins en moins compétitifs à cause notamment du faible coût des ressources des banques commerciales ⁷² mais aussi des pratiques de celles-ci en matière de taux.

Au niveau des banques commerciales ⁷³, la politique de crédit est globale et ne différencie que très faiblement les crédits par leurs maturités et par leur nature. Selon les statistiques financières de la BCT, le taux d'intérêt effectif moyen (1^{er} semestre 2001) des crédits à court terme (hors découvert) est de 8,71% et de 8,85% pour les crédits à moyen terme, soit une

⁷⁰ Dans une étude de Moalla (1997), le recours fréquent à l'appoint de liquidités par voie d'emprunt a été confirmé par l'observation d'un ratio moyen de (Dettes à Court Terme d'exploitation et dettes à court terme bancaire)/ Total ressources de 61,8%.

⁷¹ La part des crédits moyen terme dans les encours des banques commerciales est en constante progression depuis plusieurs années pour atteindre en 1999, 38,5% du total.

⁷² Le coût des ressources des banques commerciales est leur principal avantage compétitif. Au 31/12/2001, il est ressorti à 3,38%.

⁷³ De plus en plus prépondérantes dans le financement des investissements des sociétés (86% des concours à l'économie de 1999)

différence insignifiante de 14 points de base. Les conditions d'un crédit à court terme sont sensiblement proches de celles d'un crédit à moyen terme et sont toutes deux indexées au TMM⁷⁴. Il faut comprendre que les ressources des banques commerciales sont à concurrence de 80% courtes et à environ 50%⁷⁵ indexées au TMM. Hormis quelques emprunts à plus d'un an et avant l'apparition récente de quelques emprunts obligataires à taux variables, les ressources à moyen et long terme des banques commerciales (constituées essentiellement par les ressources spéciales + leurs fonds propres) ne couvrent pas la totalité de leurs crédits à moyen et long terme. Il n'y a donc pas d'adéquation entre ses emplois et ses ressources à moyen et long terme puisque la banque adosse des ressources courtes ou de durée intermédiaire (1 à 2 ans) à la couverture des crédits à moyen terme. La banque doit avoir un renouvellement permanent de ses ressources courtes pour couvrir ses engagements. A taux d'intérêt monétaire fixe, toute raréfaction des ressources sur le marché entraîne un renchérissement du coût de financement de la banque qui à son tour grève fortement sa rentabilité.

Au niveau des taux, bien que d'apparence nous puissions penser que les banques n'ont pas de risque de taux puisqu'elles se financent à taux variable et prêtent à taux variable, elles subissent un risque de taux sur les emplois financés par des dépôts à vue⁷⁶ non rémunérés ou rémunérés à taux fixe ne pouvant pas excéder en théorie 2%. Nous voyons donc que les crédits à moyen terme indexés au TMM ne sont pas du tout immunisés contre un risque de taux et exposent les banques à des situations défavorables (diminution des marges en cas de baisse de taux vérifiée au cours des dernières années). Faute d'une gestion emplois-ressources rigoureuse qui vise à gérer le risque global de taux, les banques n'ont pas pu développer les techniques adéquates de détermination des taux des crédits en fonction de leur maturité et de leur risque. De ce fait, elles ont introduit un biais dans la courbe de taux par une mauvaise évaluation des taux longs des crédits accordés et souvent par une sous-évaluation qui n'intègre pas l'éventualité de chocs de taux ou de diminution relative des ressources. Ceci conduit fréquemment à constater des aberrations illustrées par de meilleures conditions de financement de signatures privées⁷⁷ par rapport à des signatures de premier ordre telle que celle de l'Etat. Dans plusieurs cas, nous constatons que le Trésor emprunte sur le marché domestique plus cher que des signatures privées auprès du système bancaire. Le risque de signature est dans ce cas rémunéré négativement. Nous pouvons même nous demander dans ce cas si la banque n'a pas plutôt intérêt à prêter à l'Etat plutôt qu'à des signatures privées.

Compte tenu de la prépondérance des banques dans le financement de l'économie, les pratiques bancaires ont une grande influence sur l'univers des taux. Avant d'aller par exemple sur le marché obligataire, un émetteur prendra comme référence les taux bancaires déjà obtenus. Or, compte tenu de marges bancaires globalement confortables, les bonnes signatures publiques ou privées ont pu bénéficier de conditions très avantageuses. Pour cela, nous allons comparer le coût du financement bancaire avec celui du financement obligataire

⁷⁴ Hors crédits sur ressources spéciales.

⁷⁵ Compte non tenu des dépôts à vue et des dépôts à terme des non résidents.

⁷⁶ Représentent quand même 29% des ressources totales de la banque

⁷⁷ Dans le rapport SFAR sur le financement du secteur privé, les conditions de crédit des meilleures signatures sont de TMM+0,5% pour des crédits à moyen terme ce qui compte tenu du niveau actuel du TMM donne un coût de financement plus faible de la signature privée que celui du Trésor.

pour un échantillon d'entreprises composé de cinq sociétés cotées, toutes considérées comme de bons risques⁷⁸.

d) Un léger avantage compétitif au crédit bancaire qui tend toutefois à se rétrécir

Nous avons procédé tout d'abord au calcul du coût de financement bancaire⁷⁹. Comme tous les emprunts étudiés étaient à taux variable, leurs coûts ont été estimés sur la base d'une hypothèse de stabilité du TMM pour les remboursements futurs des emprunts non encore échus. Afin de réduire l'incertitude liée à l'évolution ultérieure du TMM, nous avons uniquement pris des emprunts contractés en 1997 et 1998. Nous avons par la suite comparé le coût de ces financements avec le coût de l'emprunt obligataire⁸⁰. Nous avons intégré dans le coût les commissions normalement prélevées pour chaque type d'opération et pour chaque émetteur (selon les informations disponibles).

Il ressort de cette analyse que l'emprunt bancaire est moins cher. En moyenne, la différence observée est de 83 points de base en faveur du crédit à moyen terme bancaire. Cet écart s'explique en grande partie par la tendance baissière des taux observée essentiellement en 1998/1999. En neutralisant l'impact de la baisse des taux sur le coût des emprunts bancaires, l'écart se rétrécit à 35 points de base.

Dans la pratique, au moment de l'émission d'un emprunt obligataire, la détermination du taux de sortie s'indexe sur les taux du marché monétaire du moment (faute de benchmark sur les taux longs) et n'intègre pas l'éventualité d'une baisse de taux. A posteriori, dans une conjoncture baissière de taux, ceci se répercute souvent par des taux de sortie relativement élevés. A partir de l'année 2000, lorsque le TMM a commencé à se stabiliser, l'écart est devenu extrêmement serré entre les crédits bancaires et entre les emprunts obligataires (entre 10 et 15 points de base pour les sociétés de leasing de notre échantillon). Avec le resserrement de la liquidité bancaire de 2001, cette tendance s'est poursuivie faisant vraisemblablement converger les conditions obligataires aux conditions bancaires.

En résumé, sur la période 1997-1999 caractérisée par une sur-liquidité bancaire et par une baisse des taux, les bonnes signatures ont bénéficié de conditions bancaires compétitives et n'ont pas eu de meilleures alternatives de financement. Ceci explique la perception largement répandue chez de nombreux émetteurs d'une plus grande compétitivité du crédit bancaire. Cette situation évoluera au cours de l'année 2001, caractérisée par une tension sur les taux du marché monétaire, pour aller vers un quasi-alignement des conditions de financement.

Le choix du mode de financement en fonction du critère du coût n'est pas toujours aisé en raison de la sensibilité de chaque mode de financement à de nombreuses variables qui sont en constante évolution (liquidité du marché monétaire, situation financière des banques, capacité

⁷⁸ Leurs notes se situent toutes dans la catégorie « investment grade » (entre BBB et A+)

⁷⁹ Voir Annexe 11 : Tableaux comparatifs des coûts des crédits bancaires et des emprunts obligataires contractés en 1997 et 1998

⁸⁰ Le coût de l'emprunt obligataire est, soit celui effectivement subi par la société lorsqu'elle y a eu recours, soit théorique pour ALKIMIA sur la base des conditions de sortie qu'aurait pu avoir la société compte tenu de son rating.

d'absorption des émissions obligataires, évaluation du risque de l'emprunteur,). Au moment de la décision, l'emprunteur se trouve confronté à beaucoup d'interrogations : faut-il emprunter à taux variable ou à taux fixe ? comment évolueront les taux ? que coûtera in-fine le crédit en question ?

Jusqu'à présent, cette difficulté de comparaison lorsqu'elle se posait, a été souvent arbitrée par la société emprunteuse au profit de la banque sur la base non plus de variables quantitatives mais de variables qualitatives (rapidité de mise en place, exigences de transparence faibles, relations avec le banquier, souplesse de l'emprunt bancaire (rééchelonnement, paiement par anticipation, renégociation des taux...)).

3. Vers une dilution progressive de la prépondérance du crédit bancaire dans le financement des investissements

Malgré la mise en place par la BCT au début des années 90 de nouvelles règles prudentielles ayant permis d'améliorer la qualité des créances bancaires (le taux des créances classées est ainsi passé de 30 à 21% en dix ans), le crédit bancaire reste encore aujourd'hui très largement prépondérant dans le financement de l'économie tunisienne. A la fin 2000, la proportion des investissements du secteur privé financés par du crédit bancaire⁸¹ a été estimée à 31% (qui se décompose comme suit : 28,8% banques commerciales et 2,2% banques de développement).

En comparaison, la contribution des emprunts obligataires a été modeste avec seulement 4,2%. Les émissions en numéraire réalisées en Bourse n'ont financé que 0,9% des investissements du secteur privé. Au total, la Bourse aura servi à financer 5% des investissements du secteur privé. Bien que modeste, ce chiffre est supérieur à la contribution par exemple de la Bourse de Casablanca dans le financement du total des investissements marocains⁸².

Afin de porter de 5% à 20%, la part des investissements du secteur privé financés par le marché, les pouvoirs publics ont pris de nombreuses décisions dont les plus importantes sont celles destinées à infléchir le recours excessif au crédit bancaire.

Dans ce cadre, la Banque Centrale de Tunisie a décidé de renforcer ses ratios en matière:

- de liquidité en incitant les banques à assurer une meilleure adéquation entre leurs ressources et leurs emplois et ainsi à éviter à la BCT d'assumer le risque de liquidité de l'économie ;
- de concentration des risques pour pousser les banques commerciales à rechercher chez leurs clients un minimum d'équilibre entre financement à crédit et financement par fonds propres et de les amener à diversifier davantage leurs sources de financement.

⁸¹ Calculé comme suit: (Différence des encours des crédits bancaires à moyen et long terme / investissements privés). Source Site de la Banque Centrale de Tunisie

⁸² Niveau de 1% en 1999, Source FIBV

En plus de cela, d'autres décisions prises par la BCT pourraient rapidement améliorer la transparence et l'information financière des sociétés. En effet, la circulaire n°2001/12 du 4 mai 2001 oblige à présent les banques :

- à exiger des états financiers certifiés de leurs clients dont les engagements auprès du système financier dépassent 5 MD, et
- pour ceux qui ont des engagements supérieurs à 25 MD, il est requis soit une notation soit une cotation en Bourse (Une estimation récente a évalué ces derniers à 83 sociétés).

Ces mesures représentent selon nous un tournant décisif dans l'orientation des sociétés vers le marché financier pour les raisons suivantes :

Le ratio de liquidité

Le ratio de liquidité est une mesure particulièrement importante car elle vise à la rationalisation de la politique de crédits des banques⁸³ et à la mise en place de procédures plus strictes d'octroi de crédit. Les banques devront veiller dans l'avenir à avoir une couverture adéquate de l'actif réalisable par le passif exigible⁸⁴. Les banques qui ne se conforment pas au ratio de liquidité doivent remédier à toute insuffisance de ressources par un effort supplémentaire de collecte de l'épargne ou par des levées de capitaux auprès de prêteurs externes ou auprès du marché financier. Cette tendance a déjà été observée depuis plusieurs mois avec le lancement par plusieurs banques d'émissions obligataires destinées à renforcer leurs ressources par des fonds stables de longue maturité. Le différentiel entre le coût d'un emprunt obligataire et le coût habituel du refinancement auprès de l'institut d'émission (qui varie selon nos estimations entre 50 à 100 points de base selon le taux de sortie de la banque) entraîne un renchérissement du coût des ressources des banques ayant une insuffisance initiale de ressources. L'impact de ce renchérissement sur les marges bancaires aura un effet déterminant sur la politique de crédit des banques qui sera nécessairement plus sélective et exigeante sur la qualité du dossier et des conditions de taux qui peuvent lui être appliquées.

Le renforcement des ratios de concentration des risques

Le renforcement des ratios de concentration devra réduire le recours excessif de certaines sociétés/groupes à certaines banques. Compte tenu des relations privilégiées entretenues entre certaines banques et certaines grandes sociétés⁸⁵, une règle plus stricte de concentration constitue un pas important vers la diversification des sources de financement non-bancaires car elle est appuyée par les autres mesures visant une plus grande transparence des sociétés.

⁸³ Vise à juguler toute politique expansionniste de crédit non suivie d'une évolution correspondante des ressources.

⁸⁴ Article 13 (nouveau) de la circulaire 2001/4 du 16 février 2001

⁸⁵ Exemple: Le dirigeant de la société est administrateur de la banque

Le renforcement des règles de transparence

Pour les engagements supérieurs à 25 MD :

Le niveau d'engagement de 25 MD vise en particulier les sociétés de taille importante dont le profil et les besoins sont les plus adaptés au marché financier. En excluant les sociétés lourdement endettées ou en difficulté, ce sont des sociétés qui, en général, ont des programmes d'investissement importants et qui génèrent ainsi des besoins de financement d'une taille qui permet d'envisager sérieusement et d'optimiser une émission sur le marché financier. Il s'agit donc de la cible première du marché financier. Certaines de ces sociétés⁸⁶ qui sont déjà cotées ont déjà anticipé l'entrée en vigueur de ces mesures en se faisant noter et en lançant des emprunts obligataires au cours du dernier trimestre 2001. Dans notre enquête sur les financements d'un échantillon de 40 sociétés et groupes, nous avons dénombré 8 groupes qui sont concernés par ces mesures et nous estimons qu'une dizaine de nouveaux candidats pourront dans l'avenir recourir au marché financier (essentiellement par émission d'obligations)⁸⁷. Ce chiffre n'est évidemment pas très important mais nous pensons que ce qui compte véritablement ce n'est pas le nombre de sociétés émettrices mais surtout la taille des émissions. Dans le sillage de la loi sur les groupes qui devra permettre l'émergence de sociétés mères qui centraliseront les besoins de financement des groupes, la taille et la fréquence des émissions devra être nettement plus élevée que par le passé, ce qui compensera dans une certaine mesure le nombre relativement faible des sociétés pouvant venir se financer sur le marché.

L'exigence de la notation pour les sociétés ayant plus de 25 MD d'engagement auprès du système financier est une réforme de taille car elle permet à la société de subir un premier test d'évaluation par une agence indépendante qui permettra d'obtenir une opinion sur son niveau de risque et de fournir à ses partenaires financiers une appréciation neutre et objective sur sa solvabilité et sa solidité financière. Par ce biais, elle réduit fortement la probabilité d'évaluation sommaire et subjective du risque par les établissements de crédit et les soumet en même temps à la concurrence d'autres alternatives de financement.

Pour les engagements supérieurs à 5 MD :

La certification des états financiers des sociétés ayant un engagement auprès du système financier supérieur à 5 MD par des commissaires aux comptes agréés auprès du système financier est une mesure qui devrait améliorer la transparence d'un nombre assez important de sociétés et accroître la fiabilité de leurs états financiers. Ceci permettrait d'une part une meilleure rationalisation de la politique d'octroi du crédit du banquier par une importance plus accrue à l'analyse des états financiers de l'emprunteur, et d'autre part d'éliminer les avantages compétitifs de toutes les sources de financement peu exigeantes au niveau de la transparence. Dès lors que ces comptes sont certifiés et que la transparence n'est plus une contrainte, la société pourrait alors arbitrer entre plusieurs modes de financement en fonction

⁸⁶ BATAM, EL MAZRAA...

⁸⁷ Voir conclusions de l'enquête en annexe.

de critères essentiellement de coût. Ceci permettra aux financements directs de devenir une alternative sérieuse de financement et de concurrencer à armes égales le financement bancaire.

Impact de ces mesures sur le recours au marché financier

Cette concurrence devra provoquer une révision totale des pratiques des crédits longs au niveau des banques. En particulier, la banque sera soumise de plus en plus à une pression des bonnes signatures dans l'hypothèse où grâce à une bonne notation, ils pourront obtenir de meilleures conditions sur le marché financier. Dans ce cas, la banque risque soit de perdre certains de ses meilleurs clients ou de s'aligner sur les conditions du marché financier par une baisse de ses marges. Dans les deux cas, ceci affectera la rentabilité des banques par une baisse de sa marge d'intérêt. Elles devront alors revoir toute leur politique de crédits longs pour refléter une meilleure adéquation entre le risque et le taux qui lui y est associé. Une meilleure différenciation des risques des différentes créances devra être impérativement faite et par conséquent une meilleure tarification des taux débiteurs. Par ailleurs, afin d'éviter une fuite importante des clients traditionnels vers le marché financier, les banques seront amenées elles-mêmes à jouer un rôle plus actif au niveau du marché financier en développant l'activité de syndication et de montage de financements de marché. L'activité de conseil et d'ingénierie financière seront alors développées au sein des banques afin de compenser la baisse de la marge d'intérêt par un accroissement des revenus sous forme de commissions⁸⁸. Les relations privilégiées qu'entretiennent les banques avec les émetteurs, leurs capacités de placement et de distribution seront nécessairement un argument très fort pour l'orientation d'une grande partie des financements vers le marché.

Après une première phase de renforcement de la transparence et de la rationalisation de l'analyse des émetteurs, les banques devraient progressivement se faire l'avocat de l'introduction en Bourse, avec le support de leurs intermédiaires spécialisés. Par rapport aux conditions exigées (notation/introduction), les banques pourraient alors commencer à chercher plus activement à amener la société à s'introduire dans la mesure où cela indiquerait le niveau maximal de la transparence et serait le couronnement du processus d'adoption par la société de règles strictes de gestion et de transparence.

Plus que la notation qui émet un avis sur la solvabilité qui est souvent un préalable à une émission d'instruments de dette, l'introduction est une décision globale qui implique une vision totalement différente de l'avenir de la société, de son fonctionnement et de ses relations avec ses partenaires. L'introduction en Bourse répond à un besoin de la société de lever des capitaux sous forme d'actions ou de coter ses actions. Cette option concerne en particulier les sociétés tunisiennes dont les performances leur permettront d'être valorisées correctement en Bourse, les sociétés sous capitalisées devant renforcer leurs fonds propres et les sociétés n'ayant pas suffisamment de fonds propres pour financer des programmes importants d'investissement. Toutefois, selon nos recherches⁸⁹, le gisement des sociétés qui pourrait opter pour l'introduction est sensiblement inférieur à celui du gisement des émetteurs obligataires

⁸⁸ Cette démarche sera un prélude à toute une nouvelle stratégie bancaire en matière d'activité boursière avec un engagement plus fort également du côté de la demande.

⁸⁹ Voir conclusions de l'enquête.

potentiels et se situerait actuellement à une dizaine de candidats au plus. Cette estimation traduit la situation actuelle et peut être appelée à évoluer très rapidement par un effet accélérateur d'entraînement. Cette faiblesse relative du potentiel d'introductions à court terme traduit avant tout une anticipation d'une démarche progressive du recours au marché financier⁹⁰ mais aussi les préalables de ces opérations (restructuration, réflexion stratégique,...) qui nécessitent un processus plus long de préparation.

Pendant plusieurs années, la disponibilité de sources de financement bancaires au coût plus avantageux et beaucoup moins contraignantes ont naturellement et traditionnellement détourné les entreprises du marché financier. Le système bancaire exerçait de ce fait une emprise totale sur le financement de l'économie créant par là par un effet d'éviction des sources alternatives de financement.

B. Recommandations

Afin de réduire l'éviction des financements directs par le financement bancaire et de rationaliser les mécanismes de financement à long terme des sociétés tunisiennes, nous recommandons les actions suivantes :

1. Veiller à la stricte application des mesures et règles édictées par la BCT en 2001

(liquidité, notation/certification des comptes des clients de taille importante).

2. Mettre en place au sein des banques une gestion Emplois – Ressources (ALM)

Cette gestion vise à assurer une adéquation optimale entre les ressources et les emplois des banques et à suivre leurs positions de taux au passif comme à l'actif. Cette gestion permettra aux banques d'optimiser la gestion de leur risque de taux.

3. Introduire de nouveaux mécanismes de fixation des taux longs

Les taux longs des banques doivent être correctement adossés aux ressources de moyenne et longue maturité. Nous recommandons de définir un taux de base bancaire pour les meilleures signatures qui constitue en quelque sorte un taux plancher des crédits à moyen et long terme (≥ 5 ans). Ce taux pourra être déterminé par référence au coût moyen des ressources longues

⁹⁰ Vérifié empiriquement par certains groupes de sociétés : On préfère commencer par un appel public à l'épargne, par un emprunt obligataire...L'apprentissage de la bourse se fait graduellement.

(emprunts obligataires, ressources spéciales, dépôts longs) dans le système bancaire⁹¹. Ce taux est révisable à chaque changement du taux directeur qui modifiera le coût des ressources longues. Les banques pourront par la suite, en fonction des signatures et des maturités, moduler le taux final du crédit pour refléter un différentiel de risque et/ou de durée. Ainsi, un crédit à moyen terme sera désormais exprimé à [Taux Long Bancaire + une prime de risque]. Par ce biais, il n'y aura plus de quasi-monopole du taux monétaire dans les transactions bancaires. Les autorités monétaires auront même une plus grande marge de manœuvre dans la conduite de la politique monétaire puisqu'une variation du taux du marché au jour le jour n'est pas systématiquement reproduite dans le coût de financement des investissements des agents économiques. Ainsi, le taux au jour le jour pourra varier pour refléter des évolutions conjoncturelles sans toutefois entraîner un renchérissement du coût des financements longs qui doivent toujours dépendre de facteurs structurels.

4. Procéder à la notation des banques

Cette notation vise à obtenir une appréciation indépendante de la qualité de la gestion des créances bancaires et de la solidité financière de chaque banque. Il faudra modifier en conséquence l'article 30 de l'arrêté du 17 Novembre 2000 qui dispense de notation les banques cotées garantissant des emprunts obligataires dont l'évaluation et la comparabilité seront ainsi améliorées.

Ce que nous retiendrons :

Le facteur de blocage

L'EVICION DES FINANCEMENTS DIRECTS PAR LE FINANCEMENT BANCAIRE

- ♦ POLITIQUE DE CREDIT BANCAIRE TRES GENEREUSE⁹²
 - ⇒ pas de diversification des sources de financement pour les sociétés
 - Faiblesse des recours au marché financier (<5% des investissements privés)
 - ⇒ pas de diversification des sources de revenus pour les banques
 - Marge d'intérêt : environ 70% du PNB et très confortable > 3% des actifs
 - Faible coût des ressources clientèle ⇒ taux débiteurs très compétitifs
 - Faible recouvrement des créances (taux de créances classées de 21%)
- ♦ INSUFFISANCE AU NIVEAU DE LA GESTION DU RISQUE BANCAIRE
 - Insuffisance des modalités de détermination des taux longs
 - Inadéquation emplois-ressources
 - ⇒ Distorsions au niveau des taux longs et conséquences sur la compétitivité des autres alternatives de financement et sur l'efficacité de la courbe de taux.

Les recommandations

- ♦ Veiller à la stricte application des mesures et règles édictées par la BCT en 2001 (liquidité, notation/certification des clients de taille importante).
- ♦ Mettre en place au sein des banques une gestion Emplois – Ressources (ALM) qui vise à assurer une adéquation optimale entre ressources et emplois et à suivre les positions de taux au passif comme à l'actif.
- ♦ Introduire de nouveaux mécanismes de fixation des taux longs (taux fixe bancaire) qui soient correctement adossés aux ressources de longue et moyenne maturité.
- ♦ Notation des banques afin d'obtenir une appréciation indépendante de la qualité de la gestion des créances bancaires et de la solidité financière de chaque banque.

⁹¹ Moyenne pondérée des coûts des ressources longues de l'ensemble des banques

⁹² Antérieurement à mars 2001

IV - L'ENTREPRISE TUNISIENNE ET LE MARCHE FINANCIER

A. Diagnostic

Le recours au marché est fortement déterminé par le degré d'attractivité de l'émission sur le marché comparativement à d'autres alternatives de financement. Le marché financier doit donc offrir un certain nombre d'avantages en termes de valorisation, de coût d'émission et diverses autres incitations afin de séduire un plus grand nombre de candidats. Nous examinerons dans cette partie l'impact des pratiques dominantes et de la réglementation sur l'offre de titres.

1. La valorisation des titres en Bourse

Le processus d'introduction en Bourse est un processus très long qui commence par des restructurations d'ordre juridique et organisationnel suivi de l'évaluation des titres de la société, compte tenu de sa situation actuelle et de ses perspectives de développement. En moyenne, cette première phase exige entre une et deux années.

De nombreux projets d'introduction avortent à la fin de cette première phase en raison d'un désaccord sur le prix. En effet, le vendeur cherche à maximiser le prix de cession. Les dirigeants de l'entreprise s'estiment les mieux informés sur la situation de leur société mais aussi du secteur, et de leurs perspectives. Ils présentent une stratégie de développement et des résultats prévisionnels qu'ils jugent réalisables compte tenu d'hypothèses qu'ils considèrent cohérentes. Il arrive cependant qu'il n'y ait pas de consensus entre les émetteurs et les investisseurs autour des hypothèses retenues en raison de l'appréciation différente faite par chacun sur des questions telles que l'évolution du secteur, la position concurrentielle de l'entreprise, sa structure financière ou sa rentabilité.

De telles divergences aboutissent à des évaluations différentes de la société et les émetteurs peuvent ne pas accepter de modifier le prix d'introduction s'ils estiment qu'il ne reflète pas la vraie valeur de leurs titres.

Il faut noter qu'il existe en Tunisie des écarts importants dans la valorisation des sociétés privées et celle des entreprises publiques. Dans le souci de promouvoir l'actionnariat populaire et d'assurer une bonne performance boursière, plusieurs offres initiées par l'Etat ont été proposées à des prix très attractifs. Ainsi, de nombreux titres ont été admis à la Bourse à des prix d'introduction généralement inférieurs de 15 à 20% à la valeur dégagée par l'évaluation elle-même très conservatrice. L'actionnaire privé refusera quant à lui de faire les mêmes concessions n'acceptant au plus qu'une décote raisonnable sur l'estimation retenue du prix.

Selon nous, cette situation de blocage s'explique par les raisons suivantes :

- Un arbitrage clair en faveur des acheteurs par rapport aux vendeurs destiné à promouvoir la Bourse auprès des petits épargnants
- Le prix ne peut pas être testé sur le marché à cause de l'absence d'institutionnels qui vont valider ou non le prix proposé
- Une certaine appréhension vis à vis des émetteurs privés compte tenu de certaines mauvaises expériences mais aussi d'une certaine image négative (ex :si le dirigeant vend sa participation en Bourse, ce serait pour réaliser une partie de son patrimoine, sa société étant supposée être arrivée à maturité).

2. Les techniques utilisées

Les expériences passées et les pratiques que nous avons observées en Tunisie en matière d'appel au marché financier peuvent constituer un frein au développement de l'offre dans la mesure où elles ne permettent pas d'optimiser le coût de financement pour l'émetteur créant même parfois un biais au bon déroulement des opérations.

a) La technique de l' offre publique de vente

La technique la plus couramment utilisée est l'Offre Publique de Vente (OPV) qui présente théoriquement l'avantage de la simplicité et de l'équité. Hélas, cette technique a été détournée de sa véritable fonction pour devenir un véritable outil de spéculation⁹³. Il en résulte souvent une demande exagérément élevée lors de l'offre afin d'avoir l'allocation la plus grande créant ainsi une sorte de bulle qui se dégonfle souvent très brutalement une fois la période d'euphorie passée.

Du coup, cette technique est devenue inéquitable, a encouragé au gain rapide et à la spéculation et a évincé les investisseurs institutionnels et les investisseurs longs.

Pourtant, l'étude de la rentabilité à moyen terme sur un échantillon de sociétés introduites⁹⁴ entre Avril 1995 et Juin 1998 qui ont une certaine ancienneté afin de calculer leurs performances boursières (jusqu'au 29/06/2001) sur une période d'au moins trois ans, fait ressortir un résultat surprenant. En moyenne, l'analyse de ces performances boursières ajustées tend à montrer une première envolée des prix sur un horizon très court (entre 1 et 2 mois) qui est souvent suivie par une petite phase corrective. Au bout d'un an, la performance reste encore toujours satisfaisante et fait toujours apparaître un rendement positif. Sur une longue période (qui varie entre 3 et 6,2 années dans notre échantillon), nous n'avons relevé qu'un seul cas de performance négative, quatre cas de recul (dont un seul de grande ampleur) des rendements par rapport à la performance sur une année et enfin six cas d'amélioration des performances, dont deux qui sont des succès retentissants. En moyenne, la performance à long

⁹³ Certains investisseurs démultiplient les ordres sur des sous-comptes directement ou indirectement financés par eux au moyen des procurations obtenues auprès de tierces personnes.

⁹⁴ Voir Annexe 6 Tableau 14 : Rendements ajustés d'un échantillon de titres introduits en Bourse

terme s'avère donc largement meilleure que la performance à court et moyen terme. Encore une fois, la supériorité des performances des actions sur une longue période se vérifie pour les introductions en Bourse en Tunisie. Cette supériorité est encore méconnue du grand public car aucun bilan sur l'expérience des OPV n'a jamais été effectué.

En revanche, l'impact du comportement boursier à court terme sur la perception que se fait le public sur les OPV est négatif pour deux raisons :

- Il véhicule l'idée qu'il y a un avantage certain à réaliser sa plus value rapidement plutôt que d'attendre et de voir le cours chuter (ce qu'infirmement nos résultats sur une longue période, prendre l'exemple de la SFBT ou de SOTETEL pour déduire le contraire). Cette attitude tend à exacerber les comportements spéculatifs et compromet le succès des offres à venir.
- Les investisseurs qui auront acquis les titres sur le marché après une forte progression de cours se sentiront floués en cas de dépréciation ultérieure du cours. Ils auront tendance à se faire une mauvaise image de la société introduite quand bien même sa performance aura été positive par rapport à son cours d'introduction. On continue à associer le succès de l'introduction de la société à toutes les phases d'évolution de son cours.

D'une manière générale, la technique de l'OPV souffre de deux insuffisances majeures: la rigidité du processus de fixation du prix (le prix est fixe et ne bougera pas quelle que soit la demande), la démultiplication exagérée d'ordres et la sous-allocation qui en découle. C'est de cette sous-allocation que découleront plus tard bien de problèmes tels ceux décrits précédemment (les parcours boursiers erratiques, une vive spéculation).

En France en 1999, sur quatre-vingt-quinze introductions réalisées par des offres publiques, seules trois ont revêtu la forme exclusive d'une offre publique à prix ferme (OPF qui est l'équivalente de l'OPV). Cinquante-deux ont combiné la technique du placement global garanti avec une OPF ce qui suppose une diffusion importante auprès d'institutionnels et le reste s'est fait soit par OPM ou par d'autres combinaisons placement global garanti/ offre à prix ouvert. On voit donc que l'évolution des techniques d'introduction a progressivement fait disparaître la technique de l'OPV destinée exclusivement aux particuliers au profit de méthodes plus souples et plus équitables entre les différents types d'investisseurs.

b) La pratique des augmentations de capital en Bourse

Les augmentations de capital ont joué un rôle très important dans le développement du marché de capitaux tunisien. D'abord, elles ont permis à plusieurs sociétés cotées et surtout les banques d'accroître leurs fonds propres et de faire face à des ratios prudentiels de plus en plus stricts. Ensuite, elles ont augmenté le nombre de titres en circulation et ont renforcé ainsi les capitalisations des sociétés concernées et par voie de conséquence la capitalisation totale du marché. Enfin, elles ont constitué une véritable dynamique haussière des cours (surtout en 1994 et 1995) puisque ceux-ci réagissaient quasi systématiquement à l'annonce d'augmentations de capital.

Il faut rappeler que la quasi-majorité de ces augmentations de capital donnent le droit à l'ancien actionnaire de participer de manière préférentielle à l'émission. Ceci est matérialisé

par un droit préférentiel de souscription (DPS) qui est négociable en Bourse et qui permet à l'ancien actionnaire soit de souscrire aux nouveaux titres émis soit de vendre ces droits et de compenser la dilution qu'il subira à la suite de sa non participation.

Cette technique qui sauvegarde en principe les intérêts des anciens actionnaires n'en a pas moins eu un effet déstabilisateur sur la Bourse de Tunis.

A l'occasion de ces émissions, les émetteurs soucieux de minimiser leurs nouveaux apports fixaient des prix d'émission très largement décalés par rapport aux cours de Bourse. Nous avons calculé sur un échantillon de 10 augmentations de capital en numéraire entre 2000 et 2001 que le prix d'émission affichait une décote moyenne de 34%⁹⁵ par rapport à leurs cours en Bourse au moment de la décision d'émission.

S'il est vrai que les cours de Bourse étaient devenus un moment très élevés (en 1995 notamment) et que les émetteurs soutenaient qu'ils ne reflétaient aucunement la valeur de leurs entreprises, il n'en demeure pas moins que les écarts étaient trop importants (entre 50% et 70% en moyenne). Cette situation a créé une demande massive des investisseurs sur les valeurs offrant des émissions de nouveaux titres fortement décotées. Il s'en est suivi une spéculation très vive⁹⁶ qui a propulsé les valorisations des sociétés à des niveaux exagérément élevés. Par la suite, comme on pouvait s'y attendre, ces valeurs ont fortement corrigé tous ces excès. Ce n'est alors que la dilution et l'effet pervers des émissions d'actions ont pu être mis en évidence.

Nous voyons bien ainsi qu'une mauvaise appréciation dès le départ d'un prix d'émission pouvait entraîner ultérieurement des conséquences fâcheuses sur la société tant au niveau d'un manque à gagner en termes de fonds propres qu'au niveau d'une mauvaise tenue postérieure des cours.

Deux autres observations importantes doivent être faites :

- En émettant de nouvelles actions à un prix très bas, le signal émis au marché est que le cours est surévalué et que ces perspectives d'appréciation sont modestes.
- La priorité que conservent les anciens actionnaires est contraire quelque peu aux principes du marché qui reposent sur une certaine liberté des investisseurs à acheter et vendre leurs titres. Le DPS peut donc avoir un aspect protecteur pour les actionnaires majoritaires qui s'avère contraire aux intérêts des minoritaires. L'optimisation entre émission de nouveaux titres et création de valeur pour les actionnaires risque souvent de ne plus pouvoir se réaliser.

La pratique des DPS mérite d'être revue et améliorée afin de rechercher une plus grande rigueur dans la gestion des augmentations de capital. Les intermédiaires en Bourse devront

⁹⁵ Voir Annexe 12 : Primes d'émission d'un échantillon d'augmentation de capital

⁹⁶ Après l'émission, le cours de l'action est ajusté par déduction du DPS et fait apparaître un prix plus faible que le cours avant l'émission. Le public perçoit le nouveau prix comme étant attractif et se rue pour l'acheter. Il s'agit du phénomène de rattrapage de cours qui propulse les valorisations à des niveaux très élevés

démarcher les investisseurs pour identifier le prix de souscription optimal. Les émetteurs pourront lever des capitaux dans de bonnes conditions.

c) Les émissions obligataires assorties de garanties bancaires

Le développement du marché obligataire s'est toujours heurté à l'obligation de la garantie bancaire pour toutes les sociétés autres que les collectivités publiques, établissements bancaires et plus tardivement les sociétés cotées. L'introduction de la notation a résolu partiellement ce problème en permettant à des sociétés d'émettre du papier noté et ne plus avoir recours aux garanties bancaires. Seulement, ce sont essentiellement des sociétés cotées qui ont fait appel à la notation. Seule une société non cotée a émis des emprunts après s'être faite noter.

Il en ressort que, dans la pratique, plusieurs sociétés continuent à émettre des obligations en ayant recours aux garanties bancaires. Cette situation qui présente évidemment l'avantage de sécuriser l'investisseur ne permet pas de promouvoir un vrai marché obligataire. Un emprunt garanti par une banque substitue le risque de la banque garante à celui de l'émetteur.

Si l'on considère que la banque ne présente aucun risque, le risque associé aux obligations disparaît totalement et dénature complètement ce titre. On se demande même pourquoi les investisseurs s'informeront sur la société ou consulteront le prospectus dès lors que le risque est couvert.

Les taux associés sont également trompeurs puisqu'il ne s'agit plus du taux de l'émetteur mais de celui du garant. Le taux final payé par l'emprunteur est plus élevé puisqu'il faut lui ajouter le coût de la garantie (entre 1 et 1,5%) ce qui rend en définitive l'emprunt obligataire relativement cher et ne permet pas de démultiplier les émissions obligataires.

D'ailleurs, on se demande pourquoi les banques n'accorderaient pas un crédit directement à la société concernée dès lors qu'elles acceptent de donner une garantie. On peut penser que la banque puisse avoir d'autres motivations telles que le nettoyage des bilans (window dressing), des tensions de Trésorerie, ou la volonté de contourner des contraintes réglementaires liées aux autres types de crédit.

L'article 30 du règlement du CMF sur l'appel public à l'épargne, élargit les garants possibles à des sociétés autres que les banques moyennant d'autres conditions (note de référence, notation). Paradoxalement, cette disposition confirme le principe de la notation d'une part en permettant à des sociétés notées de garantir une autre société mais en même temps le principe de substitution d'un risque d'un émetteur à un autre émetteur. Cette situation peut même présenter un danger car lorsqu'une société déjà notée garantit le risque d'une autre société, cette opération n'est-elle pas de nature à augmenter son propre risque ?

D'une manière générale, la garantie bancaire biaise l'émission obligataire et ne permet pas un développement du marché obligataire. Si au départ, elle a pu permettre d'initier une première expérience d'émissions obligataires, aujourd'hui la notation devrait suffire à promouvoir le marché des obligations privées.

3. Les conditions d'introduction en Bourse

La société de gestion de la Bourse a des pouvoirs très étendus en matière d'admission d'une valeur à la cotation. L'article 30 du règlement général de la Bourse stipule que la Bourse peut subordonner l'admission d'une valeur à toute condition particulière communiquée à la collectivité requérante. L'article 31 renforce ces pouvoirs en stipulant qu'elle peut, sans préjudice des prérogatives du CMF, rejeter la demande d'un titre à la cote, si elle estime qu'elle est contraire à l'intérêt du marché.

En matière d'introduction des actions d'une société à la cote de la Bourse, l'accord de la Bourse constitue un préalable, faute de quoi le dossier ne peut être examiné par le CMF. A la suite du feu vert de la Bourse, le CMF peut par la suite ne pas donner son visa. Ce système à double niveau de contrôle n'associe pas les deux principaux organes du marché pour une décision commune et ne permet pas d'optimiser les délais d'étude et d'agrément de l'opération d'introduction.

En ce qui concerne les conditions d'admission au premier marché, et sauf dérogation, il faut justifier de trois états financiers certifiés, de deux exercices bénéficiaires et d'une distribution de dividendes au cours des deux dernières années. Si la première condition est totalement justifiée afin de s'assurer d'une certaine fiabilité des comptes de la société, les deux autres nous paraissent assez contraignantes. D'abord, il n'est pas établi qu'une société qui n'a pas deux exercices bénéficiaires ne soit pas une société viable et attractive pour les épargnants⁹⁷. Ensuite, deux exercices bénéficiaires ne préjugent en rien de la solidité et de la rentabilité de la société (certaines sociétés cotées qui répondaient à ces critères au moment de leur introduction sont devenues par la suite déficitaires). Enfin, la non distribution de dividendes avant une introduction est une décision de sociétés encore fermées qui ne préjuge en rien de leur politique de distribution future et qui peut même parfois être bénéfique lorsque cet argent est réinvesti dans un projet qui améliorera la rentabilité de la société.

Selon nous, ces conditions ont véhiculé une image beaucoup trop élitiste du compartiment actions de la cote de la Bourse⁹⁸ ce qui aurait pu exclure certains candidats ayant envisagé une introduction en Bourse motivée notamment par des besoins de financement par émission d'actions. Certains ont dû choisir de procéder à des appels publics à l'épargne dont les conditions sont beaucoup plus souples.

Par comparaison, les conditions d'admission au premier compartiment du marché au Maroc stipulent uniquement un taux de diffusion d'au moins 20% du capital et trois états financiers certifiés⁹⁹. Récemment, pour ouvrir la Bourse à de petites sociétés et notamment aux nouvelles pousses (start-up), un troisième compartiment a été même créé avec des conditions

⁹⁷ En Grèce, les autorités ont retenu l'exigence d'une situation financière équilibrée ce qui donne une plus grande marge d'interprétation.

⁹⁸ En comparaison, les conditions d'admission des obligations à la cote sont très faciles.

⁹⁹ Il rajoute cependant un critère de taille : capital minimum d'au moins 15 millions de Dirham (1,5 Millions de Dinars).

d'admission¹⁰⁰ encore plus faciles (un capital de 5 millions de Dirham et au moins un état financier certifié).

A côté des difficultés des conditions d'admission, la règle minimale de diffusion dans le public qui a été modifiée à 0,1% du capital de la société contre 5% auparavant, suite aux mesures d'incitation prises le 1^{er} Février 1999, a posé de nouveaux problèmes à la réussite de l'opération de l'introduction en Bourse.

D'abord, elle limite l'accès des institutionnels à des proportions très faibles des titres offerts à la vente. Il est de ce fait difficile de consacrer une tranche institutionnelle aux gros investisseurs. Ensuite, il peut arriver que lors d'un placement, seule une partie soit achetée par le public, cette disposition prive l'intermédiaire chef de file de la possibilité de clôturer le placement auprès d'un nombre restreint de personnes et/ou sociétés. Enfin, cette disposition introduit une incertitude pour l'émetteur quant à la possibilité de bénéficier des avantages fiscaux prévus par la loi. Celui-ci ne contrôle pas le placement de ses titres en Bourse, que se passera-t-il si à la fin du processus, il ne peut pas bénéficier de son avantage fiscal vu que son titre n'a pas été diffusé dans le public conformément aux règles en vigueur ?

4. Les innovations financières

La loi 94-117 a prévu une multitude de nouveaux produits financiers destinés à donner aux émetteurs un plus grand choix de possibilités de financement. En particulier, certaines de ces innovations visaient à permettre à certains émetteurs très attachés au contrôle de leur société d'éviter la dilution grâce à l'émission de titres sans droits de vote. Certains émetteurs ont eu recours aux actions à dividende prioritaire (BTEI, PBHT, BTQI), d'autres aux certificats d'investissement (CARTE, Tunis Ré). Ces expériences n'ont pas du tout été concluantes comme le démontrent les performances boursières décevantes de toutes ces sociétés. Ceci s'explique en partie par les performances financières de ces sociétés qui n'ont pas été très bonnes et qui n'ont pas permis par exemple pour une de ces sociétés d'honorer le paiement des dividendes prioritaires.

Il faut tout de même reconnaître que les investisseurs n'ont pas adhéré à ces actions qui les privaient du droit de participer aux assemblées et de se tenir informés sur leurs activités et leurs performances. Progressivement, l'investisseur boudera ces valeurs qui seront pratiquement dans la majorité des cas rachetées par leurs actionnaires d'origine¹⁰¹. Avec une liquidité très faible et un désintérêt total du public, les titres sans droits de vote semblent avoir totalement perdu la cote. Ce résultat n'est pas très surprenant car ce type de valeurs mobilières est pratiquement tombé en désuétude à l'échelle internationale car il n'est plus adapté pas aux nouveaux concepts boursiers tels que la gouvernance d'entreprises, la valeur actionnariale, la communication financière...

¹⁰⁰ Présente néanmoins quelques règles plus contraignantes telles que: augmentation de capital d'au moins 3 M de DH, de diffuser 40% du capital, de garder les 60% restants pendant une période de 5 ans.

¹⁰¹ Dans le cas de la BTQI, une OPA est en cours pour le rachat de tous les titres dans le public

L'obligation convertible est un autre produit qui a été prévu par la loi 88-111 et qui est, depuis 2000, réglementé par le Code des Sociétés Commerciales, mais n'a pas encore été expérimenté par appel public à l'épargne. Nous avons constaté que les sociétés tunisiennes d'une manière générale n'étaient pas encore tout à fait prêtes pour s'introduire en Bourse et ouvrir leur capital. Celles qui veulent expérimenter le marché financier lancent un emprunt obligataire classique et s'arrêtent là sans vouloir franchir le pas de l'introduction en Bourse. Le remboursement de l'emprunt signifie l'arrêt de l'expérience du marché financier. En optant pour l'obligation convertible, la société pourrait dans un premier temps lever des capitaux à de bonnes conditions grâce à l'option de conversion en actions. Ensuite, elle aurait le temps de se préparer à une introduction en Bourse et de poursuivre ainsi l'expérience de la Bourse. Partout dans le monde, l'obligation convertible gagne du terrain grâce à sa souplesse et à son adaptation à des marchés de plus en plus volatiles et il est temps que celle-ci puisse être testée sur le marché tunisien.

5. L'avantage fiscal pour l'introduction en Bourse

a) Loi n° 99-92 relative à la relance du marché financier

Promulguée pour inciter les entreprises privées à s'introduire en Bourse, la loi n° 99-92 du 17 août 1999 relative à la relance du marché financier prévoit une réduction de l'impôt sur les sociétés de 35 à 20% pour celles qui ouvrent leur capital en Bourse de 30% ou plus, et ce pendant cinq années à partir de l'année d'admission. Si cette loi a été unanimement applaudie lors de sa promulgation, il s'est avéré qu'elle n'a pas apporté les résultats escomptés.

La raison essentielle qui explique le faible impact de cet avantage fiscal est que peu de sociétés payent en réalité l'impôt dû selon le taux effectif des 35%. Les plus transparentes réussissent à optimiser leur fiscalité par des mécanismes de réinvestissements exonérés¹⁰² pouvant ainsi minimiser leur taux d'imposition jusqu'à le baisser au-dessous des 20%. Les moins transparentes ne déclarent pas tous leurs revenus et minimisent ainsi le taux d'imposition par rapport au bénéfice réel à un niveau qui peut même souvent être inférieur au minimum du 20%.

Une étude menée sur 100 sociétés tunisiennes¹⁰³ qui peuvent être considérées comme transparentes, a démontré que le taux moyen d'impôt payé sur le résultat fiscal avant réinvestissements et autres avantages fiscaux s'élevait à 24,96%. Ce taux est très proche de 20% et démontre que le gain d'impôt réel qu'une société peut réaliser en allant à la Bourse est inférieur à l'économie apparente d'environ 40%.

D'après l'étude de la commission préparatoire sur la relance de l'investissement¹⁰⁴, le coût lié aux dégrèvements fiscaux a été estimé en 1999 à 150MD. Ce montant qui correspond à un

¹⁰² Annexe 13 : Tableau récapitulatif des différents seuils de réinvestissements exonérés et de minimum d'impôt

¹⁰³ Etude réalisée par Fayçal DERBEL, expert-comptable et membre du Conseil National de Comptabilité, et présentée lors des Journées de l'Entreprise ayant eu lieu à Sousse du 9 au 10 Novembre 2001.

¹⁰⁴ Extrait de cette étude cité dans l'étude du Professeur Néji Baccouche présentée lors des Journées de l'Entreprise ayant eu lieu à Sousse du 9 au 10 Novembre 2001.

gain d'impôt représente 28,5% du montant de l'impôt total théorique¹⁰⁵ qui aurait dû être payé s'il n'y avait pas eu d'avantages. Ceci confirme que l'économie fiscale liée à l'introduction en Bourse est à concurrence de plus de 70% consommée par d'autres incitations déjà existantes.

b) Le Code de l'incitation à l'investissement de 1993 et son impact sur l'avantage lié à la Bourse

Afin d'encourager l'investissement d'une part et certaines activités prioritaires d'autre part, le code d'incitations aux investissements en 1993 a conféré aux sociétés une multitude d'avantages fiscaux leur permettant de réduire leur taux d'impôt et, dans certains cas, de ne payer aucun impôt. C'est le cas notamment des sociétés totalement exportatrices et de celles qui réinvestissent leurs bénéfices dans des projets situés dans des zones de développement régional. Dans ces deux cas, la sensibilité au paiement du taux réduit d'impôt est nulle.

D'une manière générale, l'existence d'avantages fiscaux pour les sociétés qui ont des projets d'investissement réguliers et permanents leur permettant de payer un taux d'impôt de 20%, expliquerait en grande partie le faible succès de l'avantage fiscal lié à la Bourse.

Pour un grand nombre de sociétés, l'incitation fiscale liée à la Bourse n'est donc pas un avantage en soi¹⁰⁶. Elle leur permet de réaliser la même économie d'impôts qu'elles peuvent obtenir d'une autre manière. Les sociétés auraient été vraisemblablement plus sensibles à un avantage fiscal qui ne chevauche pas avec ce qui existe déjà.

Il ressort de cette analyse que l'incitation fiscale liée à l'introduction en Bourse n'est vraiment attractive que pour les sociétés spécialisées qui ne bénéficient pas déjà d'avantages liés à leur secteur d'activité (exemple : commerce, distribution, services financiers...) et celles qui n'ont pas de projets d'investissement physiques et/ou financiers.

Ceci est d'ailleurs confirmé par l'observation que l'introduction ou l'ouverture du capital en Bourse de sociétés privées n'a en définitive concerné que des sociétés appartenant à des secteurs non prévus par le code d'incitations aux investissements¹⁰⁷, ou encore des sociétés qui n'avaient pas de projet d'investissement¹⁰⁸. On voit donc bien que la cible de l'incitation liée à la Bourse est finalement assez réduite. Dans l'environnement tunisien où il y a déjà une multitude d'avantages fiscaux, l'incitation des sociétés à la Bourse par un argument fiscal ne nous semble pas pouvoir produire des résultats spectaculaires.

c) Expérience de l'incitation fiscale dans d'autres pays

D'autres expériences confirment d'ailleurs ce constat. L'expérience marocaine montre également que l'avantage fiscal n'est pas déterminant pour attirer des sociétés en Bourse. Le

¹⁰⁵ Egal au produit de l'impôt sur les sociétés non pétrolières prévu par la loi de finances 1999 (378 MD) + coût des dégrèvements fiscaux (150 MD)

¹⁰⁶ Voir Annexe 14 : Exemples illustrant le chevauchement des incitations fiscales.

¹⁰⁷ Exemple BATAM dans la distribution, GENERAL LEASING dans le leasing.

¹⁰⁸ Exemple de l'introduction d'ELECTROSTAR.

législateur marocain a accordé aux sociétés qui se font coter une réduction de l'impôt sur les bénéfices de 35 à 25% si l'introduction en Bourse se fait par cession d'actions et une réduction allant à 50% de l'impôt dû si cette introduction se fait par augmentation de capital. Cet avantage, mis en place depuis le début de l'année 2001, n'a réussi qu'à attirer une seule société à la Bourse de Casablanca.

Au Venezuela l'avantage fiscal est encore beaucoup plus important puisqu'il permet à la société qui s'introduit en Bourse de ne payer que 1% contre 34% pour le taux normal. Cependant, le nombre de sociétés cotées qui s'élève à fin 1998 à 75, reste relativement faible pour un marché de 7,5 milliards de dollars de capitalisation soit trois fois la taille actuelle du marché tunisien. Malgré un système fiscal très incitatif, d'autres facteurs essentiellement d'ordre économique, ont empêché la Bourse de Caracas d'avoir un plus grand nombre de sociétés cotées.

En conclusion, la fiscalité n'est pas capable à elle seule de drainer les sociétés en Bourse et elle n'est pas un critère de décision déterminant pour une introduction en Bourse. En reconduisant les avantages fiscaux pour une nouvelle durée de trois ans, les pouvoirs publics semblent vouloir donner une autre chance aux sociétés avant de dresser un bilan définitif de cette expérience. Comme nous l'avons démontré, cette incitation a été relativement improductive et nous sommes persuadés que, sans certains réaménagements, elle le restera.

B. Recommandations

Afin de renforcer la compétitivité des opérations de recours au marché financier, nous recommandons les actions suivantes :

1. Optimiser les émissions de titres

Pour cela, nous recommandons deux types d'actions : les premières visant à améliorer les techniques de placement des valeurs mobilières et les secondes visant à optimiser les levées de capitaux propres en Bourse.

a) Au niveau des placements d'actions

Nous recommandons de recourir à la technique qui combine une offre publique de vente et un placement garanti (prévue par l'article 55 et 56 du Règlement Général de la Bourse). Pour cela, il faudra développer le placement garanti par une syndication des opérations boursières de grande taille par des banques et des intermédiaires en Bourse. Dans les grandes opérations boursières, le rôle des banques en tant que chef de file du syndicat de placement nous paraît indispensable. Les articles 57 et 179 du RGB devront être modifiés afin de permettre aux banques, au même titre que les intermédiaires en Bourse, d'être chefs de file. Ce syndicat recueille en pratique les ordres des investisseurs institutionnels et permet donc d'isoler la tranche réservée à ces derniers de l'offre publique de vente proprement dite réservée aux

personnes physiques et aux personnes morales non professionnelles de l'investissement¹⁰⁹. Il faudrait également rationaliser la fixation du prix par les techniques de pré-placement et de construction du livre d'ordres. Cette technique consiste à recueillir, dans le livre du chef de file, les ordres des investisseurs institutionnels, et leur donner la possibilité de contribuer à la fixation du prix.

b) Au niveau du placement d'obligations

Pour les obligations privées, nous recommandons de recourir à des techniques proches de celles du BTA et de laisser les investisseurs exprimer leurs ordres par des prix et de les transmettre à l'intermédiaire placeur. Celui-ci centralisera les ordres et déterminera le prix moyen retenu et l'allocation correspondante aux investisseurs. De cette manière, le taux final de l'emprunt sera déterminé par le marché et réduira le risque de non placement d'emprunts à taux prédéterminés.

c) Au niveau des augmentations de capital

Encourager l'émission sans droit préférentiel de souscription conformément à l'article 300 du code des sociétés commerciales avec une limite maximale de la décote. La renonciation au droit n'implique pas nécessairement une augmentation réservée à de nouveaux actionnaires mais plutôt une souscription ouverte à tous les investisseurs. Ce type d'émissions devrait se faire à des prix très proches du cours boursier afin de protéger les anciens actionnaires contre la dilution.

Une décision du CMF pourrait prévoir que la décote du prix d'émission des nouvelles actions ne dépasse pas, au moment de la délivrance du visa, 20% par rapport à la valeur supérieure entre le cours de clôture et le cours moyen calculé sur les 20 dernières séances de bourse de l'action déjà existante¹¹⁰.

Cette technique permet d'assimiler l'augmentation de capital à une offre de titres sur le marché et de susciter l'intérêt des investisseurs à chaque recours au marché. En même temps, elle constitue un bon compromis entre les anciens et les nouveaux actionnaires en optimisant les conditions de l'émission et en favorisant vraisemblablement une bonne tenue ultérieure du cours. Pour les anciens actionnaires, un délai de priorité peut leur être accordé qui n'est toutefois pas négociable en bourse. Ce délai doit être court pour permettre à l'opération, y compris le placement public, de ne pas durer longtemps. Ensuite, on peut prévoir un mécanisme d'augmentation de l'émission¹¹¹ destinée à satisfaire les nouveaux investisseurs si le taux de suivi est supérieur à celui qui était calculé au départ.

¹⁰⁹ Voir Annexe 15 : Déroulement d'une opération OPV/Placement Garanti

¹¹⁰ En France, le prix d'émission des actions nouvelles sans DPS ne peut être inférieur à la moyenne des cours constatés pour les actions déjà existantes pendant 10 jours de bourse consécutifs choisis parmi les 20 jours de bourse précédant le début de l'émission sous réserve des corrections pour tenir compte de la jouissance.

¹¹¹ Comme pour les OPV où une sur-allocation de l'offre de 25% est possible

2. Promouvoir l'obligation convertible en tant que première étape de l'introduction

L'obligation convertible présente pour l'émetteur plusieurs avantages tels qu'un coût d'emprunt plus modéré que celui d'un emprunt classique et la possibilité d'une émission différée d'actions avec une prime d'émission importante. En optant pour l'obligation convertible dans le cadre d'une opération d'appel public à l'épargne, l'émetteur peut lever des capitaux plus importants et obtenir des conditions d'émission plus favorables en cotant les convertibles qui l'engageront à coter les titres du capital dans un délai suffisant avant la prise d'effet du droit d'accès au capital de la société.

Le lancement d'une émission d'obligations convertibles en Bourse entraîne implicitement un engagement d'introduction de la part de l'émetteur et convient bien à plusieurs sociétés qui ont des besoins de financement immédiats sans être encore tout à fait prêtes pour l'introduction en Bourse. Cette approche en deux étapes permet à la société de se préparer à l'introduction tout y étant obligée par l'option attachée à l'obligation convertible.

Concrètement, et conformément aux articles 340, 341 et 342 du Code des Sociétés Commerciales, une société procède à une émission d'obligations convertibles et détermine la(les) période(s) pendant laquelle(es) la conversion en actions peut avoir lieu. Dans l'optique de notre recommandation (société non encore cotée), la période de conversion doit commencer au même moment ou juste après la cotation des actions de la société en bourse¹¹² et avoir une durée suffisante pour permettre une conversion ultérieure si le cours d'introduction ne le permet pas¹¹³. Du seul fait de la demande de conversion, une procédure classique d'augmentation de capital sera alors lancée pour créer les actions issues de la conversion des obligations convertibles.

Il faut également noter que la situation actuelle du marché financier est très favorable aux obligations convertibles en raison notamment de la relative faible valorisation du marché qui crée un arbitrage défavorable aux émissions sèches d'actions pour l'émetteur mais permet d'accroître l'attrait de la prime liée à la conversion ultérieure en actions.

Afin de faciliter le placement de ce nouveau produit qui pourra encourager les sociétés à se faire coter en Bourse, nous proposons que les coupons des obligations convertibles lancées par des émetteurs qui s'engagent à coter leurs actions dans un délai de trois ans (qui s'aligne bien sur le délai des incitations aux introductions) soient soumis à une retenue à la source libératoire de 20%.

¹¹² Si la cotation des actions en bourse se fait par augmentation de capital, les détenteurs d'obligations convertibles qui auront opté pour la conversion auront droit par une augmentation complémentaire réservée à leur quote-part des nouvelles actions émises (article 344 du code des sociétés)

¹¹³ Si la conversion n'est toujours pas possible à l'expiration de la période de conversion, le remboursement de l'obligation convertible doit se faire à un prix supérieur au prix d'émission soit donc avec une prime de remboursement qui assure à la convertible un rendement actuariel proche de l'obligation classique.

Enfin, les actions issues de la conversion des obligations convertibles pourront, moyennant certaines conditions¹¹⁴, être intégrées dans le calcul du pourcentage de diffusion dans le public. Exemple : Une société qui a ouvert son capital à concurrence de 15% lors de l'introduction et qui a connu ultérieurement la conversion des obligations convertibles en actions à concurrence de 15% de son capital peut être considérée comme ayant diffusé dans le public 30%.

3. Modifier les règles d'admission en Bourse

a) Supprimer la condition des exercices bénéficiaires et de la distribution de dividende

Il s'agit ainsi d'évaluer l'admissibilité plutôt sur la base de la solidité financière, de la viabilité et des perspectives d'avenir de la société candidate à la Bourse.

b) Introduire une variable taille pour l'éligibilité à chaque compartiment de marché

Il peut s'agir soit de la capitalisation boursière soit des capitaux propres de la société avant l'introduction. Il faut toutefois que l'écart de taille soit suffisamment important pour bien distinguer les deux compartiments de marché (exemple premier marché : taille minimale 20 MD de fonds propres; second marché : taille minimale 4 MD de fonds propres). Le premier marché sera réellement réservé à une élite de sociétés de grande taille et qui auront des capitalisations boursières importantes tandis que le second marché sera réservé aux sociétés de taille moyenne.

c) Augmenter le degré de diffusion du capital dans le public à 25% pour le premier marché et 20% pour le second marché.

En particulier, la règle d'ouverture de 10% pour le second marché est clairement insuffisante pour offrir une liquidité minimale de la valeur cotée et pour obtenir de la société émettrice un engagement fort et une politique volontariste pendant son expérience boursière. Ces nouvelles règles de diffusion pourront toutefois intégrer les autres catégories présentant des options de conversion d'actions telles que les obligations convertibles.

4. Supprimer la règle du minimum d'impôt pour les sociétés nouvellement introduites

Pour renforcer la solution de l'introduction en Bourse par rapport à d'autres possibilités de diversification de type fermé telles que les placements privés, nous suggérons que les sociétés qui s'introduisent en Bourse et qui investissent dans des activités prévues dans le Code d'investissement, ne soient plus soumises au minimum d'impôt. Après avoir déduit les

¹¹⁴ Les actions issues de la conversion ne sont prises en compte que dans la limite de ce qui a déjà été diffusé dans le public lors de l'introduction afin d'éviter un phénomène de concentration des actionnaires.

réinvestissements exonérés de son bénéfice fiscal dans les limites qui sont prévues, la société acquittera le taux réduit de 20% sur le solde.

Nous pensons que l'adoption par les sociétés nouvellement introduites d'une gestion totalement transparente permettra à terme de compenser le coût lié à un taux d'imposition relativement faible pendant cinq années pour ces sociétés. Nous voulons toutefois insister que cette disposition ne doit avoir qu'un caractère provisoire¹¹⁵ et qu'elle vise à susciter par une baisse à court terme du taux d'impôt des sociétés en Bourse un effet vertueux à long terme. En revanche pour les sociétés déjà cotées, nous ne sommes pas favorables à les faire bénéficier des avantages fiscaux liés à la Bourse car la seule finalité de ces mesures fiscales n'est autre que d'attirer de nouvelles sociétés à la Bourse.

5. Déplafonner la déductibilité des actions souscrites sur la cote de la Bourse

Nous avons remarqué que le plafonnement de la déductibilité à la valeur nominale des souscriptions au capital de sociétés réalisant des investissements exonérés n'a pas permis d'optimiser le coût de financement des émissions correspondantes. En outre, elle a pu favoriser indirectement le développement de pratiques de financement qui s'apparentent plus aux instruments de dettes et qui ne sont pas conformes aux règles et principes de marché. Ceci a certainement contribué à dissuader davantage l'émetteur pour la cotation en Bourse.

Pour encourager les sociétés à optimiser le financement de leurs investissements assortis d'avantage fiscaux par voie d'émissions d'actions en Bourse, nous recommandons la déductibilité sur la base de la valeur d'émission de tout investissement dans des actions émises et admises à la cote de la Bourse moyennant l'immobilisation de la prime d'émission dans une réserve pendant une période de 5 ans. Cette mesure permettra d'attirer plus d'investisseurs vers ce type d'émissions et contribuera à déterminer le prix d'émission optimal aux sociétés qui financeront leurs investissements exonérés par des émissions d'actions sur la cote de la Bourse.

6. Réviser la notion du public introduite par la loi de relance du marché financier

Compte tenu de l'objectif de développer des émissions d'une certaine taille et le placement auprès d'institutionnels, nous recommandons la modification des articles 39 et 44 du Règlement Général de la Bourse en supprimant le seuil de 0,1% maximum par actionnaire et par une autre reformulation qui se présenterait comme suit :

- Les titres de sociétés détenus par le public et dont l'admission au premier marché est demandée, doivent être répartis entre cinq cents actionnaires, au moins, au plus tard le jour de l'introduction et représenter au moins 10% du capital.

¹¹⁵ Son renouvellement pour une période de 3 ans nous semble largement suffisant.

- Pour l'admission au second marché, si notre proposition d'augmenter la diffusion à 20% dans le public est retenue, les mêmes règles que pour le premier marché peuvent s'appliquer sinon nous recommandons que les trois cents actionnaires requis représentent au moins 5% du capital.

7. Optimiser les délais d'émissions des sociétés recourant régulièrement au marché

En s'inspirant des DIP « Debt Issuance Programmes »¹¹⁶, nous recommandons que les émetteurs réguliers cotés tels que les sociétés de leasing qui ont un programme d'émission d'emprunts obligataires régulier puissent pendant une période de deux ans ne produire que des prospectus abrégés.

¹¹⁶ Voir Annexe 8 : Expériences de développement des marchés obligataires : Cas de l'Espagne, du Portugal et de la Grèce

Ce que nous retiendrons :

Le facteur de blocage

LA FAIBLE OPTIMISATION DE L'APPEL AU MARCHÉ

- ♦ EMISSIONS D' ACTIONS AVEC DROIT PREFERENTIEL DE SOUSCRIPTION A DES COURS TRES DECOTES
- ♦ FAIBLE VALORISATION PAR LE MARCHÉ DES SOCIÉTÉS PRIVÉES
- ♦ TECHNIQUES DE PLACEMENT TRES RIGIDES AU NIVEAU DE LA DÉTERMINATION DES PRIX
- ♦ REGLES D'ADMISSION/ D'EMISSION/ DE DIFFUSION INADAPTEES
- ♦ INCITATION FISCALE INEFFICACE

⇒ Réduit la compétitivité des opérations boursières

Les recommandations

- ♦ Développer l'émission de nouvelles actions sans droit préférentiel de souscription avec une limite maximale de la décote.
- ♦ Développer l'émission d'obligations convertibles comme première étape de l'introduction en Bourse
- ♦ Développer le placement garanti par une syndication des opérations boursières de grande taille par des banques et des intermédiaires en Bourse. Il faudrait également rationaliser la fixation du prix par les techniques de pré-placement et de construction du livre d'ordres.
- ♦ Simplifier, introduire une variable taille, augmenter les seuils d'ouverture et redéfinir la notion du public pour les conditions d'admission au premier et au second marché.
- ♦ Supprimer l'exigence du paiement du minimum d'impôt prévu dans le cadre des incitations à l'investissement pour les sociétés nouvellement admises.

Conclusion du chapitre

Les sociétés tunisiennes se sont développées jusque là selon un schéma de financement classique qui a privilégié le crédit bancaire et le financement interne. En règle générale, elles ne trouvaient aucun intérêt ni d'avantage particulier à solliciter le marché financier.

L'objectif de la réforme de 1999 d'attirer à la cote de la Bourse une multitude de sociétés privées et publiques n'était pas adapté aux caractéristiques de la quasi majorité des sociétés tunisiennes qui sont de petite taille et peu transparentes.

Par rapport à l'approche quantitative visant à avoir une centaine et plus de sociétés cotées, nous recommandons plutôt un objectif de développement privilégiant la taille des sociétés. Le rôle de l'Etat devient alors crucial car les plus grandes sociétés tunisiennes sont encore largement publiques. Selon nous, la situation optimale serait d'avoir à la cote de la Bourse, d'ici la fin du dixième plan, une vingtaine de groupes/grandes entreprises privées de renom et cinq parmi les plus grandes entreprises publiques.

Avec la rationalisation de la politique de crédit des banques, le compartiment obligataire devrait au cours des prochains mois bénéficier d'un afflux relativement important de nouveaux émetteurs. Aussi bien les émetteurs publics que privés devraient de plus en plus recourir aux financements obligataires. Ce mouvement doit nécessairement s'accompagner, à partir des actions recommandées, de l'amélioration de la gestion et de la dynamisation des transactions des titres publics qui sont la condition essentielle du développement de l'ensemble du marché obligataire.

CHAPITRE 3

LA DEMANDE DE TITRES

Après les facteurs inhérents à l'offre, le faible développement des financements directs par les sociétés tunisiennes s'explique également par un ensemble de facteurs liés à la demande. En effet, l'un des facteurs-clés de réussite du marché financier réside dans la capacité de la demande à être en adéquation avec l'offre. Tout déséquilibre entre l'offre et la demande provoque des mouvements anormaux et souvent nuisibles. Cette situation de déséquilibre a été observée à plusieurs reprises sur le marché tunisien. Tantôt, il y avait un excès de demande et tantôt, une insuffisance de la demande.

Ceci a provoqué une grande volatilité du marché actions avec des cycles de hausses prononcées suivies de cycles de baisses prononcées. Sur le compartiment obligataire, ceci se traduit par des tensions sur les taux (exemple des émissions du Trésor) ou par des difficultés à placer le papier. Aussi bien sur les titres de capital que sur les titres de créance, l'instabilité de la demande prive les différents types d'émetteurs des repères nécessaires au lancement d'émissions sur le marché financier.

Ce chapitre étudie les insuffisances de la demande en analysant ses deux principales composantes, les investisseurs institutionnels et les investisseurs individuels, puis présente nos recommandations pour la développer. Pour situer le cadre général de la demande, nous commencerons par la présentation de l'épargne en Tunisie.

I - L'EPARGNE EN TUNISIE

La notion déterminante de la demande de titres est l'épargne, qui se décompose en trois éléments ¹¹⁷ :

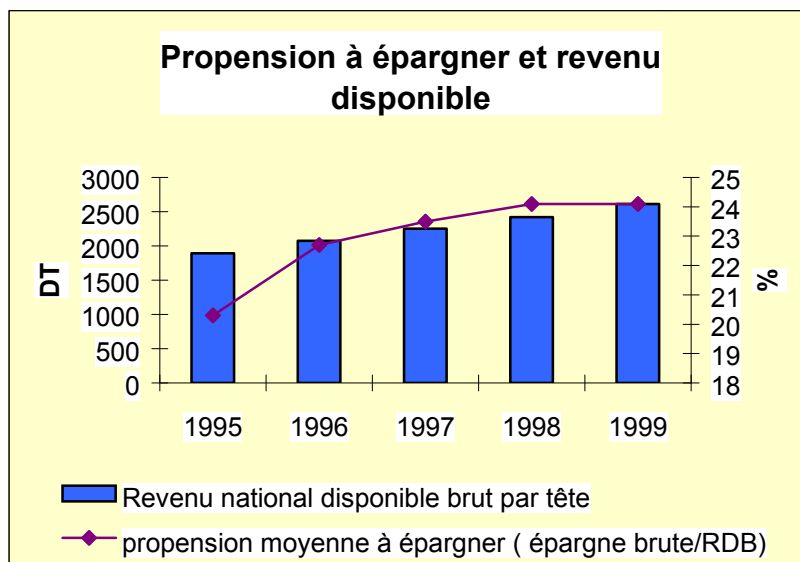
1. L'épargne des gouvernements – résultat des surplus budgétaires, qu'ils peuvent utiliser en remboursement des dettes ou en réduisant les taxes ;
2. L'épargne des sociétés – résultat des bénéfices non distribués sous forme de dividendes et pas encore consommés ou réinvestis dans l'entreprise ;
3. L'épargne des ménages – résultat des surplus des revenus sur les dépenses.

En Tunisie, l'épargne gouvernementale n'existe pas puisque le budget est toujours déficitaire. En revanche, les fonds qui proviennent de l'épargne des sociétés et des ménages sont surtout placés au niveau des banques dans des placements à court terme et dans des SICAV¹¹⁸. Une partie de l'épargne des ménages est par ailleurs dirigée vers les investissements immobiliers.

¹¹⁷ Voir Annexe 16 Graphe 1 : L'épargne dans le système bancaire tunisien

¹¹⁸ Voir Annexe 16 Tableau 1 : Ventilation sectorielle de l'épargne nationale et Tableau 2 : Actifs gérés par les sociétés d'investissement

Le taux d'épargne en Tunisie a connu une bonne évolution et représentait environ 24,4% du PNB en 1999 (voir tableau ci-après). Ceci est un ratio très favorable en comparaison avec certains pays développés tels que la France (13%) ou de pays émergents tel que le Maroc avec 19,5%.



La principale caractéristique de l'épargne tunisienne est qu'elle est courte et liquide. L'épargne bancaire est placée sur des produits courts (livret, bons de Trésor) qui sont mobilisables à la demande, tout comme le sont les placements en SICAV. Pourtant, on observe fréquemment que cette épargne est gardée pour une période assez longue. Un particulier peut détenir un livret d'épargne pendant des années sans opérer un retrait significatif¹¹⁹. Ceci indique qu'il y a un gisement d'épargne à long terme auprès des épargnants mais celui-ci reste investi dans des support inadaptés.

Plusieurs raisons ont été avancées pour expliquer cette inadéquation entre la durée de l'épargne et les placements correspondants : (imprévisibilité des besoins de l'épargnant, difficulté de définir un horizon de placement, héritage d'un système de financement à court terme du Trésor relayé par les banques commerciales, culture financière des épargnants, la crainte du risque, le souci de la liquidité ¹²⁰).

Avec la dynamisation de la Bourse au début des années 1990, le placement boursier a attiré un certain nombre d'épargnants et a donc pu, dans un premier temps, canaliser une partie de l'épargne des ménages. Toutefois, après une brève phase de multiplication des investissements boursiers, il est vite apparu que ces investissements se faisaient essentiellement dans une optique à court terme. En revanche, les produits liquides et qui

¹¹⁹ Les dépôts d'épargne sous forme de livrets sont passés entre 1995 et 2000 de 2.465 MD à 3.761 MD soit une croissance annuelle moyenne d'environ 9% qui indique une certaine stabilité de cette épargne surtout compte tenu de la forte croissance de nouveaux produits d'épargne (SICAV obligataires).

¹²⁰ L'épargnant tunisien accorde une importance accrue à la liquidité de son placement ce qui expliquerait d'ailleurs que de nouveaux produits financiers tels que les SICAV ont tous privilégié la liquidité tandis que les produits moins liquides (exemple : assurance vie) n'ont pas bien réussi.

étaient proches des produits bancaires tels que les SICAV obligataires se sont fortement développés.

Aujourd'hui, le principal enseignement est que l'épargnant tunisien ne consacre pas une partie importante de son épargne dans des produits boursiers longs. L'épargne longue investie en Bourse reste donc modeste et a un impact négatif sur le développement de la demande.

Dans les trois sections suivantes, nous présenterons la demande des investisseurs institutionnels, les produits d'investissement collectifs boursiers tels que SICAV, SICAF, et FCP et la demande de l'investisseur particulier. Nous examinerons par ailleurs les interactions entre la faible adhésion des épargnants aux schémas d'épargne longue et la faible implication des autres catégories d'institutionnels (caisse de retraite, assurances, étrangers) en Bourse.

II - LES INVESTISSEURS

A. Diagnostic

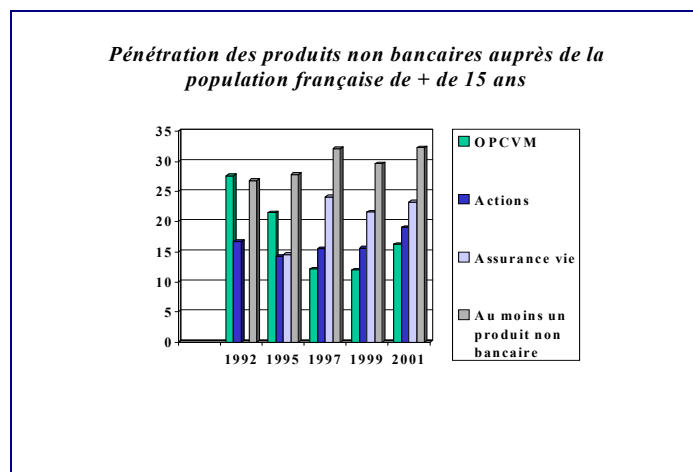
1. Les investisseurs institutionnels

a) Le rôle de la demande institutionnelle dans les pays développés

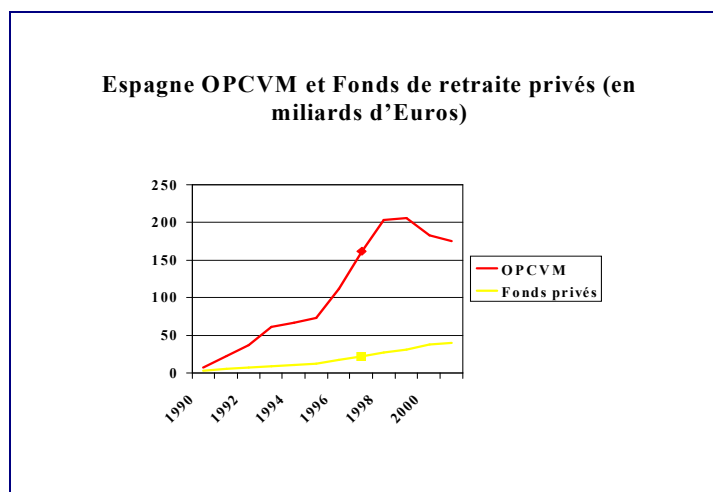
L'intermédiation des institutions financières est un facteur aussi important dans le développement des marchés financiers dans les pays développés que dans les pays émergents. En Grande Bretagne, par exemple, plus de 65% de la capitalisation boursière se trouve entre les mains des institutionnels, et la majorité des investisseurs placent leur investissements en Bourse par l'intermédiaire de ces institutions.

La France, pays traditionnellement caractérisé par la prédominance des placements bancaires, a connu une évolution notable des habitudes de placement dans le sillage du processus de désintermédiation bancaire.

Actuellement, environ 30% des français de 15 ans et plus détiennent au moins un produit de placement non-bancaire. Le pourcentage des français détenant des valeurs mobilières s'élève à 23%. Le développement des OPCVM et des produits d'assurance-vie ont été un facteur déterminant dans la percée de l'investissement institutionnel en France.



En Espagne également, le développement du marché des OPCVM a beaucoup influencé le développement du marché des capitaux. Au début des années 90, il n'existait pratiquement pas. Mais les besoins de financer le déficit budgétaire espagnol, et la volonté de renforcer la mobilisation de l'épargne, ont conduit à la création du vecteur de la demande institutionnelle. Comme en Tunisie, des avantages fiscaux ont été offerts aux épargnants pour qu'ils orientent leurs épargnes vers les OPCVM.



Au départ, les banques ont résisté au processus de désintermédiation redoutant qu'il n'affaiblisse leurs bases de dépôts. Cependant, la vive concurrence sur les marges d'intermédiation a rapidement incité les banques à développer les produits générateurs de commissions et a donc favorisé la création d'une industrie d'OPCVM très florissante.

Au Portugal, depuis le début des années 90, les fonds de placement et de retraite se sont vigoureusement développés sous l'effet de la déréglementation, de l'augmentation des revenus réels et de la baisse générale des taux d'intérêt. Les actifs des fonds de placement sont passés de l'équivalent de 5 % du PIB en 1990 à 25% en 1998. Au cours de la seule année 1998, les fonds de retraite et de placement ont procédé à des acquisitions de valeurs mobilières représentant environ 6% du PIB.

A travers ces exemples, nous avons fait ressortir l'importance des institutionnels dans le développement des marchés de capitaux. Pour tous les pays précités, le facteur commun a été le développement de véhicules de placements non bancaires qui se sont avérés le principal vecteur de développement de la demande.

b) La demande institutionnelle sur le marché tunisien

Les pouvoirs publics ont fortement encouragé le développement du vecteur institutionnel, essentiellement autour des sociétés d'investissement, par de multiples avantages fiscaux aussi bien pour les sociétés elles-mêmes que pour les investisseurs. Ceci a permis la création de plusieurs sociétés d'investissement et de donner naissance à une nouvelle génération d'investisseurs institutionnels tunisiens. Les OPCVM se sont particulièrement développés puisqu'ils ont atteint le nombre de 28 à la fin de l'année 2000 et sont devenus aujourd'hui une composante majeure du paysage financier du pays¹²¹.

Au niveau des autres investisseurs institutionnels, les caisses de retraite sont sous le contrôle de l'Etat et grâce à la croissance importante de leurs actifs ont consolidé leur rôle dans l'économie. L'assurance et notamment l'assurance-vie est restée insuffisamment développée. Enfin, à partir de 1996, le marché s'est ouvert aux capitaux étrangers et a pu attirer des investisseurs étrangers de portefeuille.

Nous examinerons dans ce qui suit les expériences des investisseurs institutionnels intervenant en Tunisie et évaluerons leurs contributions au développement du marché.

b.1 Les caisses de retraite

Les caisses sont des institutions publiques ayant jusque-là dégagé des excédents

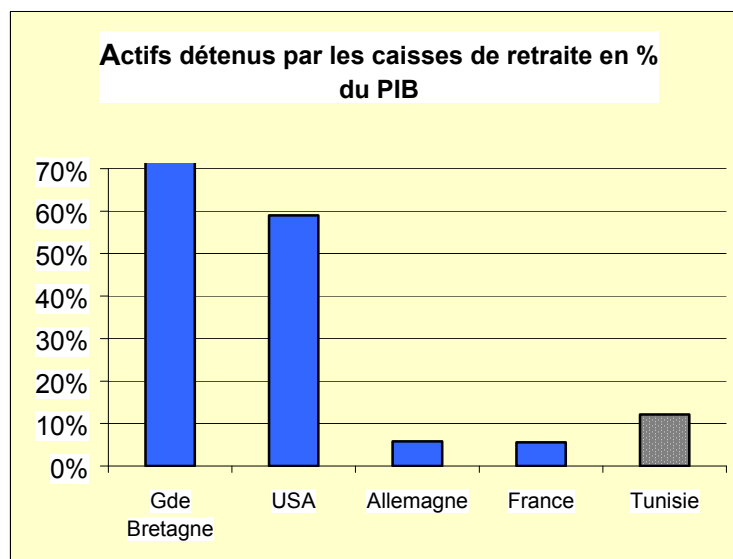
La Caisse Nationale de Sécurité Sociale (CNSS) et la Caisse Nationale de Retraite et de Prévoyance Sociale (CNRPS) sont deux institutions étatiques qui assurent le paiement des retraites aux cotisants. Elles assurent également des prestations médicales et sociales. Il ne s'agit donc pas exclusivement de caisses de retraite. Il s'agit d'établissements publics dont la gestion n'est pas véritablement celle de sociétés.

Compte tenu de la pyramide des âges en Tunisie, ces deux caisses ont jusqu'à présent dégagé des excédents très confortables, ce qui leur a permis de payer des retraites très généreuses (environ 80% de la moyenne des salaires des dix dernières années de travail). Cette situation n'a pas nécessité de grandes réformes et ce n'est que récemment qu'une réflexion a été engagée sur la mise en place d'autres systèmes de retraite par capitalisation à l'instar d'autres pays.

¹²¹ Voir Annexe 16 Tableau 3 : Evolution du nombre de sociétés d'investissement et Graphe 3 : Evolution des actifs gérés par les SICAV

Des actifs importants et des institutions puissantes en comparaison avec d'autres pays

Comme on peut le voir dans le graphique, en comparaison avec des pays développés tels que la France ou l'Allemagne, le poids des actifs détenus par les caisses tunisiennes en pourcentage du PIB est assez important, révélant la puissance de ces institutions dans



l'économie tunisienne. Même si la comparaison n'est pas très aisée compte tenu des différences qui peuvent exister entre les différents pays et systèmes, il apparaît que tout de même que la Tunisie se positionne assez bien en termes de richesses détenues par les caisses¹²². Evidemment, seule la comparaison avec des pays anglo-saxons qui ont une longue tradition des systèmes privés de retraite, révèle un écart assez important.

Une capacité considérable d'investissement sur le marché de capitaux

La CNSS est de loin la plus nantie des deux caisses. Ses réserves à la fin de l'année 1999 s'élevaient à 1.800 MD. La CNRPS quant à elle détient des réserves de 500 MD.

Les réserves cumulées de ces deux institutions de 2.300 MD sont considérables. Elles représentent environ 65% de la capitalisation boursière et 55% de l'encours des obligations privées et publiques, toutes catégories confondues. Bien que ces réserves ne soient pas toutes destinées à financer des retraites, ces deux institutions disposent d'une capacité considérable d'investissement sur le marché des capitaux compte tenu des ressources longues qui sont à leur disposition.

¹²² Il n'y a pas de dissociation entre les actifs destinés à payer des retraites qui sont donc des actifs à moyen et long terme de ceux qui servent à payer des prestations médicales qui sont plutôt des actifs à court terme.

La CNSS a une politique d'investissement fortement orientée vers les titres de créances sans risques

La CNSS est le principal acteur sur le marché des obligations d'Etat puisqu'elle absorbe à elle seule entre 40 et 50% des émissions longues sur le marché. Souvent, sur certaines émissions obligataires telles que les émissions de BTA à 10 ans, elle est la seule à présenter des offres qui sont retenues.

Sur le marché des actions cotées et des obligations privées, la CNSS est quasiment inexistante pour plusieurs raisons :

1. La volonté de préserver une sécurité maximale dans l'emploi des cotisations des affiliés qui se traduit par une aversion au risque boursier ;
2. L'acquisition d'actions est soumise à l'autorisation de la CAREPP conformément à la circulaire qui a réglementé la prise de participations des entreprises publiques et qui a été par la suite étendue aux placements ;
3. La CNSS n'est pas une société et ne dispose pas des avantages des sociétés en matière de provisions dans le cas d'une évolution défavorable des cours ;
4. La CNSS, par souci de prudence, exige une garantie bancaire pour les obligations privées.

Dans son portefeuille, la CNSS détient pourtant des actions (6% uniquement des réserves) mais celles-ci correspondent à des participations dans des entreprises publiques conformément à la politique générale de l'Etat.

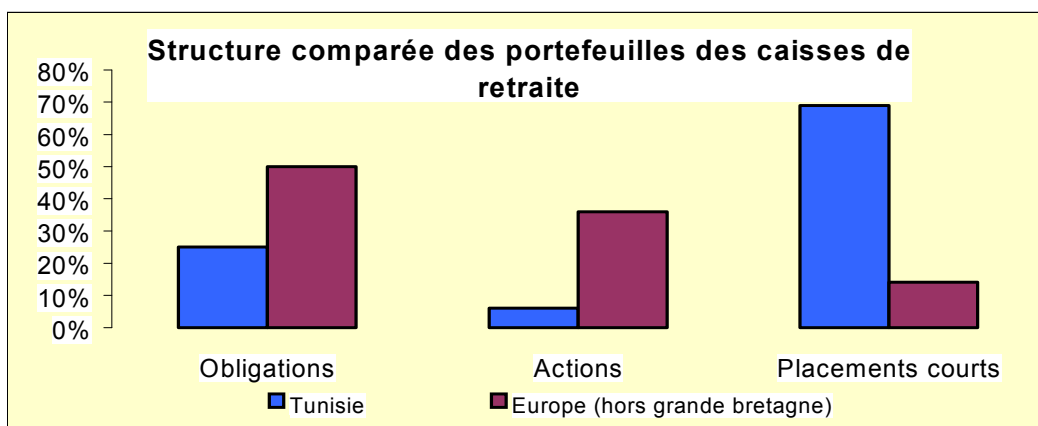
Structure des portefeuilles des caisses de retraite

Jusque-là, on constate que les caisses de retraite sont restées en dehors du marché actions et ne sont réellement intervenues qu'au niveau des obligations d'Etat. Une extrême prudence continue à gouverner leur politique d'investissement. De même, celles-ci jouent un rôle très important dans le financement du Trésor et assurent en partie les besoins de financement de l'Etat. Ceci se traduit par un rendement plutôt faible de leur portefeuille de placements et d'immobilisations financières¹²³ qui ressort à 5,03% pour la CNSS et 4,44% pour la CNRPS.

Par ailleurs, l'analyse des bilans publiés de 1999, fait ressortir une prépondérance des placements courts (selon nos estimations environ 69% du total actifs financiers). La comparaison avec la structure moyenne des portefeuilles des caisses de retraite en Europe fait ressortir des différences notables (voir graphique ci-après). La faiblesse des investissements longs est très nette avec surtout une évidente sous-allocation en actions. Cette structure de portefeuille illustre clairement une politique d'investissement passive au niveau du

¹²³ Calculé comme suit : (Produits des placements 2000 / Total moyen (1999/2000) des placements et immobilisations financières)

compartiment actions de la Bourse et qui a privilégié d'une manière générale des produits courts et la liquidité des placements. Comme nous le verrons au niveau des expériences d'autres pays (voir encadré), la demande au niveau du marché financier est restée orpheline d'un acteur majeur. Elle n'a pas pu se renforcer par un apport de fonds issus de ressources



dont la durée d'immobilisation est tout à fait adaptée à la durée de placement recommandée sur le marché financier.

L'exemple égyptien et l'orientation progressive des placements vers la Bourse

Le système égyptien « Social Insurance System » ou SIS est très proche du système tunisien avec la prédominance de deux caisses « the Social Insurance Fund of Governmental Employees (SIFGE) » et « the Social Insurance Fund of the Private and Public Sector Employees (SIFPPSE) ». Environ 83% des travailleurs égyptiens¹²⁴ adhèrent au SIS. Des fonds privés de retraite ont été créés au début des années 90 sous l'impulsion du secteur public mais ne représentent encore que des réserves d'environ 2 milliards de dollars.

Les excédents de la SIS sont beaucoup plus importants et la dernière estimation les évalue à 15 Milliards de dollars. Ces excédents étaient investis auprès de la NIB (National Investment Bank) qui les rémunérait à des taux fixes convenus entre les deux parties. Comme les conditions de rémunération n'étaient pas jugées très satisfaisantes, la SIS décida en 1997 de confier à des gestionnaires privés la gestion d'une partie de ses excédents.

Même si la majorité du Fond National est restée investi auprès de la NIB, la partie gérée par les sociétés privées de gestion s'est essentiellement orientée vers la Bourse pour y être essentiellement investie en actions de sociétés cotées.

¹²⁴ Cette proportion comprend les agriculteurs qui ont un régime très favorable avec une contribution très modeste de 1£ égyptienne.

L'exemple du Chili : un grand succès en matière de développement des fonds privés de retraite et incidences sur son marché de capitaux

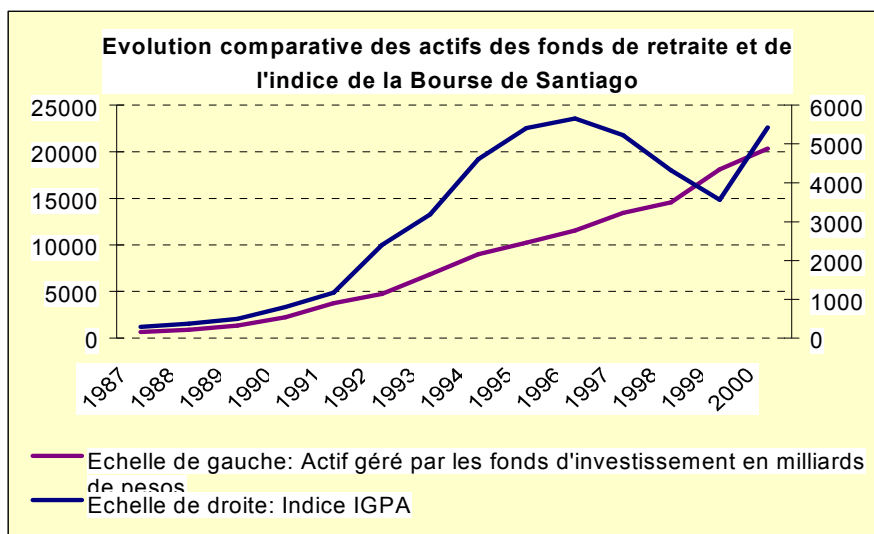
En 1980, le gouvernement chilien a mis en œuvre un programme de privatisation¹²⁵ de tout le système de financement de retraite ce qui a permis de stimuler le marché des capitaux.

Il a créé une nouvelle catégorie d'institutions financières « La Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones (SAFP) », qui avaient pour fonction de collecter les contributions et de les investir sur le marché selon des règles bien déterminées d'investissement en valeurs mobilières.

La transition d'un système public à un système privé de retraite a créé une nouvelle dynamique. La concurrence entre les institutions nouvellement créées les a obligées à optimiser la gestion des ressources des cotisants.

Jusqu'à la fin des années 80, ces fonds ne pouvaient investir que 20% de leurs actifs en actions, ce qui est déjà relativement important en comparaison avec le ratio d'emploi des caisses tunisiennes. Depuis, un assouplissement du ratio d'emploi en actions à 30% leur a permis d'augmenter leur exposition et d'être encore plus actifs à la Bourse.

Le graphique ci-après retrace l'évolution des actifs des fonds privés chiliens et montre bien que cette évolution a eu une incidence très favorable sur la Bourse.



¹²⁵ Le vieillissement de la population chilienne, une évasion importante au niveau des contributions dues aux employés et employeurs dans un contexte de crise économique ont poussé le gouvernement chilien à privatiser le système de retraite

b.2 Les compagnies d'assurance

Le segment de l'assurance vie est resté peu développé

Le secteur des assurances en Tunisie continue à être dominé par les produits classiques qui couvrent essentiellement les risques obligatoires. L'assurance vie ne s'est pas encore réellement développée en Tunisie.

Actuellement, les primes versées au titre de contrats d'assurance vie ne représentent que 7,8%¹²⁶ du total des primes du secteur. En comparaison avec d'autres pays tels que l'Egypte (20%) ou le Chili (59%), la pénétration de l'assurance vie dans le secteur reste très modeste. Par rapport au PIB, les actifs d'assurance vie en Tunisie n'excéderaient pas 0,2%¹²⁷ contre 2,5% au Portugal.

Le faible développement de l'assurance vie s'explique en grande partie par le faible développement de l'assurance en général en Tunisie. Ce secteur, qui a entamé récemment sa restructuration, se trouve aujourd'hui dans une phase d'amélioration de la qualité de ses prestations et de ses produits classiques, et n'a pas pu encore s'engager plus volontairement dans le développement des produits plus sophistiqués tels que l'assurance-vie.

De plus, les produits existants d'assurance vie continuent à souffrir de quelques pratiques défavorables telles que l'imputation accélérée des frais de gestion sur les premières années du contrat. De ce fait, la personne qui se voit dans l'obligation de résilier son contrat avant son terme risque après une courte période de ne récupérer qu'une faible proportion du montant versé. Enfin, le manque de transparence au niveau des rendements réalisés continue également à poser un problème pour les souscripteurs potentiels.

Il faut également noter que les contrats d'assurance vie sont à concurrence de 88% des contrats de couverture d'un risque de décès qui sont souvent obligatoires pour certaines catégories de prêts (le logement est le cas le plus fréquent).

Le vrai contrat d'assurance vie qui correspond à une épargne et qui attire spontanément des épargnants ne représente donc qu'un très faible montant (4 MD par an).

Les actifs des compagnies d'assurance

Pays	Tunisie	Hongrie	Portugal	Mexique	Turquie	USA
Actifs détenus par les assureurs en % du PIB	3%	3%	6%	1,7%	0,6%	43%

Source : Statistiques du rapport de l'OCDE et de la Banque Mondiale

¹²⁶ Rapport FTUSA 1999

¹²⁷ Estimation Smart Finance

Comme on peut le voir dans ce tableau, les assurances tunisiennes détiennent des actifs relativement importants en proportion du PIB. Dans cet échantillon, si on exclut les USA, on constate que le secteur des assurances en Tunisie se positionne relativement bien par rapport à des pays comparables.

A la fin de l'année 1999, le total des actifs financiers des assureurs tunisiens s'élevait à 693 MD. Environ 80% est investi en valeurs mobilières et les 20% restant se répartissant pratiquement à parts égales entre valeurs immobilières et placements monétaires.

Des stratégies d'investissement différentes d'une compagnie à l'autre

Nous n'avons pas de statistiques précises sur la répartition des valeurs mobilières entre actions et obligations, mais la pratique montre que les obligations constituent la majorité. Pourtant, certaines compagnies telles que la STAR ou la CARTE ont une politique assez agressive d'investissements en actions. Au 31/12/2000¹²⁸, 56% des valeurs mobilières détenues par la STAR étaient investis en actions (40% en actions cotées).

Pour les sociétés qui ont un profil de risque plus prudent, l'investissement en actions est le plus souvent soit orienté vers des actions non cotées qui appartiennent à des sociétés étatiques ou privées selon qu'il s'agisse d'assureurs publics ou privés ou alors vers des sociétés cotées qui font partie du groupe (ex : ASTREE et Banque de Tunisie, COMAR et Amen Bank).

A partir de là on en déduit que, sauf exceptions, les compagnies d'assurances ne sont pas de véritables animateurs de la Bourse. Leurs interventions en Bourse demeurent sporadiques et n'apportent pas au marché la liquidité souhaitée.

Pourquoi les assurances investissent-elles peu en actions ?

Plusieurs raisons peuvent être avancées :

- Des règles strictes d'emploi en titres émis par l'Etat (35%) pour la représentation des provisions techniques ont conduit beaucoup d'assureurs à opter pour une stratégie financière très prudente évinçant ainsi les actions.
- Le produit actions n'a pas encore fait ses preuves. Le rendement affiché par le TUNINDEX sur une période de quatre ans (du 31/12/1997 au 31/12/2001) dégage une rentabilité annuelle moyenne des actions de 6,09% inférieure à celle des obligations d'Etat de 5 ans qui ressort à 7,44%. Sur la même période, le rendement moyen des actions est légèrement inférieur au rendement des bons de Trésor à un an qui s'élève à 6,52%. Empiriquement, on voit que le rendement des actions reste insuffisant par rapport aux risques qui lui sont associés.

¹²⁸ Rapport d'activité STAR pour l'exercice 2000.

- Les actions présentent beaucoup d'inconvénients en termes de couverture des engagements techniques : l'évaluation des actions ne laisse aucune marge de manœuvre pour couvrir les provisions techniques (le cours est donné par référence au marché et même lorsqu'il est aberrant ne peut être modifié. A contrario, l'évaluation des investissements immobiliers présente une plus grande souplesse: possibilité de réévaluation).
- En cas de chute des cours par rapport à leurs cours d'acquisition, des provisions pour dépréciation doivent être faites et risquent de pénaliser le résultat. Ceci risque de dissuader l'assureur d'investir dans les actions surtout que le résultat des assureurs tunisiens est très sensible à leurs revenus de placements.
- Les actions ne sont pas encore correctement maîtrisées par les assureurs qui n'ont pas encore développé un savoir-faire en matière de gestion d'actions. Aucune assurance ne dispose d'une équipe de gestionnaires qui suivent et analysent régulièrement l'évolution du marché.

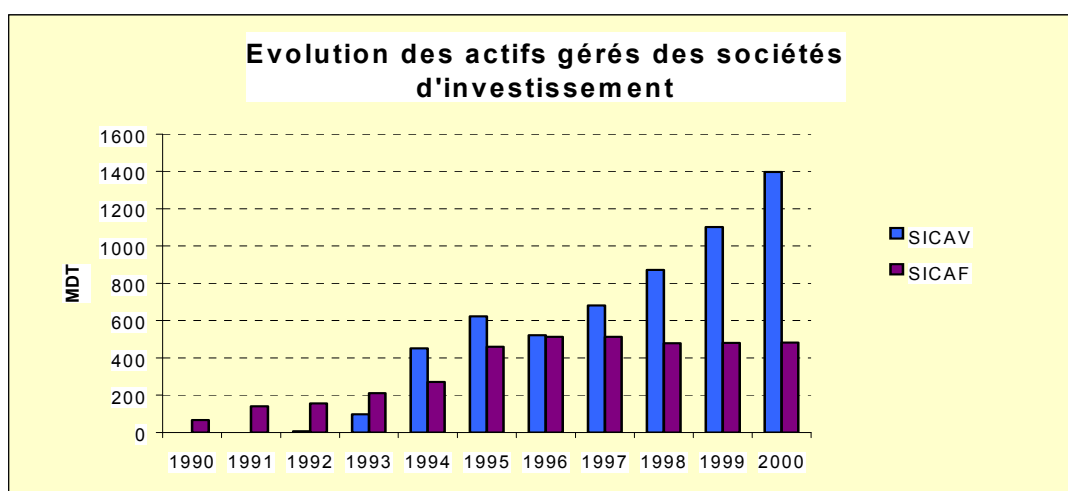
Vers une nouvelle répartition des portefeuilles des assureurs

A l'avenir, l'assouplissement progressif des ratios d'emplois pour la représentation des engagements techniques devront inciter les assureurs à augmenter leurs investissements en Bourse et permettront de changer le profil de risque de leurs investissements.

Nous pensons que ce processus exigera un certain temps d'adaptation (expérimentation, formation, assimilation,...) et qu'une évolution du marché (liquidité, profondeur..) est nécessaire pour accompagner un changement notable de la politique d'investissement des assureurs.

b.3 Les sociétés d'investissement

La promulgation en 1988 de la loi sur les sociétés d'investissement a suscité la création de plusieurs sociétés d'investissement qui constituent un noyau de demande institutionnelle. Le graphique ci-dessous fait apparaître une nette évolution des actifs gérés. Les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) ont connu une croissance soutenue et régulière tandis que les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF) ont connu un bon démarrage avant de voir leurs actifs se stabiliser à partir de 1996.



Les SICAV

Les SICAV se sont développées en Tunisie sous deux formes : les SICAV mixtes qui investissent en titres de capital et en titres de créance et les SICAV obligataires spécialisées dans les titres de créance. Les SICAV bénéficient d'un régime fiscal très favorable puisqu'elles sont exonérées de l'impôt¹²⁹. Elles ont par ailleurs des règles d'investissement qui exigent la détention d'un certain pourcentage¹³⁰ de leurs portefeuilles en titres de sociétés faisant appel public à l'épargne. Enfin, il faut noter qu'au niveau des usages aucune SICAV n'a prévu des droits d'entrée ou de sortie afin de faciliter la vente et la promotion de ce nouveau produit.

Le secteur des SICAV a connu une évolution rapide depuis la création en 1992 de la première SICAV en Tunisie, passant de 4% du total des actifs employés par les sociétés d'investissement à 67% en 2000. Le total des actifs gérés a atteint 1398 MD.

Au total, les actifs gérés représentant 5,2% du PIB contre 3,3% en 1997. Ce niveau peut être considéré comme satisfaisant puisqu'il est supérieur à celui de pays tels que la Turquie, le Mexique et est comparable au Maroc quoique inférieur d'apparence¹³¹.

Actifs détenus par les SICAV en % du PIB

Pays	Tunisie	Maroc	Hongrie	Mexique	Turquie	Portugal
Actifs détenus par les SICAV en % du PIB	5,2%	10%	8%	3,6%	1,9%	25%

Source : Statistiques du rapport de l'OCDE et de la Banque Mondiale

¹²⁹ Hormis la retenue à la source sur les titres de créance

¹³⁰ Au bout de deux années d'activité, exigence d'un niveau de 70% jusqu'à fin 2001 et 50% depuis.

¹³¹ Il faut noter qu'environ 50% des SICAV marocaines sont des SICAV spécialisées dans les instruments à court terme et sont considérées comme des SICAV monétaires

L'émergence des SICAV se fera durant la première moitié des années 90 grâce aux SICAV mixtes qui ont bénéficié d'une conjoncture boursière favorable qui leur a permis de réaliser d'excellents rendements et d'attirer un grand nombre d'investisseurs.

La percée des SICAV obligataires ¹³²

A partir de 1995, le fléchissement de la Bourse a suscité une demande accrue pour des placements sûrs favorisant ainsi la création de SICAV obligataires plus appréciées pour leur rendement plus stable. Le nombre de SICAV obligataires en activité est passé de 4 en 1994 à 12 en 2000 alors qu'il n'y a eu que 5 nouvelles SICAV mixtes durant la même période portant leur nombre total à 16. C'est toutefois en actifs gérés que la progression des SICAV obligataires sera spectaculaire passant de 200 MD en 1995 à 1.264 MD en 2000 soit un taux de croissance annuel moyen de 45%.

Elles concurrencent de plus en plus les produits d'épargne bancaires classiques puisque le rapport SICAV obligataires / comptes d'épargne dans le système bancaire ne cesse de s'élargir s'affichant au 31/12/2000 à 30% contre 20% au 31/12/1998.

Le rôle des SICAV obligataires a été prépondérant dans le développement du marché primaire obligataire. En moyenne, les acquisitions par les SICAV d'obligations privées ont porté sur 350 MD représentant entre 1997 et 2000, 68% du total des émissions. De même ces SICAV participent régulièrement aux adjudications du Trésor. A ce niveau donc, les SICAV obligataires ont été une réussite.

Au niveau de l'animation du marché secondaire et l'amélioration de la liquidité, le rôle des SICAV obligataires a été en revanche plus modeste. Cette question de liquidité est un sérieux frein au développement des investissements des SICAV obligataires. Ceci est observé notamment au niveau des SICAV obligataires de grande taille contrôlées par les banques. Celles-ci ont tendance, avec l'accroissement de leurs actifs, à ne pas engager de manière proportionnelle plus d'investissements vers les obligations, et à revenir vers des placements bancaires (compte à terme, certificats de dépôts) ne respectant donc plus les ratios réglementaires d'emploi¹³³. Cette orientation pose le problème général de l'adéquation entre les caractéristiques actuelles des SICAV obligataires (rachat à tout moment) et le niveau de liquidité des actifs gérés qu'elles doivent garder pour faire face à d'éventuels rachats.

L'échec des SICAV mixtes et ses raisons

Entre 1993 et 2000¹³⁴, si les performances des SICAV obligataires ont été positives (53%), les SICAV mixtes ont par contre dégagé un rendement négatif (-13%) expliquant la désaffection des épargnants et la dilution progressive de leurs actifs par rapport aux actifs totaux en gestion (67% du total en 1995, 9,5% en 2000). Sur une telle période, il est fréquent de constater une

¹³² Voir Annexe 16 Graphe 3 : Evolution des actifs gérés par les SICAV.

¹³³ Au 31/12/2000, 4 Sicav ne respectaient pas les ratios d'emploi. Au 31/12/2001, une SICAV obligataire avait un ratio d'emploi en obligations de 31% largement inférieur au seuil de 50%.

¹³⁴ Voir Annexe 16 Tableau 7 : Rendements des SICAV et des placements bancaires (1993-2000)

meilleure performance des fonds qui investissent dans les actions mais l'expérience tunisienne ne le démontre pas. La crise sévère du marché en 1996 a fortement pénalisé le rendement des SICAV mixtes. Sur une période de 3 ans (31/12/1997-31/12/2000)¹³⁵, en neutralisant la correction importante des cours intervenue en 1996-1997, le rendement des SICAV mixtes s'est établi à 21% soit à peine plus que le rendement des SICAV obligataires qui s'est élevé à 17%. Ce rendement réalisé dans une bonne conjoncture boursière est resté insuffisant pour attirer plus d'épargnants vers les SICAV mixtes.

La principale cause qui a été identifiée est la volatilité des actifs gérés qui a engendré une impossibilité d'investir à long terme. En effet, dans une bonne conjoncture, les souscriptions aux SICAV mixtes augmentent considérablement. Cependant à la moindre baisse du marché constatée par un repli des valeurs liquidatives des SICAV, les actionnaires rachètent leurs parts conduisant à des baisses importantes des actifs gérés¹³⁶. Dans un marché peu liquide, les cessions de titres pour faire face à des rachats importants provoquaient des baisses de la valeur liquidative qui déclenchaient de nouveaux rachats. Dans un marché fortement baissier, ce cercle vicieux vidait la SICAV de tous ses actifs et conduisait pratiquement au gel de ses activités sur le marché. Aujourd'hui, au moins quatre SICAV se retrouvent dans cette situation. Par quoi s'explique-t-elle ?

Absence de frais d'entrée et/ou de frais de sortie

Un investissement dans une SICAV qui place dans des actions ou des obligations est par nature un investissement à moyen et long terme. Il est en général recommandé de détenir ces SICAV pour une durée de trois ans au moins. En Grande Bretagne, la détention moyenne des OPCVM est d'environ cinq ans. En France, la durée moyenne de détention des SICAV actions est d'environ deux années et demi.

En l'absence de droits d'entrée et/ou de sortie, la pratique en Tunisie montre que la durée de détention moyenne des SICAV est beaucoup plus courte. Dans certains cas, il ne s'agit que de quelques jours. Pour les investisseurs avertis, la SICAV est devenue un dépôt à vue rémunérée sur laquelle il était possible de faire des arbitrages fréquents tout en réalisant au passage des plus values substantielles. Cette facilité d'entrée et sortie a été particulièrement pénalisante pour les SICAV mixtes qui ont fortement investi en actions.

Possibilité d'acheter et de vendre sur la base d'une valorisation historique

Par ailleurs, il était et est encore possible de souscrire à des actions ou de racheter des actions à une valeur liquidative historique connue, en l'occurrence celle de la veille.

La connaissance des cours du jour permet de faire des arbitrages très avantageux (on souscrit sachant que la VL va progresser ou on vend sachant que la VL va baisser) et pénalise en conséquence les actionnaires qui conservent leurs SICAV par un phénomène de dilution de la hausse ou d'amplification de la baisse sur les valeurs liquidatives.

¹³⁵ Voir Annexe 16 Tableau 8 : Rendements des SICAV et des placements bancaires (1997-2000)

¹³⁶ Voir Annexe 16 Graphe 4 : Evolution du taux d'emploi des SICAV tunisiennes

Pour ces deux raisons, on a observé une instabilité chronique des actifs gérés. Par conséquent les gestionnaires ont été contraints de maintenir un matelas de liquidités assez élevé pour se prémunir contre la possibilité de rachats, ce qui ne leur a évidemment pas permis, au meilleur des cas, d'optimiser la gestion et de réaliser de bons rendements. Ce système très perméable rend presque impossible une politique d'investissement à long terme.

Enfin, l'absence de gestion professionnelle explique également en partie l'échec des SICAV mixtes. En effet, les gestionnaires des SICAV assument également une grande part de responsabilité en raison de leur manque d'indépendance¹³⁷ dans la constitution de portefeuilles (exposition excessive aux titres de l'établissement promoteur et de leurs clients émetteurs) mais aussi en raison dans certains cas d'un manque de jugement et d'éthique.

Les SICAV mixtes qui auraient dû être les principaux animateurs de la cote de la Bourse ont échoué, principalement à cause d'erreurs de conception. La volonté d'adapter ce type de SICAV au contexte tunisien a complètement dénaturé le produit dont on ne retiendra que les contre-performances nuisibles à la perception et au fonctionnement du marché.

Pour une meilleure différenciation des SICAV en fonction de leur risque

Avant la sévère chute de la valeur de certaines SICAV mixtes, beaucoup d'investisseurs ignoraient l'étendue des risques qu'ils encourent. Par ailleurs, ils ont tendance à considérer les SICAV obligataires comme étant dépourvues de risques sans comprendre le risque associé à leurs politiques d'investissement. (ex : l'une n'achète que des obligations très bien notées A et plus tandis que l'autre achète tous types d'obligations y compris des obligations notées BB).

Pourtant, les placements obligataires présentent un risque de taux. Une hausse de taux entraîne mécaniquement une baisse de la valeur des obligations détenues et par conséquent du rendement de la SICAV comparativement à d'autres placements. Actuellement, les méthodes de comptabilisation utilisées ne permettent pas de refléter les variations de taux sur la valeur du portefeuille puisqu'elles continuent à s'appuyer, faute de références établies sur les taux, sur la valeur historique du portefeuille. La valeur liquidative ne reflète plus une valeur de marché mais une valeur purement comptable. Le deuxième risque des obligations quoique plus rare est le risque de défaut¹³⁸, qui entraîne une perte sur le capital investi.

La stabilité empirique du rendement de la SICAV obligataire ne constitue donc pas un indicateur du rendement futur et maintient l'épargnant dans l'ignorance du risque réel du placement effectué.

Il faudra réfléchir à l'avenir à une classification qui reflète mieux la différenciation des risques associés à chaque type de SICAV. L'introduction de SICAV monétaires et de véritables SICAV actions pourraient permettre de mieux différencier les produits existants.

¹³⁷ Renvoie au problème général de l'incompatibilité de l'activité de gestion avec les autres fonctions des intermédiaires en bourse (négociation, conseil aux émetteurs)

¹³⁸ Selon Standard&Poor's, le taux de défaillance mondial des emprunts obligataires en 2001 est 3,99%

Les SICAF¹³⁹

Les SICAF ont été réglementées par la loi 88/92 et ont bénéficié de multiples avantages fiscaux tant au niveau des taxes et impôts sur leurs revenus qu'au niveau de l'exonération des souscriptions à leur capital. La loi a par ailleurs institué un ratio d'emploi obligatoire de 70% des actifs des SICAF en valeurs mobilières sans exiger qu'elles soient des valeurs cotées ou faisant appel public à l'épargne.

Plusieurs SICAF ont alors vu leur jour et les actifs gérés ont connu une évolution remarquable entre 1990 et 1996 puisqu'ils sont passés de 60 MD à 513 MD. Certaines ont été très actives en Bourse et ont contribué à la dynamisation du marché pendant la première moitié des années 90. D'autres en revanche, ont été transformées en SICAF familiales et n'ont que très faiblement investi en Bourse. Le silence de la loi au niveau de la nature des valeurs mobilières à détenir a encouragé plusieurs promoteurs de SICAF à investir dans les sociétés de leurs groupes ou autres non cotées sans que cela n'ait aucune incidence sur la Bourse.

Cette situation a amené le législateur à supprimer progressivement les avantages fiscaux d'abord par la loi 92/113 et ensuite par la loi 95/88. Ceci a eu pour effet de stopper net l'évolution enregistrée par les SICAF puisqu'une certaine décline des actifs gérés sera observée à partir de 1997. Les SICAF ayant misé sur la Bourse en constituant des portefeuilles importants en valeurs cotées ont été fortement pénalisées car la suppression des avantages fiscaux allait coïncider avec une sévère correction boursière. Les promoteurs de SICAF n'étaient plus alors incités à augmenter leurs capitaux pour investir en Bourse. Certains d'entre eux ont même opté pour les nouvelles sociétés d'investissement à capital risque (SICAR) qui venaient d'être introduites par la loi et avaient une fiscalité très avantageuse.

L'expérience des SICAF montre que s'il y avait eu dès le départ une incitation à investir en Bourse qui était assortie d'avantages fiscaux, celles-ci auraient pu jouer un rôle plus important dans l'animation du marché. L'avantage de la stabilité du capital des SICAF aurait été déterminant dans leur politique d'investissement et leur aurait permis d'intervenir sur le marché de manière plus active et d'en assurer une certaine régulation.

Fonds communs de placement

La loi N°92-107 portant institution de nouveaux produits financiers a défini les fonds communs de placements (FCP) comme une co-propriété de valeurs mobilières qui n'a pas de personnalité morale, et a prévu l'ensemble des règles juridiques de leur fonctionnement. Cette loi comportait des difficultés pratiques (plafonnement de l'actif net à 300.000 DT, règles d'emploi de 80% en valeurs inscrites à la cote, conditions de désignation du commissaire aux comptes, conditions de souscription) et ne donnait pas suffisamment de souplesse à ce produit comparativement aux SICAF, d'où le lancement d'aucun FCP.

¹³⁹ Voir Annexe 16 Graphe 5 : Evolution des SICAF

En France, le FCP est un produit très répandu puisqu'au moins 1,5 millions de français détiennent un FCP, soit 3,5% de la population des investisseurs potentiels en Bourse. Ce chiffre est très honorable en comparaison avec les SICAV qui sont détenues par 10,3% de la même population.

Avec la parution de la loi N° 2001-83 qui a réorganisé et assoupli le cadre juridique des FCP en Tunisie (augmentation de la taille maximale des FCP à 10 MD, allègement des conditions de souscription aux parts ...), le développement de ce produit est attendu et devrait permettre le lancement de nouveaux schémas collectifs d'épargne.

Conclusion

La création de sociétés d'investissement a permis le développement d'un noyau de demande institutionnelle qui est aujourd'hui surtout matérialisée par les SICAV obligataires. Les SICAV mixtes ne se sont pas développées à cause d'erreurs de conception et de gestion. Les SICAF n'ont pas joué leur fonction d'animateur du marché financier alors que les FCP n'ont bénéficié que très récemment d'un cadre juridique favorable à leur développement.

Nous retiendrons que la réforme engagée en 1988 n'a pas réussi jusqu'à présent à développer des produits suffisamment différents des produits bancaires et appropriés à l'épargne longue. Ceci entraîne une demande institutionnelle réduite pour les produits longs qui continue à constituer un frein majeur à une augmentation de l'offre de titres longs sur marché financier.

b.4 Les investisseurs étrangers

Avec l'intégration croissante des économies et des marchés, le poids des investisseurs étrangers¹⁴⁰ représente de nos jours un indicateur important du développement de la Bourse. Au Portugal par exemple, sous l'effet d'entrées soutenues de capitaux étrangers, la capitalisation du marché et le volume des transactions ont augmenté de façon spectaculaire¹⁴¹. En France, la pénétration du marché par les institutionnels étrangers a atteint environ 40% de la capitalisation boursière et presque autant au niveau des transactions.

En Tunisie, les investissements étrangers au niveau du marché obligataire sont de fait non autorisés, et le poids des capitaux étrangers dans l'encours obligataire domestique est donc nul¹⁴². Ceci a surtout limité le développement du compartiment des valeurs du Trésor qui souffre de la faiblesse de la capacité d'absorption des émissions longues et de l'absence de négociabilité.

¹⁴⁰ Voir Annexe 16 Graphe 7 : Indicateurs de la participation étrangère

¹⁴¹ Sous l'effet de la déréglementation financière qui a commencé en 1992, le marché portugais sur une période de 6 ans a connu une croissance de 264 % de sa capitalisation boursière et de 286 % pour les transactions

¹⁴² En comparaison, au 31/12/2000, l'encours de la dette obligataire émise par la Tunisie sur les marchés internationaux détenu par les investisseurs étrangers de portefeuille s'élève à 2 838 Millions de Dinars soit un peu plus que 20% de la dette extérieure tunisienne à moyen et long terme du pays.

Au niveau des actions, il faut souligner que les autorités publiques ont traditionnellement privilégié les investissements directs étrangers. Le marché financier est resté quasiment fermé aux investisseurs de portefeuille puisque les investissements étrangers en actions cotées en Bourse étaient plafonnés à 10% du capital des sociétés cotées. Cette contrainte laissait pratiquement très peu de choix aux investisseurs étrangers compte tenu de l'existence déjà d'un noyau d'actionnaires étrangers dans le capital des sociétés cotées représentant plus de 20% de la capitalisation boursière. A la fin de 1996, le plafond des investissements étrangers ne nécessitant pas d'autorisation préalable a été porté à 49,99% et a permis ainsi l'apparition d'un premier flux d'investissements étrangers. Il s'agissait essentiellement de fonds d'investissement dédiés à la région¹⁴³ et détenus par des institutions de réputation internationale¹⁴⁴. Ces fonds investissent à long et moyen terme et leur horizon d'investissement est souvent compris entre trois et cinq ans.

Au début, l'intervention des étrangers a été salubre car elle avait eu lieu dans un contexte boursier déprimé et a permis progressivement de redonner confiance aux investisseurs locaux. Elle a également permis de favoriser l'ouverture des sociétés cotées aux actionnaires institutionnels, de développer une meilleure communication de leurs parts et d'établir de nouvelles traditions d'analyse fondamentale et de recherche.

Volume de transactions réalisé par les étrangers

En MD	1998	1999	2000
Achats	26	33	68
Ventes	13	54	91

Après une bonne année 1998, une inflexion sera ressentie à partir de 1999 où les ventes excéderont les achats. En 2000, les ventes vont s'accélérer pour atteindre 91MD, dans le sillage notamment des excellentes performances boursières dégagées par certains titres phares de la cote.

Ceci a provoqué de vives critiques à l'encontre des investisseurs étrangers et une controverse a éclaté au sujet de cette expérience. Pourtant, en examinant attentivement les chiffres, on constate que le poids des investisseurs étrangers à la Bourse de Tunis est resté modeste puisque le total de leurs investissements a porté sur environ 3% de la capitalisation, et n'a pas dépassé en moyenne 6% des transactions annuelles¹⁴⁵. Finalement, leurs interventions n'ont été qu'une composante mineure des transactions du marché secondaire qui a été toutefois sur-médiatisée en raison vraisemblablement de la détention des titres vedettes du marché qui étaient attentivement suivies par les investisseurs locaux.

De cette expérience, nous retiendrons les points positifs suivants :

¹⁴³ Maghreb Fund, Middle East and North Africa Fund, Africa Fund...

¹⁴⁴ MORGAN STANLEY, IFC, CCF...

¹⁴⁵ En Egypte, les fonds étrangers ont représenté, entre 1999 et 2000, 25% du volume total des transactions (source EFG Hermes)

- L'expérience étrangère a apporté un bénéfice indéniable en matière de professionnalisation des intermédiaires en Bourse (échanges fructueux avec les gestionnaires et analystes étrangers, initiation à l'analyse fondamentale, apprentissage du traitement de gros ordres...)
- La sensibilisation des émetteurs à une meilleure communication et leur initiation à de nouvelles pratiques (lettres aux actionnaires, road show, réunions avec les analystes...)
- La durée de détention moyenne a été supérieure à deux ans ce qui est une durée globalement satisfaisante pour une première expérience. Elle indique que la qualité des investisseurs de portefeuille ayant investi en Tunisie est globalement bonne et qu'il n'y a pas eu de véritables investissements spéculatifs (hot money).

Le principal enseignement de cette expérience reste la nécessité absolue d'avoir une base institutionnelle composée non seulement d'étrangers mais également de locaux afin d'avoir une base institutionnelle stable. Le développement de l'investissement institutionnel ne peut pas se faire sans les institutionnels locaux. Ceci constitue un préalable non seulement à l'investissement de portefeuille étranger mais aussi au développement de l'investissement individuel qui est un segment à ne pas négliger.

2. Les investisseurs individuels

L'investissement des particuliers est un segment important du marché. Il apporte un complément indispensable aux investissements institutionnels par une grande diversité au niveau des comportements et de la taille des ordres, et permet ainsi d'améliorer la liquidité globale du marché.

a) Les investisseurs individuels et la Bourse de Tunis

La demande sur le marché tunisien des actions est caractérisée par la prédominance des particuliers¹⁴⁶. Le régime fiscal est favorable aux investissements en actions (pas d'impôts ni sur les plus-values ni sur les dividendes) alors que les intérêts payés sur les obligations sont imposables¹⁴⁷ ce qui a détourné les particuliers de l'achat d'obligations en direct.

Lors des OPV de l'année 1995, le nombre des souscripteurs a atteint 150.000 mais ce chiffre n'est évidemment pas significatif à cause du phénomène de procurations qui a gonflé exagérément le nombre de souscripteurs. Depuis, beaucoup de ces comptes ont été clôturés après la cession des actions détenues. On ne dispose pas de statistiques exactes sur le nombre

¹⁴⁶ Par déduction des transactions effectuées en 2000 par les institutionnels étrangers, des assurances (rapports STAR, ASTREE et CARTE), des SICAV et des sociétés (estimation approximative), le poids des particuliers dans les transactions globales des actions se situerait selon nous dans une fourchette comprise entre 50% et 60% du total.

¹⁴⁷ Les intérêts subissent une première retenue à la source¹⁴⁷ de 20% et peuvent subir, en fonction de la tranche de revenus de l'épargnant une imposition additionnelle qui peut aller jusqu'à 35%. (seulement 0,79% des nouvelles émissions d'obligations de 2000 ont été acquises par des particuliers).

des détenteurs d'actions de sociétés cotées mais nous estimons¹⁴⁸ que le nombre total avoisinerait les 80.000 et que le nombre de comptes principaux est d'environ 32.000.

En retenant le chiffre de 32.000 tunisiens détenteurs d'actions cotées, le taux de détention est de 0,3% de la population totale. Ce taux est modeste en comparaison avec un pays d'une population comparable à la Tunisie comme la Grèce où 425.000 personnes sont des investisseurs actifs en Bourse¹⁴⁹.

D'une manière générale, les principales caractéristiques de ce segment de la demande sont les suivantes :

- Faible culture financière et méconnaissance des principes de base d'évaluation des actions (ignorance du degré de risques encouru, du lien entre cours et fondamentaux de la société, des critères de choix d'une action,...)
- Comportement moutonnier à l'origine des mouvements spéculatifs de masse
- Recherche de rendements élevés et de préférence sur une courte période
- Intérêt très faible à l'action en tant que part du capital d'une société mais son assimilation à un placement qui procure une certaine rentabilité (faible participation aux assemblées, méconnaissance de son activité, de ses performances financières,...)

Ces caractéristiques ne sont pas exclusives à l'actionnaire tunisien mais se rencontrent dans tous les marchés y compris ceux développés qui bénéficient d'une meilleure culture et information financière. Néanmoins, faute d'investisseurs institutionnels actifs, le comportement de l'investisseur individuel a entraîné une grande volatilité de la Bourse tunisienne.

b) Le Compte Epargne en Actions

Dans le cadre des mesures d'incitation de 1999 visant la dynamisation de la Bourse, les autorités ont créé le Compte Epargne en Actions (CEA) afin de développer les investissements des particuliers en actions. Le CEA est l'équivalent du Plan d'épargne en actions (PEA) institué en France en 1992. Les épargnants français qui ouvraient un PEA et le gardaient pendant 8 ans avaient droit à une exonération des taxes sur les dividendes et les plus values réalisées.

Comme les actions en Tunisie sont totalement exonérées d'impôts pour les personnes physiques, les pouvoirs publics ont prévu un dégrèvement fiscal lors de la souscription à un CEA dont la durée de vie obligatoire a été fixée à 5 années. L'épargnant pouvait donc déduire

¹⁴⁸ Nous avons mené cette estimation auprès de Tunisie Valeurs. Nous avons dénombré chez eux environ 12000 comptes dont 4800 comptes principaux investis en actions. Par un calcul linéaire simple sur la base de leur 15% de part de marché, nous aboutissons à un nombre total de 80000 comptes et un nombre de 32 000 comptes principaux.

¹⁴⁹ Source : Interview du Président de la Bourse d'Athènes sur le Washington Post.

de son revenu total imposable 50% de ce qu'il investissait dans un CEA avec un plafonnement de 5.000 DT. Ce produit introduisait donc un nouveau niveau d'avantage fiscal : il suffisait d'investir en Bourse pour payer moins d'impôts.

Les règles d'emploi ont été fixées à un minimum de 80% en actions de sociétés cotées et le pourcentage restant en Bons du Trésor assimilable (BTA). Les actions détenues pouvaient être revendues à la condition de réemployer le produit de la vente au bout d'un délai de 30 jours de Bourse.

Ce produit n'a pas rencontré le succès escompté. Il n'a pas permis d'augmenter le nombre d'épargnants en Bourse investissant dans une optique à moyen terme qui était l'une des conditions susceptibles de stabiliser le vecteur de la demande. On ne compte actuellement que 850 souscripteurs¹⁵⁰ représentant des actifs de 4 MD. En France, le nombre de détenteurs d'actions cotées en Mai 2001 s'élevait à 5,5 millions. En plus, il faut noter que 65% des détenteurs d'actions cotées possèdent un PEA.

La désaffection du public s'explique essentiellement par les raisons suivantes :

- L'éligibilité à l'avantage fiscal : une cible importante du CEA, en l'occurrence la quasi majorité des professions libérales (médecins, avocats, architectes...), est exclue des avantages fiscaux du CEA. En effet, l'octroi des avantages est subordonné à la tenue de comptabilité par les contribuables soumis au régime réel. Or sur 16.000 contribuables soumis aux bénéfices non commerciaux, seuls environ 1.000 tiennent une comptabilité tandis que les autres 15000 déterminent leurs bénéfices de manière forfaitaire.
- La déductibilité de 50% n'intéresse pas les épargnants qui disposent de revenus moyens (de l'ordre de 10.000 à 15.000DT / an) car ils ont une meilleure alternative. Un chef de famille peut, en optant pour un produit d'assurance vie, déduire totalement de son assiette imposable jusqu'à 2.000DT. Il est donc plus avantageux pour lui d'investir dans l'assurance vie quand le montant à investir est inférieur ou égal à 2.000DT.
- Le plafond déductible de 5.000DT est insuffisant pour attirer la classe des épargnants aux grands revenus (> 30.000DT). Il existe d'ailleurs des opérations d'appel public d'épargne assortis de contrats de rachats qui ont une durée moyenne de 4 ans qui répondent mieux à leurs besoins tant en termes de montant à investir qu'en termes de période d'immobilisation des fonds.
- La promotion du produit : le CEA est un compte qui exige un suivi minutieux des intermédiaires pour se conformer aux conditions d'emploi en actions et de respect des délais entre une cession et un réinvestissement. Il nécessite de ce fait une bonne organisation informatique et des ressources humaines qui lui sont dédiées. Compte tenu de la taille du CEA, certains intermédiaires ont dû trouver que ce n'était pas un produit rentable et n'ont pas véritablement cherché à le promouvoir et à le vendre.

¹⁵⁰ Plus de la moitié des souscripteurs sont les cadres d'une banque de la place qui a donné la possibilité à ses employés de loger les primes de fin d'année qui sont attribuées en actions de la banque en question dans des comptes CEA.

- Les contraintes d'emploi : avant d'être introduite dans le loi de Finances 2002, il n'était pas possible d'investir dans des OPCVM actions dédiées alors qu'il s'agit souvent d'une solution très adaptée aux épargnants. En France, il existe des PEA qui n'investissent qu'en OPCVM et représentent environ 25% du total des PEA.

L'expérience du CEA montre la difficulté à canaliser les investissements des particuliers vers des produits d'épargne longue. Elle souligne également la difficulté de transposer certaines expériences étrangères au marché tunisien et la portée réduite de l'incitation fiscale quand elle est conçue sans tenir compte des autres incitations déjà en place.

L'expérience de l'investisseur individuel en Bourse n'a pas été une réussite et s'est limitée à des prises de position de courte durée ou à des investissements sur des produits à faible risque. Les tentatives pour l'attirer par des produits défiscalisés longs mais néanmoins sélectifs et peu compétitifs n'ont pas réussi à stimuler la demande individuelle. La cause principale est que ce segment de la demande a été privé de son complément naturel et indispensable constituant la force motrice de tous les marchés financiers du monde, à savoir la demande institutionnelle à moyen et long terme.

B. Recommandations

Le développement de la demande institutionnelle à moyen et long terme a été identifié comme un axe prioritaire de développement du marché de capitaux. A cette fin, nos recommandations s'articulent autour de cinq axes : la modernisation de la gestion des actifs de retraite et le développement de plans volontaires d'épargne retraite complémentaire, le développement des produits d'assurance vie, la restructuration des SICAV et la création de nouveaux produits et le développement de l'épargne salariale, l'ouverture aux investisseurs étrangers le marché des BTA.

1. Moderniser la gestion des actifs de retraite et développer des plans de retraite volontaire complémentaire

Notre diagnostic a montré que les Caisses de retraite n'étaient pas très actives en Bourse et que le rendement de leurs actifs pouvait être optimisé. Nous estimons que leur politique d'investissement doit être structurée de façon à assurer une adéquation optimale entre la durée des ressources et celle des emplois. Pour cela, il faudra tout d'abord qu'une distinction très claire soit opérée à l'intérieur des masses financières accumulées (ressources maladie, ressources retraite...).

Au niveau du régime retraite, il faudra identifier la partie des ressources des cotisations retraite pouvant être investis en actifs longs. Ceci nécessitera, compte tenu des réserves accumulées, une modélisation des flux projetés de cotisation et des flux de paiement de retraites afin d'identifier les besoins futurs d'investissement et l'horizon d'investissement que doit adopter la Caisse pour les années à venir. Une fois que les besoins auront été clairement identifiés, les Caisses pourront décider quelle proportion de leurs besoins d'investissement longs pourra être investie sur le marché financier et choisir l'allocation entre titres de créances et titres de capital.

Nous recommandons alors de confier une partie de la gestion de ces capitaux longs à des gestionnaires privés sous la surveillance des autorités de marché. La sélection pourra être faite par une consultation auprès des gestionnaires de portefeuille locaux. Sur la base de critères quantitatifs et qualitatifs, les meilleures offres de services seront retenues. Nous pensons que ce système permettra d'orienter vers la Bourse une partie des actifs des Caisses de retraite. L'avantage principal est d'optimiser la gestion grâce à la mise en concurrence de différents gestionnaires qui chercheront à offrir un service et des prestations de qualité pour obtenir et garder leur mandat de gestion.

Enfin, comme certaines études ont démontré qu'au vu des prestations actuelles les systèmes de retraite tunisiens ne seront plus excédentaires d'ici quelques années, il faudrait engager dès à présent une réflexion approfondie sur la réforme des systèmes de retraite. Cependant, la refonte d'un système de retraite étant un processus long, nous recommandons d'encourager le développement de plans d'épargne-retraite volontaires qui pourront compléter la retraite assurée par le secteur public. Ces plans volontaires de retraite pourraient être gérés par des

assureurs sous forme de produits d'assurance vie ou par des sociétés de gestion sous forme de plans d'épargne à long terme (salariale, libre).

2. Développer les produits d'assurance-vie et optimiser leur gestion

Le développement de l'assurance-vie en tant que produit d'épargne constitue un axe prioritaire de développement de l'épargne à long terme. Les caractéristiques de ce produit (constitution d'un capital à longue échéance, couverture d'un risque de décès...) sont très adaptées à développer des schémas d'épargne longue et constituent un complément naturel aux systèmes de retraite.

Afin de développer les actifs gérés par les assureurs-vie et d'en faire une composante majeure de la demande institutionnelle, nous recommandons les actions suivantes :

- Développer la distribution des produits d'assurance-vie auprès des banques : il existe au sein de la clientèle bancaire un gisement important de détenteurs de produits d'épargne bancaire qui pourront être intéressés par l'optimisation du rendement de leur épargne, moyennant la souscription à des schémas longs d'épargne vie.
- Développer les formules d'assurance-vie groupe pour les sociétés qui ont bénéficié dans la loi de Finances 2002 des mêmes avantages fiscaux que les formules individuelles: ces formules collectives permettront de réunir des ressources d'une taille suffisante à la structuration par les assureurs de schémas d'épargne présentant de meilleurs rendements pour les cotisants (réduction des frais de gestion et de la volatilité des capitaux).
- Edicter des règles d'emploi spécifiques aux assureurs-vie afin d'orienter une plus grande partie de leurs actifs vers les produits longs (actions, obligations, BTA long et moyen terme).
- Lorsque la compagnie d'assurance n'a pas de filiale d'assurance-vie, instaurer un système de cantonnement strict des provisions sur la partie vie afin d'employer les actifs correspondants selon les règles spécifiques liées au produit vie .
- Encourager les assureurs à promouvoir et commercialiser des OPCVM spécialisés afin de proposer un catalogue de placement très large à leurs clients. Chacun pourra alors choisir la combinaison d'OPCVM qui convient à son profil d'investissement et confectionner lui même son portefeuille.
- Assouplir les conditions de retrait anticipé et les règles d'imputation des frais de gestion.

3. Restructurer les SICAV en les différenciant en fonction du profil du risque et en créant des SICAV spécialisées

Remarque préliminaire: nos recommandations concernant les SICAV sont également valables pour les FCP qui seront créés à l'avenir.

Nous pensons qu'il faut classer chaque catégorie de SICAV en fonction de son degré de risque, voire de liquidité. A l'instar de ce qui existe dans d'autres pays, nous sommes favorables à l'adoption de la classification suivante :

- Risque faible = Sicav monétaires
- Risque moyen = Sicav obligataires
- Risque élevé = Sicav actions

A l'intérieur de chaque catégorie, il y aura évidemment plusieurs profils de risques. Par exemple : une SICAV actions peut avoir un profil d'investissement prudent privilégiant les actions défensives tandis qu'une autre peut avoir un profil plus agressif en jouant les valeurs spéculatives.

L'investisseur pourra alors décider sur la base de la différenciation entre les trois grandes familles de SICAV ainsi que sur les prospectus d'émission individuels des SICAV précisant leur profil de risque, le ou les véhicules de placement qui lui conviennent le mieux. Nous pourrions ainsi éviter les confusions et l'investisseur assumera alors totalement ses choix.

La notion de durée de placement recommandée doit être également mentionnée afin que l'investisseur sache quel doit être son horizon de placement. Cette mention doit être obligatoire dans les prospectus ainsi que dans la brochure commerciale diffusée sur la SICAV.

Nous recommandons que les SICAV dont la durée de placement recommandée est supérieure à 2 ans, appliquent des droits d'entrée et/ou de sortie afin de pouvoir stabiliser au mieux les fonds gérés. Les droits d'entrée et/ou de sortie seront ajoutés ou déduits de la valeur liquidative afin d'obtenir le prix de souscription et le prix de rachat. Ces SICAV afficheront en permanence leurs fourchettes de prix.

Par rapport à la gamme actuelle de SICAV (mixtes et obligataires), nous recommandons particulièrement le développement de deux nouvelles catégories de SICAV : les SICAV actions à horizon de placement long et les SICAV monétaires. L'objectif est de créer les véhicules de placement adéquats pour chaque catégorie d'investisseurs.

a) Développer des SICAV actions à horizon de placement long et dédiées à des investisseurs avertis

Compte tenu de l'échec des SICAV mixtes et des SICAF à jouer leur rôle d'animateurs permanents du marché actions, nous recommandons de créer des sociétés d'investissement qui auraient les moyens d'investir en actions de manière plus active.

Les principales caractéristiques de ces SICAV devraient être les suivantes :

- Une stabilité des actifs gérés (taille minimale élevée, investisseurs avertis)
- Une certaine liquidité assurée aux actionnaires (rachats plafonnés et annoncés à l'avance)
- Une souplesse et indépendance de la gestion

Concrètement, il faudrait créer des sociétés d'investissement à capital variable dont l'objet principal est d'investir dans des actions de sociétés cotées et dont la motivation est de rechercher une appréciation à long terme de leurs investissements¹⁵¹.

b) Créer des SICAV monétaires

Le succès des SICAV obligataires et le rôle joué par les banques sur le marché monétaire ont longtemps occulté la question de l'absence de SICAV monétaires. Aujourd'hui nous pensons qu'elle est plus que jamais d'actualité. Même si les SICAV obligataires ont été en quelque sorte des SICAV obligataires-monétaires, nous pensons qu'une vraie différenciation s'impose actuellement.

La création de SICAV monétaires devrait permettre de rationaliser la gestion des instruments courts et d'améliorer la liquidité de ces instruments. Nous recommandons ainsi de définir des règles d'emploi spécifiques pour les SICAV monétaires. Il faudrait en particulier qu'elles puissent investir plus largement sur des produits plus courts (Bons de Trésor court terme, billets de Trésorerie, ...) ; Ce rôle qui était jusque là surtout joué par les banques de gré à gré, n'a pas permis le développement d'un vrai marché secondaire.

L'obligation de respecter certaines règles et de réaliser des objectifs de rendement devraient pousser les SICAV monétaires à une totale transparence et une gestion optimale des placements courts. Il s'agit en particulier d'obtenir une évolution de la valeur liquidative la plus régulière possible en liaison avec le taux du marché monétaire. Les SICAV monétaires devraient également permettre de développer le marché des prêts-emprunts de titres que nous détaillerons ultérieurement et d'accroître par conséquent les prises de positions par d'autres investisseurs sur des instruments plus longs. Enfin, elles permettraient la ré-allocation des capitaux courts actuellement investis dans les SICAV obligataires. Avec des actifs mieux

¹⁵¹ Voir Annexe 17: SICAV actions à long terme

adaptés à leurs horizons de placement, les obligataires pourraient alors développer une vraie gestion à moyen et long terme et améliorer leurs rendements.

4. Développer l'épargne salariale

L'épargne salariale constitue un axe important de développement de l'épargne longue. Plusieurs dispositifs s'inspirant des exemples étrangers peuvent être envisagés en vue de mettre en place un cadre juridique et social de l'épargne salariale en Tunisie. Ceci visera à développer les schémas de participation/ d'intéressement des salariés dans leur entreprise et à développer l'actionnariat salarié.

Dans l'immédiat, en s'inspirant de certaines expériences déjà initiées en Tunisie¹⁵², nous recommandons le développement de schémas d'épargne salariale qui seraient structurés comme suit:

a) Mettre en place un schéma FCPE-CEA

La société qui veut développer un plan d'épargne salariale devra créer un fonds commun de placement entreprise (FCPE) qui présente une grande souplesse au niveau du capital minimum. Ensuite, elle devra ouvrir pour ses salariés des comptes CEA en fonction de sa politique d'intéressement, et de la capacité de chaque salarié à épargner dans ce produit. Les fonds collectés au niveau des CEA seront investis dans le FCPE. Celui-ci devra avoir des règles d'investissement conformes à la réglementation du CEA (investir 80% en actions). Il est recommandé qu'il soit géré par une société de gestion de portefeuille et contrôlé par un conseil de surveillance constitué de représentants des salariés et de l'entreprise. Ce montage présente un double avantage : le gain fiscal pour le salarié, la simplification de la gestion d'une multitude de CEA par la création du véhicule de placement collectif, le FCPE, qui permet une plus grande sécurité, transparence, efficacité et liquidité de l'épargne salariale.

Nous pensons par ailleurs que la prise en charge par l'employeur des frais, voire d'une partie des versements dans le cadre de sa politique d'intéressement et de bonus, pourrait fortement contribuer au développement des contrats CEA en tant que support à un schéma d'épargne salariale. Pour cela, nous recommandons d'octroyer aux employeurs une exonération sur les cotisations sociales au titre de la participation au CEA dans une limite qui pourra être fixée par décret¹⁵³.

b) Développer les programmes d'achat d'actions des sociétés cotées par leurs salariés

Le meilleur moyen d'intéresser le personnel au développement de la société est de le faire participer au capital par le biais d'un programme d'achat d'actions qui lui permet d'acquérir les actions de la société à des conditions avantageuses. Pour cela, la société peut prévoir des

¹⁵² L'expérience de la Banque de Tunisie

¹⁵³ En France celle-ci est fixée à 15.000 francs français /an et peut être relevée de 50% lorsque l'épargne salariale est destinée à acheter les actions de la société elle-même.

augmentations de capital réservées ou de racheter ses titres pour les transférer par la suite à ses salariés. La société devra prendre en charge une partie du coût d'acquisition que ce soit par l'octroi de possibilités de paiement différé ou par la couverture de la décote sur le prix d'achat. Cette expérience devrait être initiée avec les sociétés cotées compte tenu de l'existence de références de prix ce qui facilite la détermination du prix d'achat des actions. La participation des salariés au capital renforcera l'engagement de la société cotée à être très attentive à l'évolution de son cours et à renforcer sa politique actionnariale.

5. Autoriser les investissements étrangers sur les BTA à long et moyen terme.

Les investisseurs étrangers peuvent être d'un apport important dans l'enrichissement de la demande à moyen et long terme sur les émissions domestiques de BTA. Il faudra pour cela supprimer l'autorisation préalable qui est exigée pour ce type d'investissements. L'intervention d'investisseurs étrangers permettra d'améliorer l'efficacité des mécanismes de taux en Tunisie et d'accélérer le processus de libéralisation des mouvements de capitaux.

Ce que nous retiendrons :

Le facteur de blocage

INSUFFISANCE DE LA DEMANDE INSTITUTIONNELLE A MOYEN ET LONG TERME

- ♦ LES CAISSES DE RETRAITE INVESTISSENT PEU SUR LE MARCHE FINANCIER.
- ♦ L'ASSURANCE VIE NE S'EST PAS DEVELOPPEE.
- ♦ LES OPCVM GERENT DES ACTIFS VOLATILS INADAPTES A UN PLUS GRAND ENGAGEMENT SUR LE MARCHE FINANCIER.
- ♦ LES SCHEMAS D'EPARGNE SALARIALE SONT TRES PEU DEVELOPPES.

⇒ Volatilité du marché actions

⇒ Capacité limitée d'absorption des émissions obligataires longues et des émissions de grande taille

Les recommandations

- ♦ Moderniser la gestion des actifs retraite
 - Identifier la partie des ressources résultant des cotisations-retraites pouvant être investis en actifs longs.
 - Définir un certain niveau des capitaux longs qui pourraient être confiés à des gestionnaires privés.
- ♦ Encourager le développement de plans complémentaires volontaires d'épargne retraite
- ♦ Développer l'assurance vie
 - Développer la distribution des produits d'assurance vie auprès des banques.
 - Développer les formules collectives d'assurance vie.
 - Créer des contrats vie multi-supports qui soient adossés à des OPCVM promus/commercialisés par les assurances.
- ♦ Renforcer la spécialisation et la différenciation des OPCVM
 - Lancer des OPCVM monétaires et des OPCVM actions long terme.
- ♦ Développer des schémas d'épargne salariale
 - Créer des FCP Entreprises alimentés par des versements effectués dans des comptes CEA.
 - Développer les programmes d'achats d'actions par les salariés des sociétés cotées.
- ♦ Autoriser les investissements étrangers en BTA.

Conclusion du chapitre

La demande institutionnelle à moyen et long terme demeure encore la faiblesse majeure de la demande en Tunisie. La part des actifs des institutionnels tunisiens investis en produits financiers longs reste encore modeste en pourcentage des actifs détenus et la part de l'épargne longue des ménages et des entreprises consacrée à la Bourse via des fonds institutionnels demeure insuffisante.

L'optimisation des rendements des schémas longs d'investissements boursiers est indispensable à la réorientation de l'épargne disponible.

Notre plan d'actions vise d'abord la modernisation de la gestion des actifs de retraite qui demeurent et de loin le premier segment institutionnel et représentent un potentiel considérable d'investissement sur le marché financier. Ensuite, nous recommandons le développement de formules d'épargne à long terme (assurance vie, plan volontaire de retraite, plan d'épargne salariale) adossés à des produits financiers adaptés (OPCVM long terme, FCPE, CEA). Enfin, il faudrait ouvrir les investissements en BTA aux étrangers afin de renforcer la demande sur les titres de créances longs et compléter le processus d'ouverture du marché financier tunisien.

L'objectif de développement de la demande vise à augmenter les actifs détenus par les institutionnels pour renforcer leur poids en pourcentage du PIB et surtout à augmenter l'allocation de ces actifs vers le marché financier. En particulier, les institutionnels devront détenir une part beaucoup plus significative de la capitalisation boursière et contribuer à augmenter de manière significative le poids de l'encours obligataire en pourcentage de l'endettement intérieur total.

CHAPITRE 4 : LE FONCTIONNEMENT DU MARCHE FINANCIER

Outre les aspects relatifs à l'offre et à la demande de titres, l'analyse du marché financier nécessite l'examen approfondi de son fonctionnement. Nous regroupons dans cette catégorie des aspects du marché qui sont de nature à affecter son bon fonctionnement, à savoir sa transparence, son intégrité, sa liquidité et sa promotion. Sans une totale confiance dans les règles du jeu et dans les mécanismes de contrôle et de protection, le marché se trouve dans l'incapacité d'attirer aussi bien les investisseurs que les émetteurs.

Le marché tunisien est encore dans une phase d'apprentissage et d'instauration de bases solides de fonctionnement. Ce chapitre se propose de présenter et d'analyser les différents aspects relatifs au fonctionnement du marché financier tunisien et d'identifier les facteurs susceptibles d'entraver son développement.

I - LA TRANSPARENCE DU MARCHE

A. Diagnostic

La loi a accordé à l'information financière une large part dans la réglementation du marché financier parce qu'elle constitue la meilleure garantie de sa transparence. Les obligations des émetteurs en matière d'information ont été précisées par la loi 94-117 portant réorganisation du marché financier et par l'arrêté du 17 novembre 2000 portant visa du règlement du Conseil du Marché Financier relatif à l'appel public à l'épargne, tout comme les infractions et les sanctions afférentes. Le CMF a été chargé de vérifier l'information financière diffusée auprès du public lors de l'élaboration du prospectus d'admission ou d'émission mais aussi de s'assurer de la publication régulière de l'information périodique et permanente des sociétés cotées et faisant appel public à l'épargne. Nous examinons dans ce qui suit l'application de ces dispositions et les pratiques des sociétés en matière d'information financière.

1. Respect de la réglementation en matière d'information financière

a) L'information annuelle se limite au strict minimum

La pratique boursière montre qu'elle se limite à la production des comptes annuels avec des commentaires minimums, alors que son contenu a été précisé dans les articles 3 de loi 94-117 et 42 du règlement du CMF relatif à l'APE.

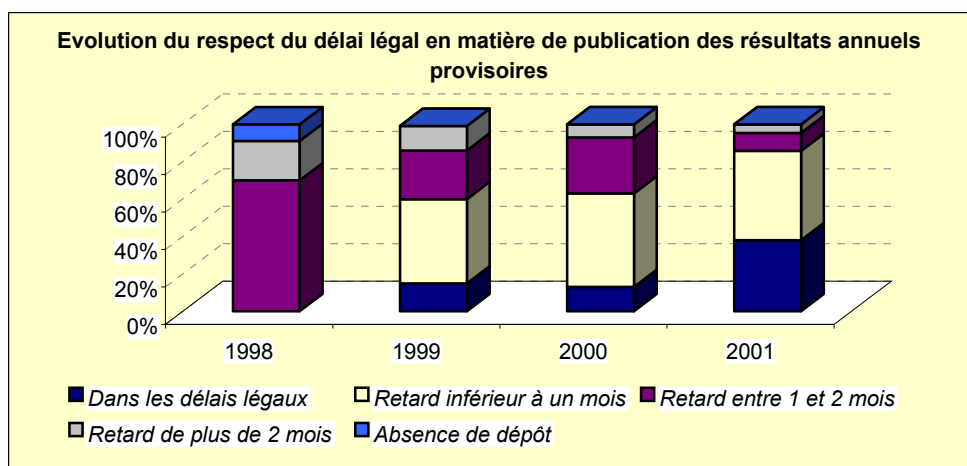
Une analyse des informations fournies lors des assemblées générales ordinaires statuant sur les comptes de l'exercice 2000 portant sur 38 sociétés cotées, montre que les sociétés ne respectent pas l'ensemble de leurs obligations.

Renseignements présentés	Fréquence
Activité de la société durant l'exercice écoulé	97%
Résultats de la période	100%
Progrès réalisés et difficultés rencontrées	47%
Activité en matière de Recherche & Développement ou Prospection	21%
Prévisions et perspectives d'avenir	24%
Evènements importants survenus après la date de clôture de l'exercice	5%
Activité des filiales et des participations	16%
Nouvelles participations	21%
Opérations de rachats de titres	3%
Répartition du capital et des droits de vote	21%
Conditions d'accès aux assemblées	5%
Administration	55%
Direction	13%
Ressources humaines et formation	53%
Intéressement du personnel	5%
Informations boursières	37%
Synthèse et chiffres clés	26%
Les notes aux états financiers	50%

L'article 44 du règlement du CMF relatif à l'APE présente une harmonisation des informations fournies par les sociétés cotées et les obligent à fournir au CMF un rapport annuel en précisant les rubriques qu'il doit contenir. La question est de savoir si ce document pourra être consulté par le public (investisseurs et analystes financiers) ou pas.

b) L'information annuelle a souvent été présentée en retard

La communication des états financiers définitifs dans les délais légaux continue à ne pas être respectée par l'ensemble des sociétés cotées. En effet, l'article 21 de la loi 94-117 impose aux sociétés faisant APE la publication de leurs états financiers provisoires au plus tard un mois après la fin de chaque semestre couru. Si la part des sociétés cotées qui se conforment à ce délai a atteint en 2001 le niveau de 38% contre 0% en 1998, elle se limitait encore à 13% en 2000 où, près de 40% des sociétés accusaient des retards de publication de comptes supérieurs à un mois. Les investisseurs se trouvaient ainsi dans l'ignorance de la situation financière de l'entreprise pour l'année écoulée et subissaient donc les effets de l'information officieuse dont la fiabilité reste toujours douteuse. Les progrès réalisés à ce niveau méritent d'être signalés puisque en 2001 seulement 15% des entreprises publient avec un retard supérieur à un mois.



Certaines de ces entreprises peuvent, pour des raisons qui leur sont propres, ne pas être en mesure de respecter les délais légaux de publication de comptes. Le CMF intervient pour relever ces défaillances et inciter les dirigeants à se conformer à leurs obligations en matière d'information¹⁵⁴ mais l'impact de cette intervention est réduit par le dispositif réglementaire. L'article 82 de la loi 94-117 n'a prévu à cet effet qu'une amende allant de 500 à 1500 dinars aux dirigeants des entreprises qui ont sciemment manqué à leurs obligations en matière d'information, ce qui n'est ni dissuasif ni facile à établir.

A titre comparatif, le régulateur grec a prévu la possibilité de transférer les sociétés incapables, entre autres, de publier leurs comptes dans les délais légaux, dans une liste spéciale appelée 'sociétés cotées sous surveillance'. L'émetteur subit alors une sanction plutôt en terme d'image et le public est ainsi averti des risques liés à l'information financière associés aux titres de ces sociétés.

c) L'information spontanée portant sur des événements significatifs est inexistante

Plus généralement, l'information des sociétés reste insuffisante car elle se contente souvent des documents comptables et financiers communiqués selon la périodicité exigée par la loi. Les rares événements qui font l'objet de communiqués sont le plus souvent les annonces d'augmentations de capital ou les détails d'une opération d'acquisition ou de fusion. Il est très rare d'obtenir d'une société une information spontanée pour commenter l'évolution de son activité, l'action prévue face à la survenance d'un risque, le gain ou la perte d'un marché, l'impact d'un événement quelconque, alors qu'il s'agit là du meilleur moyen pour les analystes et les investisseurs de suivre les valeurs cotées et par là prendre les décisions adéquates¹⁵⁵. Il arrive également qu'une information sur un événement d'importance ne soit

¹⁵⁴ Le rapport annuel 2000 du CMF mentionne un cas où trois rappels à l'ordre ont été adressés à une société cotée qui n'a pas communiqué ses états financiers annuels provisoires

¹⁵⁵ Aucune société cotée tunisienne n'a fait par exemple le moindre commentaire sur l'impact probable des événements importants du 11 septembre sur ses comptes (ex : impact du renchérissement du coût des réassurances pour les compagnies d'assurances cotées).

pas communiquée par la société elle même¹⁵⁶ mais fasse plutôt l'objet d'articles de presse ne permettant pas au lecteur d'en vérifier la fiabilité. Pourtant, les articles 4 de la loi 94-117 et 36 du règlement du CMF relatif à l'APE précisent bien la nécessité de cette information continue dont le non respect expose les responsables à des sanctions pécuniaires (article 81 de la loi 94-117). Le rôle du CMF est crucial dans cette situation puisqu'il doit exiger de la société qu'elle communique une information précise, fiable et certaine (article 41 du règlement du CMF relatif à l'APE).

2. La lisibilité de l'information publiée

a) L'information obligatoire n'est pas toujours faite sur des supports appropriés

Les canaux de diffusion de l'information financière constituent une question assez délicate puisque la réglementation laisse l'émetteur libre de publier ses états financiers dans un quotidien de la place. Cette liberté n'est pas à l'avantage de l'investisseur puisque certains émetteurs choisissent de publier leurs états financiers dans des journaux à faible tirage ou à des jours de la semaine à faible taux de lecture, ce qui est de nature à compromettre l'égalité d'accès à l'information. Il arrive aussi que la publication sur les journaux intervienne avant celle des bulletins officiels du CMF et de la BVMT. Il y a ainsi une absence d'harmonisation des canaux de diffusion de l'information que le CMF devrait régler.

L'exemple portugais mérite ici d'être mentionné. En effet, la réglementation a particulièrement mis l'accent sur les supports de diffusion que sont le magazines à grand tirage et les sites web les plus appropriés: ceux du marché, celui de l'autorité du marché, celui que la société avec bien sûr identité et visa pour toutes les informations ainsi diffusées¹⁵⁷. De même, la COB a décidé de centraliser le document de référence sur son site Internet avec un système d'actualisation des données, ce qui garantit l'égalité d'accès à l'information.

b) De la manière de présenter l'information financière

La pratique montre une grande différenciation dans les publications des comptes au niveau des journaux. Aucune harmonisation n'existe au niveau du format (une page entière, une ½ page..), de l'ensemble des données à publier (pas de flux de Trésorerie dans certains cas, pas d'extrait des notes dans d'autres...) et des informations complémentaires que la société peut mettre (graphiques, évolution du cours..). L'absence d'harmonisation des données ne permet pas une bonne lisibilité et comparabilité chez le lecteur si bien qu'elle peut parfois l'induire en erreur. L'épargnant, qui ne dispose que de cette source d'information comme principal élément de décision, risque d'être injustement influencé par l'effet visuel d'une publication de comptes très pompeuse au détriment d'une autre plus discrète. L'harmonisation, en éliminant les différences très marquées, permet de réduire le risque d'erreur des épargnants.

¹⁵⁶ Récemment, un article à La Presse a fait état de la volonté du principal actionnaire italien de la Banque du Sud de prendre le contrôle de celle-ci et de soumettre une offre de rachat de l'UIB par la suite, sans que la banque ne se réagisse à travers un communiqué.

¹⁵⁷ Voir Annexe 18 : Comparaison européenne en matière de régulation

3. La qualité de l'information financière publiée

Il est nécessaire que les investisseurs soient en mesure de se fier aux informations financières communiquées par les émetteurs afin de bien en mesurer les risques. Le commissaire aux comptes joue à ce niveau un rôle primordial puisque sa mission consiste à certifier la régularité et la sincérité des comptes présentés à divers utilisateurs dont les actionnaires. Il est le garant de la fiabilité des comptes publiés par la société et destinés aux tous les investisseurs. Or, les états financiers ne reflètent pas toujours fidèlement la situation économique de la société.

Les nouvelles dispositions en matière de réglementation des sociétés faisant appel public à l'épargne ont certes apporté beaucoup en matière de quantité d'informations fournies aux épargnants, qu'elles soient périodiques, occasionnelles ou continues. Cependant, elles ne permettent pas de résoudre un problème fondamental qui survient plus en amont, à savoir la fiabilité des comptes présentés.

Cette question de la fiabilité des états financiers n'est d'ailleurs pas spécifique à la Tunisie. De retentissants scandales financiers ayant pour origine la publication de comptes frauduleux ont lieu dans de nombreux pays. A ce niveau, se pose le double problème du rôle joué par le commissaire aux comptes et par le CMF : le commissaire aux comptes a la claire mission de vérifier et de certifier les comptes et le CMF celle de détecter et de sanctionner les irrégularités comptables des sociétés faisant appel public à l'épargne.

a) Du rôle joué par le commissaire aux comptes

De par sa mission d'audit légal, le commissaire aux comptes est chargé, entre autres, de veiller au principe de l'égalité entre les actionnaires, notamment à travers l'information financière dont il dispose. Rappelons à ce niveau que le commissaire aux comptes est élu et mandaté par l'assemblée générale des actionnaires et c'est à celle-ci qu'il doit rendre compte de la fiabilité des états financiers que les dirigeants lui soumettent. C'est donc à elle qu'il doit notifier les insuffisances et les manquements constatés à la régularité et à la sincérité des comptes et non acceptés par les dirigeants, mais aussi à elle qu'il doit présenter un rapport complet, compréhensible, comparable et pertinent.

En dépit des progrès réalisés à ce niveau, il est encore fréquent de trouver des rapports de commissaires aux comptes certifiant des états financiers qui ne sont pas conformes aux nouvelles normes comptables avec des notes non présentées à l'assemblée (alors qu'elles font normalement partie intégrante des états financiers audités par le CAC) ou des réserves mentionnées mais qui ne sont pas entièrement expliquées ou qui renvoient à un autre rapport non présenté aux actionnaires. A titre d'exemple, rares sont les banques qui précisent le montant de leurs créances classées et qui détaillent les différentes classes de risques. Toujours au niveau de certaines banques, la délicate question de l'insuffisance de provisions n'a pas été pendant plusieurs années portée à la connaissance des investisseurs. De même, l'exposé des

motifs de choix des méthodes de comptabilisation conformément à une certaine interprétation des normes n'est pas toujours fait¹⁵⁸.

A l'étranger, et même dans des pays où les normes comptables sont standardisées, les commissaires aux comptes ont été critiqués pour des contrôles déficients des comptes, pour la non détection des irrégularités ou la non révélation de faits délictueux¹⁵⁹. Pour de nombreux cas, les enquêtes ont pu révéler un manque de professionnalisme et de compétence dans la conduite des missions d'examen de comptes ainsi qu'un manque d'indépendance des commissaires aux comptes. Ces derniers sont souvent liés à leurs clients par d'autres missions de conseil et d'assistance pour lesquels ils sont rémunérés, ce qui leur laisse des marges de manœuvres assez réduites pour exercer leur activité d'audit sans avoir à subir des pressions pouvant altérer leurs jugements¹⁶⁰.

b) Du rôle du CMF dans la responsabilisation des commissaires aux comptes et dans l'amélioration des pratiques comptables

Le CMF, en tant qu'organe de surveillance du marché financier et de protection des épargnants, veille également à la qualité de l'information financière et comptable publiée par les sociétés faisant appel public à l'épargne. A ce titre, il est en mesure de veiller à l'instauration de meilleures pratiques en matière de contrôle des sociétés s'adressant au marché financier.

La coopération entre la Commission des Opérations de Bourse (COB) et la profession de l'audit en France est un exemple de réussite qui mérite d'être cité. Il est copié par de nombreux pays et même les Etats-Unis l'étudient sérieusement aujourd'hui.

Les garde-fous concernant la comptabilité des sociétés faisant appel public à l'épargne sont, en France, triples :

1. Toutes ces sociétés sont obligatoirement dotées de deux commissaires aux comptes titulaires et de deux suppléants qui co-signent les rapports à l'assemblée générale et qui sont chacun responsable devant les tiers.
2. Déjà depuis 1966, les documents émis par les commissaires aux comptes sont systématiquement relus par un confrère de façon à vérifier la bonne application de la loi, des normes professionnelles et des normes techniques. Ce contrôle de qualité a été renforcé depuis 1985 par un accord prévoyant que les dossiers de travail des commissaires aux comptes fassent l'objet chaque année d'un examen par la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC).

¹⁵⁸ Exemple : les techniques d'amortissement, de provisions, d'évaluation de stocks peuvent être calculées de plusieurs manières qui aboutissent à des résultats très différents

¹⁵⁹ Citons à titre d'exemples les scandales, suivis pour la plupart de faillites, de Maxwell, du Crédit Lyonnais, de DeLorean, de Waste Management et dernièrement d'Enron pour lesquels les commissaires aux comptes ont été reconnus responsables.

¹⁶⁰ Une étude américaine a ainsi montré que pour 1 US\$ de prestations d'audit facturées, 2,69 US\$ de prestations hors audit étaient chargées au même client

3. Les commissaires aux comptes sont enfin soumis à l'avis du Comité de Déontologie et d'Indépendance créé en accord entre la profession et la COB et constitué de 20 personnalités qui veillent au bon respect de la déontologie.

La COB peut par ailleurs exercer un droit de regard sur la nomination des commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne et peut même formuler des réserves sur ces nominations qui doivent être portées à la connaissance du public¹⁶¹.

La collaboration entre la COB et la CNCC a également permis de donner naissance à un département dédié aux sociétés cotées au sein de la CNCC afin de trouver les solutions pour résoudre des difficultés liées à la première cotation de leurs clients et à leur suivi, et pour répondre aux attentes de la COB.

Dans le cadre tunisien, il y a lieu de renforcer la collaboration entre le CMF et l'Ordre des Experts-Comptables de Tunisie afin d'améliorer la pratique de la profession pour les sociétés faisant appel public à l'épargne et d'accélérer la normalisation comptable de certains projets en cours de réalisation. Ainsi, le travail de suivi de l'information financière effectué par le CMF à priori, autrement dit avant la tenue des assemblées générales, devra permettre d'impliquer davantage les commissaires aux comptes des sociétés en les amenant à prendre note et à corriger les insuffisances relevées. Une plus grande sensibilisation des ces professionnels à l'importance de la qualité, du détail et de la conformité de l'information financière des sociétés cotées par rapport à la réglementation ne peut que renforcer la confiance des investisseurs et améliorer l'attrait du marché financier.

La consolidation des comptes nous paraît par ailleurs être un dossier particulièrement urgent surtout après la promulgation de la loi sur les groupes. La Bourse comporte déjà un certain nombre de groupes qui devraient être précurseurs dans la production de comptes consolidés. D'autres projets nous paraissent non moins importants tels que la normalisation sectorielle et la réflexion sur la comptabilisation des titres de créances mais aussi des nouveaux instruments financiers qui pourraient être développés dans un proche avenir.

4. L'information prospective

En général, l'information financière présentée se résume aux états financiers et aux autres documents obligatoires prévus par la loi. Les comptes de l'année ne sont pas suffisants s'ils ne sont pas accompagnés d'une idée prospective sur les performances futures de l'entreprise, qui sont d'une très grande valeur pour les investisseurs en Bourse.

Les sociétés ne sont pas encore prêtes à cette exigence car elles redoutent de se tromper dans leurs prévisions et préfèrent conserver une attitude très prudente. Il est vrai que les sociétés sont soumises à une grande incertitude quant à leur avenir (volatilité accrue des cycles économiques, rapidité de l'innovation technologique, impact de l'ouverture du marché à la concurrence étrangère, ...). Face à cela et compte tenu des changements importants qui surviennent dans un laps de temps très court, elles devraient s'efforcer d'informer le marché

¹⁶¹ Voir Annexe 19: Programme de coopération entre la COB et la CNCC

toutefois où un nouvel événement est susceptible d'avoir un impact sur les comptes futurs. L'investisseur pourra alors disposer de données autres que comptables ou financières sur lesquelles il pourra fonder sa décision boursière. L'article 44 du règlement du CMF relatif à l'APE prévoit la remise au CMF par la société d'informations sur ses perspectives d'avenir. Si elles sont diffusées au public, ces informations pourraient instituer les bases de discussions entre les émetteurs et les investisseurs, notamment à travers la pratique du *profit warning* où les responsables communiquent régulièrement sur le degré de réalisation de leurs résultats prévisionnels. Cette pratique permettra de remédier au vide laissé entre les publications semestrielles obligatoires dont la périodicité reste insuffisante à une information régulière de l'investisseur. Dans d'autres Bourses émergentes telles que l'Egypte, les sociétés cotées sont tenues de publier des comptes trimestriels.

5. Les prospectus d'émission

Les entreprises faisant appel public à l'épargne sont tenues de préparer, à chaque émission ou introduction, un prospectus. Initialement, ce dernier présentait des renseignements sommaires sur l'entreprise et sur l'opération, mais a vu son contenu s'enrichir progressivement jusqu'à la définition par le règlement du CMF relatif à l'APE d'un modèle (ou schéma de prospectus) contenant les informations obligatoires devant y être intégrées. Une attention particulière a ainsi été accordée aux perspectives d'avenir et aux résultats prévisionnels de la société qui font d'ailleurs partie des renseignements obligatoires. Dans la pratique, le CMF demande l'approbation du business plan par le conseil d'administration de la société alors que cela n'a pas été mentionné par son règlement relatif à l'APE. Une telle mesure se justifie par la volonté d'engager le conseil d'administration dans l'élaboration des prévisions communiquées au public dans le prospectus.

Nous considérons de notre part que le progrès réalisé dans l'enrichissement du prospectus s'est plutôt concentré sur les données chiffrées et que beaucoup reste à faire sur le plan du fonds et de la qualité de l'information. Malgré leur abondance et tels qu'ils sont actuellement présentés dans les prospectus, les chiffres financiers demeurent insuffisants pour traduire fidèlement la situation des sociétés, leurs stratégies, leurs objectifs, les opportunités et les menaces qu'elles présentent. Nous estimons qu'il est plus important de veiller à la cohérence des hypothèses de prévision qu'à la longueur de l'horizon de prévision (allant dans certains prospectus jusqu'à 8 ans), d'autant plus les prévisions à plus d'un ou deux ans sont plus difficiles à respecter compte tenu des changements de conjoncture qui peuvent survenir dans l'intervalle.

De même, nous insistons sur la responsabilité du commissaire aux comptes en matière de prospectus d'émission. Ce dernier, vérifié et visé par le CMF, comporte l'attestation du commissaire aux comptes quant à la fiabilité des informations comptables et financières qui y sont présentées. Or, le prospectus couvre également des informations sur l'activité, l'organisation et les perspectives de la société concernée, informations que le commissaire aux comptes est généralement en mesure d'en certifier la sincérité ou du moins, de procéder à certaines diligences complémentaires pour pouvoir le faire. Nous estimons ainsi que le rôle du commissaire aux comptes au moment de l'élaboration du prospectus d'émission peut être renforcé dans le sens d'une plus grande implication dans l'examen des données et des renseignements fournis au public. Plus particulièrement, son avis sur les hypothèses de

travail pour l'établissement des comptes prévisionnels ainsi que son opinion sur la qualité du contrôle interne, souvent présentée à la direction générale de la société, méritent d'être portés à la connaissance du public pour une meilleure appréciation du risque et une meilleure connaissance de l'entreprise.

En France, la COB, consciente de l'importance capitale des données prévisionnelles, a déjà mis en place en collaboration avec la CNCC une norme¹⁶² relative au contrôle des informations, notamment prévisionnelles contenues dans les documents soumis au visa de la COB. Ainsi, les commissaires aux comptes doivent, conformément à cette norme, apprécier les hypothèses retenues dans l'établissement des informations prévisionnelles et/ou vérifier leur traduction chiffrée en comptes prévisionnels. Une telle mesure est de nature à permettre aux utilisateurs d'apprécier de façon plus précise le degré de fiabilité de l'information communiquée dans le prospectus.

Enfin, au vu des pratiques actuelles en matière de traitement des dossiers de prospectus par le CMF, nous considérons que le renforcement d'une part de la collaboration entre les agents du CMF et les responsables de ces dossiers (émetteurs, intermédiaires et commissaires aux comptes) et par l'allégement des procédures pour les émetteurs réguliers (utilisation des prospectus abrégés) d'autre part, permettra d'optimiser les délais d'agrément des prospectus d'émission.

B. Recommandations

Nous avons mis en évidence les insuffisances de la Bourse tunisienne en matière d'information financière et nous avons pu démontrer que le dispositif réglementaire actuel définit convenablement les obligations des sociétés en matière de transparence et protège suffisamment les intérêts des investisseurs, mais que la pratique reste nettement à améliorer. Nos recommandations vont vers le sens d'une plus grande implication du CMF dans cette mission en vue d'assurer un accompagnement aux entreprises tout en travaillant à l'élaboration et l'adoption réglementaire d'un code de gouvernement d'entreprise auquel devront être soumises les sociétés cotées

1. Enrichir l'information périodique et renforcer l'information permanente

- Renforcer le suivi à priori par le CMF de l'information à communiquer aux actionnaires lors des assemblées générales et lors de la publication des états financiers. Les émetteurs auront à déposer un projet de rapport d'activité qui sera examiné par le CMF et enrichi le cas échéant par certaines rubriques ou informations pertinentes qui auraient été omises. Les informations relatives à l'actionnariat, aux administrateurs, aux perspectives d'avenir etc.... qui sont encore occultées dans les rapports annuels devront ainsi être communiquées aux actionnaires.
- Renforcer la réglementation et les sanctions pécuniaires en cas de retard de communication des états financiers et de violations des règles d'information financière afin de

¹⁶² Norme 534 relative au contrôle par le commissaire aux comptes des prospectus soumis au visa de la COB

doter le CMF de moyens plus importants et dissuasifs pour amener les sociétés à respecter les obligations légales en la matière.

- Veiller à ce que l'information publiée soit clairement lisible, comparable et accessible à l'ensemble des investisseurs en imposant aux émetteurs certains standards pour la publication des informations financières. Ainsi, seuls les journaux à grand tirage devront être imposés pour la publication des informations obligatoires afin de garantir la plus large diffusion. De même, la forme dans laquelle l'information financière est présentée devra être harmonisée selon un modèle défini par le CMF pour éviter toute manipulation ou effet graphique¹⁶³. Les états financiers doivent être complets, comparables et accompagnés des rapports des commissaires aux comptes et le détail des notes que ces derniers considéreront comme les plus pertinents.
- Renforcer le suivi de l'information permanente actuellement livrée à la volonté totale des émetteurs. Le CMF doit à ce niveau être davantage à l'écoute du marché en mettant en place une cellule de suivi et de collecte d'informations qui soit constamment en contact avec les intermédiaires et la Bourse et ce, afin d'obliger les dirigeants à confirmer ou démentir de manière officielle et rapide les rumeurs pouvant influencer les cours. A ce niveau, le CMF doit mettre en place et appliquer des sanctions pécuniaires et administratives aux sociétés résistant à ses injonctions.
- Accorder une attention particulière à la question des prévisions. Nous recommandons d'insister plutôt sur les hypothèses des prévisions que sur les prévisions chiffrées elles-mêmes, en les détaillant au maximum et en justifiant leur choix. Ces hypothèses seront approuvées par le Conseil d'administration qui devra présenter également sa stratégie de développement traduite en termes d'objectifs, et seront validées par le commissaire aux comptes qui donne son avis sur leur cohérence.

2. Renforcer la responsabilité du commissaire aux comptes dans la production d'une information financière de qualité sur les sociétés cotées

Nous recommandons ainsi la mise en place d'une structure regroupant des experts-comptables et des intervenants sur le marché financier (représentants du CMF, de la BVMT, des analystes financiers etc...) dont la mission serait de réfléchir sur la manière de compléter les dispositions actuelles du Nouveau Système Comptable adopté en 1997 en vue de les renforcer pour les sociétés cotées en Bourse. Ainsi, des normes sectorielles devront être définies et des notes et rubriques obligatoires devront être mentionnées et harmonisées. De même, l'indépendance des commissaires aux comptes devra être renforcée pour les sociétés faisant appel public à l'épargne, notamment par l'interdiction de la prise d'intérêts et l'exercice d'autres activités incompatibles dans les sociétés auditées.

¹⁶³ Les rubriques devront être définies (exemple : chiffre d'affaires en HT ou en TTC, local et export, croissance des ventes et du résultat d'exploitation, du résultat avant et après impôt, variation annuelle hors éléments exceptionnels ...).

3. Faciliter l'accès à l'information financière pour le public

Nous recommandons la création par le CMF d'une base de données regroupant toutes les informations financières des sociétés faisant appel public à l'épargne, à savoir les prospectus d'émission, les états financiers annuels et semestriels, les rapports annuels, les rapports complets des commissaires aux comptes, les résultats prévisionnels et de toutes autres informations ponctuelles. Cette base pourra être consultable par Internet mais également au sein d'un centre de documentation ou d'une data room dans les locaux du CMF, ouvert au public, pour garantir ainsi l'accessibilité de l'information pour tous.

4. Mettre en place un dispositif réglementaire de gouvernement d'entreprise pour les sociétés cotées¹⁶⁴

Si l'expérience étrangère est partagée entre la mise en place d'un code de gouvernement d'entreprise obligatoire ou facultatif, nous recommandons, compte tenu des spécificités des entreprises tunisiennes, de régir les principes généraux de gouvernement d'entreprises par un texte légal qui imposerait leur application à toutes les sociétés cotées. Une telle mesure serait de nature à garantir la mise en place effective de ces principes au sein des sociétés et de préciser les sanctions encourues par celles qui ne les respectent pas. Plus particulièrement, nous recommandons de :

- Intégrer aux conseils d'administration des sociétés cotées des administrateurs indépendants représentant le public. La notion d'indépendance de ces administrateurs doit être clairement définie afin qu'elle soit effectivement respectée. Tout lien direct ou indirect avec la société ou les sociétés du groupe pouvant altérer l'objectivité de l'administrateur indépendant doit donc être évité.
- Mettre en place un règlement intérieur ou une charte d'administrateur définissant les obligations de chacun ainsi que l'organisation des réunions pour optimiser l'activité des conseils d'administration et s'assurer qu'ils s'acquittent au mieux des tâches qui leur sont dévolues. Une orientation vers un plus grand formalisme ne peut qu'être bénéfique au bon fonctionnement des activités des conseils d'administration des sociétés et donc une meilleure information des actionnaires.
- Généraliser et mieux organiser la mise en place des comités d'audit au sein du conseil d'administration qui sont actuellement prévus uniquement pour les banques et les compagnies d'assurance¹⁶⁵. Nous considérons que toutes les sociétés cotées devraient être dotées d'un tel comité au sein du conseil d'administration et qui soit majoritairement composé d'administrateurs indépendants. La mission de ce comité est de veiller au contrôle de la gestion de la société, à la vérification des procédures de contrôle interne et à la fiabilité et la clarté de l'information financière fournies aux actionnaires et au marché. Le comité d'audit est également appelé à donner son avis sur la nomination des commissaires aux comptes ainsi que la qualité de leurs travaux.

¹⁶⁴ Voir Annexe 20 : Cadre juridique du gouvernement d'entreprise en Tunisie et Annexe 21: Pratiques de sociétés cotées tunisiennes en matière de gouvernement d'entreprise

¹⁶⁵ Normes comptables sectorielles

II - L'INTEGRITE DU MARCHE

A. Diagnostic

La loi a investi le CMF de la mission de veiller à la protection de l'épargne publique investie en produits donnant lieu à un appel public à l'épargne, ainsi que d'organiser et de veiller au bon fonctionnement du marché financier. Pour ce faire, le CMF a le pouvoir de publier des arrêtés et règlements auxquels sont soumis les intervenants sur le marché et de veiller à l'application et au respect des règles. Sans le respect de ces règles, la confiance des investisseurs et des émetteurs dans le marché est altérée, ce qui en compromet le développement. L'intervention du CMF se situe ici à deux niveaux, le premier concerne les délits boursiers en général et le second est spécifique à l'activité des intermédiaires en Bourse.

1. Contrôle et sanctions des délits boursiers

Le CMF a créé une cellule de surveillance du marché qui contrôle le marché quotidiennement. Quand cette cellule relève des anomalies pouvant constituer des délits boursiers, elle déclenche des inspections afin de vérifier l'existence et l'origine d'agissements illégaux. La lecture des rapports du CMF de 1999 et 2000 fait état de quelques enquêtes mais aucun délit d'initié ni de manipulation de cours n'ont été prouvés. Il est vrai qu'il est difficile de prouver les délits d'initiés mais il y a eu à plusieurs reprises des cas de hausse importante de cours¹⁶⁶ qui précédaient l'annonce d'un événement important (attribution généreuse d'actions gratuites) dont l'impact sur le cours a été prouvé empiriquement¹⁶⁷. La réaction anticipée du marché trouve certainement son origine dans une propagation d'informations privilégiées dont certains ont pu tirer profit.

Pour les délits de manipulation de cours, plusieurs cas auraient eu lieu mais sans qu'il ait été possible de les démontrer. Ces cas concernent particulièrement les titres à faible liquidité et à faible capitalisation sur lesquels il est plus facile d'intervenir. Ceci peut être validé par la concentration des transactions d'une valeur autour d'un seul et même intermédiaire, pour le compte d'un ou plusieurs clients. Cette concentration d'ordres peut être souvent révélatrice d'une volonté de manipulation de cours qu'elle soit destinée à le soutenir artificiellement ou à attirer de nouveaux investisseurs. Cette dangereuse pratique a été souvent observée sans qu'elle n'ait donné lieu à notre connaissance à des sanctions. Pourtant, la corrélation est très forte entre la concentration des ordres mesurée sur une longue période et l'évolution des cours. Les statistiques des transactions par intermédiaire et par valeur peuvent fournir en ce sens des indicateurs très intéressants.

¹⁶⁶ Entre le 01/03/2000 et le 15/03/2000 date de la réunion du conseil d'administration qui a entamé l'étude d'opportunité de doubler le capital par incorporation de réserves, le cours de la SOTETEL a pris 26,9% (contre 1,6% pour le Tunindex). Ensuite, entre le 16/05/2000 date de la réunion du conseil qui a entériné la décision et le 24/05/2000, date de l'annonce officielle de cette décision, le cours progressera encore de 13%. Comme on peut le voir à deux reprises, l'information semble avoir déjà été reflétée dans le cours bien avant l'annonce officielle de l'opération projetée.

¹⁶⁷ Voir Revue du 1^{er} Trimestre 2001 publiée par Tunisie Valeurs

De même, des situations anormales ont été souvent constatées lors des premières cotations de valeurs nouvellement admises, notamment dans le cas où une forte demande est subitement annulée lorsque la cotation devient imminente¹⁶⁸. Ces opérations de retrait ou de passage d'ordres au dernier moment visant à empêcher ou provoquer une cotation, peuvent souvent révéler des pratiques douteuses.

Les moyens et les outils d'enquête et d'investigations doivent être ainsi être renforcés afin de pouvoir détecter les pratiques frauduleuses et de les sanctionner. Il s'agit d'une phase indispensable pour préserver la transparence et l'intégrité du marché et pour éviter les opérations préjudiciables à sa crédibilité et à son image.

2. Contrôle et sanctions des intermédiaires

L'intégrité et la déontologie des intermédiaires en Bourse est la base fondamentale de l'intégrité du marché et donc de la confiance des investisseurs. La déontologie est prise au sérieux dans de nombreuses places boursières, particulièrement la déontologie et l'indépendance des analystes financiers pour la publication de leurs recommandations et la gestion de leurs portefeuilles propres. Il est intéressant de noter que la plupart des grandes maisons de courtages sont dotées d'un code de déontologie et d'un poste de « *déontologue* » qui est chargé de faire respecter les règles.

Les intermédiaires en Bourse tunisiens ont encore des progrès à accomplir dans ce domaine. Le statut de la profession, édicté en 1999, préconise l'établissement d'un pacte d'honneur¹⁶⁹ par l'Association des intermédiaires en Bourse (AIB) auquel tous les membres doivent adhérer. Nous notons néanmoins qu'à ce jour, cette charte déontologique n'a pas encore été élaborée. De même, le décret prévoit la mise en place pour chaque intermédiaire d'un règlement intérieur devant être déposé auprès du CMF. A la date de rédaction de ce rapport, seulement trois intermédiaires sur 26 se sont conformés à cette obligation légale.

Par ailleurs, sur un plan organisationnel, l'un des dysfonctionnements qui subsistent concerne l'absence d'une stricte séparation des métiers pouvant compromettre l'exercice des diverses activités de l'intermédiaire en toute indépendance et dans le respect total de la déontologie. En effet, dans la pratique, cette confusion des tâches touche le plus fréquemment la négociation et la gestion des portefeuilles, la gestion et le placement des émissions ou encore la gestion et l'analyse financière, tâches qui sont souvent incompatibles.

Pourtant, le renforcement de la surveillance de l'activité des intermédiaires a été prévu par la réglementation afin de minimiser les risques. En effet, l'article 86 du Statut des intermédiaires en Bourse stipule la désignation d'un responsable du contrôle qui veille au respect des règles de déontologie par les personnes placées sous l'autorité de l'intermédiaire en Bourse ou agissant pour son compte, et adresse, semestriellement, au CMF, un rapport sur l'exercice de ses activités. Un retard considérable est constaté puisque, sur 26 intermédiaires en Bourse, un seul responsable du contrôle interne a pu être approuvé en 2000 et quatre en 2001. De même,

¹⁶⁸ Lors des 4 séances de bourse correspondants aux premières cotations significatives de SOTRAPIL et de SIPHAT, nous avons estimé à une moyenne de 35% le taux d'annulation des ordres exprimés au mieux.

¹⁶⁹ Article 73 du statut des intermédiaires en bourse

on constate encore le non respect du délai légal de dépôt des états financiers des intermédiaires en Bourse. Ce dernier manquement nous paraît grave car il traduit la désorganisation de certains intermédiaires et l'impossibilité au CMF de surveiller leurs activités et leurs performances pour détecter d'éventuels risques. Enfin, nous notons que les intermédiaires en Bourse ont attiré 82% des plaintes reçues par le CMF en 2001.

L'organisation de la profession a certes considérablement évolué depuis l'époque où l'absence d'une autorité indépendante de régulation et l'adoption encore récente de la loi 94-117 ne permettaient pas d'appliquer les contrôles et sanctions nécessaires à l'encontre des responsables des infractions. Cette situation avait véhiculé une perception négative associée au marché financier selon laquelle les opérateurs y jouissent d'une certaine impunité. Faute de sanctions annoncées, une certaine frange d'investisseurs, mais aussi d'émetteurs potentiels, ont perdu confiance dans le marché tunisien.

La lecture du rapport d'activité du CMF montre que des enquêtes sont effectuées auprès des intermédiaires (6 en 2000) et que des sanctions ont été prononcées (5 rappels à l'ordre, 5 avertissements et un blâme pour l'année 2000¹⁷⁰) Cependant, l'analyse de l'intervention des autorités du marché dans d'autres pays fait ressortir une approche disciplinaire beaucoup plus vigoureuse. Par exemple la Commission Polonaise a saisi 33 fois le Procureur de la République pour des offres de valeurs mobilières sans autorisation, pour des prestations de service sans habilitation, pour des infractions aux règles d'information des émetteurs, pour des délits d'initié et pour des manipulations de cours.

Par ailleurs, l'autorité marocaine du marché financier, le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM), a pris en 2000 une décision courageuse en annonçant publiquement dans un communiqué les sanctions prises à l'encontre de cinq intervenants boursiers, même si leurs noms n'ont pas été cités. Ces sanctions ont été décidées après deux séries de contrôles effectués au sein de l'ensemble des sociétés de Bourse et des sociétés de gestion pour évaluer leur conformité par rapport à la réglementation, ainsi que leur effort de réparation des irrégularités relevées. Cette annonce qui avait rencontré un intérêt médiatique certain avait également fait réagir les acteurs du marché en les sensibilisant à l'impact de leurs agissements sur leurs relations avec les clients. Le CDVM avait par ailleurs expliqué cette annonce par la nécessité de faire connaître son travail au public

La surveillance des intermédiaires en Bourse par le CMF pose le problème du nombre élevé des intermédiaires en Bourse. Il y a 26 intermédiaires en Bourse exerçant sur le marché financier tunisien, ce qui dans un marché étroit et hautement concurrentiel ne permet pas une rentabilité suffisante pour leur permettre à tous de se doter de moyens de gestion et de contrôle et peut parfois pousser certains d'entre eux à des pratiques peu légales (telles que la rotation artificielle des portefeuilles afin de générer davantage de commissions).

Dans la pratique, une certaine concentration est observée puisqu'en 2000, 6 intermédiaires seulement ont réalisé 63% du volume total des transactions. Au niveau des introductions en Bourse, la concentration est encore plus forte puisque 4 intermédiaires ont réalisé 70% des opérations effectuées durant les 10 dernières années. Cette concentration qu'on retrouve

¹⁷⁰ Le CMF a prononcé trois rappels à l'ordre en 2001

d'ailleurs dans plusieurs autres marchés¹⁷¹ risque d'affaiblir de plus en plus les petits intermédiaires. Elle devrait idéalement conduire à des rapprochements afin de consolider le secteur, améliorer ses performances économiques et renforcer son intégrité. Durant cette période de transition, le CMF devrait rester vigilant afin de prévenir tous risques de dérapages au niveau de l'ensemble des intermédiaires en activité.

B. Recommandations

Nous avons pu constater au niveau du diagnostic que les problèmes rencontrés au niveau de l'intégrité du marché sont davantage relatifs à l'application de la réglementation qu'à la réglementation elle-même. C'est sur cet aspect du cadre réglementaire que l'action de développement du marché devrait être axée.

1. Accélérer l'adoption et la mise en application du code déontologique et du règlement intérieur des intermédiaires

- Renforcer l'application des dispositions juridiques relatives aux intermédiaires en Bourse (décret sur le statut, décisions générales du CMF...), et de proposer de nouvelles recommandations afin de mettre réellement à niveau la profession. Nous recommandons au CMF d'intensifier ainsi le contrôle effectué auprès des intermédiaires en Bourse, notamment au niveau du respect de la réglementation. Il doit veiller à la mise en place dans les plus brefs délais du code déontologique de la profession et imposer à chacun des intermédiaires l'adoption du règlement intérieur destiné à son personnel et la désignation d'un responsable du contrôle interne, comme le prévoit la loi. Cette recommandation est de nature à mieux organiser et moraliser les pratiques de la profession et de définir de manière plus claire les obligations de chacun, ainsi que les sanctions encourues.
- Compléter la décision générale du CMF relative aux moyens humains et matériels nécessaires à l'activité d'intermédiaire en Bourse, par l'obligation, au moins pour les intermédiaires en Bourse détenant un capital social minimum de 3 MD, de justifier de l'existence d'un service destiné à l'analyse financière et la publication de notes d'information sur les valeurs recommandées par les démarcheurs et les conseillers de la clientèle.

2. Veiller à une stricte séparation des métiers

Renforcer les contrôles sur le terrain auprès des intermédiaires en Bourse, particulièrement au niveau de la vérification de la séparation effective des fonctions. Le CMF devra définir clairement les incompatibilités et des règles claires visant à bannir les cumuls de fonctions et les conflits d'intérêt. Nous recommandons en particulier de veiller à l'indépendance de

¹⁷¹ Ce phénomène de concentration est encore plus prononcé en Egypte puisque sur 100 intermédiaires en activité, 10 représentent 70% du volume total. Au Maroc, il y a 15 intermédiaires agréés dont 5 représentent 80% du volume global.

l'activité de gestion de portefeuille par rapport aux autres activités de l'intermédiaire en Bourse telles que la négociation et le placement de titres.

3. Porter à la connaissance du public les sanctions prises à l'encontre des contrevenants à la réglementation

Notre recommandation vise à ce niveau à améliorer la confiance des investisseurs, mais aussi des émetteurs actuels et potentiels, dans l'intégrité du marché financier. En annonçant les sanctions prises à l'encontre des contrevenants à la réglementation, l'attention est attirée sur le rôle du CMF en tant qu'organe de contrôle et de surveillance du marché financier, garant de la protection de l'épargne. De plus, en donnant l'exemple, un effet dissuasif peut être ainsi obtenu ce qui pourrait empêcher d'autres intervenants de transgresser la loi. Le CMF gagne ainsi non seulement en termes d'image mais aussi en termes de moralisation des divers intervenants.

III - LA LIQUIDITE DU MARCHÉ

A. Diagnostic

Un marché financier qui n'assure pas la liquidité aux investisseurs ne peut pas être en mesure de se développer. En effet, ce qui permet de renforcer l'attrait d'un marché financier, c'est la possibilité d'acquérir ou de céder des titres à tout moment, or le marché financier tunisien présente une faible liquidité pour les actions et une liquidité quasiment nulle pour les obligations.

1. La liquidité des actions

La liquidité du marché secondaire reste faible aussi bien en termes absolus que comparativement à d'autres pays¹⁷². Nous avons calculé en 2001, que neuf valeurs sur l'ensemble de la cote, soit 46 titres, ont eu un volume de transactions inférieur à 1 MD. Plus exactement, 50% des valeurs de la cote ne dépassent pas les 5 MD de transactions annuelles, ce qui est déjà un niveau modeste. Rappelons que les règles d'investissement des fonds étrangers spécialisés dans les marchés émergents évincent quasi automatiquement toutes les valeurs qui ne traitent pas un minimum de 100.000\$/jour ce qui laisse, sur la base des statistiques de 2001, seulement trois valeurs tunisiennes éligibles¹⁷³. De même, un investisseur institutionnel tunisien qui obéit certes à des règles de gestion plus souples, ne peut pas non plus déroger à une règle de liquidité minimale, ce qui réduit fortement le choix des valeurs. La liquidité est un préalable à l'engagement d'un investisseur institutionnel dans des investissements boursiers.

Cette faible liquidité n'a donc pas permis l'émergence sur la Bourse de Tunis d'une vraie demande institutionnelle¹⁷⁴, ce qui a entraîné une grande volatilité des cours. L'étroitesse et le manque de liquidité ont des conséquences multiples qui se renforcent mutuellement. L'absence d'investisseurs institutionnels réduit la liquidité du marché, et la faible liquidité du marché décourage les investisseurs institutionnels.

La faible liquidité du marché tunisien s'explique par :

- L'absence de mécanismes d'autorégulation par le marché reposant sur l'existence de plusieurs catégories d'investisseurs ayant des profils d'investissement variés (au niveau de la durée, de la taille, de la stratégie,...) ;
- Les comportements moutonniers des investisseurs qui engendrent souvent des situations de déséquilibre du marché (demande excédentaire en 1994/1995 ou d'offre excédentaire en 1997 et en 2001) ;

¹⁷² Voir Positionnement - Liquidité

¹⁷³ SFBT, BIAT, SOTRAPIL

¹⁷⁴ Se référer à la description donnée sur les problèmes de liquidité rencontrés par les SICAV

- La faible atomicité du marché qui ne favorise pas l'adéquation entre l'offre et la demande ;
- L'absence de teneurs de marché pouvant assurer la liquidité de certaines valeurs¹⁷⁵.
- Le faible développement des mécanismes de régulation par les sociétés elles-mêmes malgré l'article 19 de la loi 94-117 qui prévoit cette intervention. Les sociétés qui ont fait voter cette résolution lors de leurs assemblées générales n'ont que faiblement, voire pas du tout, intervenu sur leurs titres ;
- L'absence de contrats d'animation entre les émetteurs et des intermédiaires en Bourse chargés de l'animation de leurs valeurs (hormis le contrat de liquidité mis en place au moment de l'introduction)
- Le faible flottant de nombreuses sociétés cotées soit au moment de l'introduction ou suite à un ramassage important des titres ;
- L'absence d'instruments financiers et de techniques financières susceptibles de renforcer la liquidité du marché (prêts/emprunts de titres, achat et vente à découvert, contrats de couverture à terme..).
- Les contraintes liées à la transmission des ordres (double saisie des ordres) qui allongent les délais d'acheminement vers le marché.

2. La liquidité des obligations

Si la liquidité du marché secondaire des actions est encore insuffisante, la liquidité des obligations est quant à elle quasiment inexistante. Entre 2000 et 2001, les échanges sur la cote se sont limités à une dizaine de millions de Dinars soit respectivement 1,1% et 2,3% des volumes totaux échangés. Par rapport à l'encours total¹⁷⁶ des obligations privées et publiques au 30/06/2001, compte non tenu des BTA qui traitent sur le marché inter-SVT de gré à gré, le taux de rotation ne dépasse pas 2%.

Comme pour les valeurs de Trésor, la liquidité des obligations continue à être handicapée par une série de problèmes de fonds liés aux titres de créances d'une manière générale. Largement décrits dans la partie consacrée au Trésor, ces problèmes proviennent essentiellement d'un univers de taux très réglementé, du manque de culture actuarielle des investisseurs (calcul du rendement, évaluation du risque, de la sensibilité...), de l'absence de fluctuation de la valeur des portefeuilles obligataires en l'absence de références de marché qui sont autant de raisons qui n'incitent pas l'investisseur à arbitrer les positions détenues et à être actif sur le marché secondaire.

¹⁷⁵ En Pologne, il existe 15 teneurs de marché dont la plupart sont des établissements bancaires qui opèrent sur le marché de Varsovie. Le premier teneur de marché anime une quarantaine de valeurs sur les 200 valeurs cotées.

¹⁷⁶ Selon nos estimations, il s'élève à 700 MD.

Sur un plan pratique, les obligations souffrent également :

- des procédés anachroniques de fixation de taux à l'émission (un émetteur noté BBB peut offrir un taux moins élevé qu'un émetteur noté A),
- de la multiplication des lignes obligataires (hormis pour les BTA)¹⁷⁷ qui empêchent d'accroître la profondeur des titres en question,
- de l'existence de plusieurs régimes fiscaux (le taux de 20% est libératoire pour les SICAV, le taux normal de l'impôt sur les sociétés de 35% est appliqué pour les autres investisseurs tels que les assureurs) qui empêchent une harmonisation de l'évaluation des obligations (une obligation rapportera un taux pour un investisseur et un autre taux pour un autre investisseur),
- de l'existence d'autres dysfonctionnements fiscaux (la retenue à la source n'est prélevée que lors du paiement du coupon),
- d'une couverture permanente de la demande par l'offre du marché primaire (l'acheteur trouve en général ce dont il a besoin sur le marché primaire),
- de la concurrence de placements liquides et sûrs que sont les bons du Trésor (lorsqu'on veut vendre, on peut céder à tout moment et sans risque de moins-value les bons du Trésor dont les investisseurs obligataires détiennent en général des réserves importantes),
- du niveau élevé, avant octobre 2001, des frais de transactions sur les obligations (CTB) qui variaient de 0,1% à 0,05% sur la cote et de 0,15% à 0,25% en dehors de la cote et qui était dissuasif à l'achat et à la vente en Bourse, d'autant plus qu'il faut leur ajouter les commissions de l'intermédiaire et la TVA. Ces coûts élevés, atteignant parfois 50 points de base, n'ont pas favorisé l'émergence de teneurs de marché sur les obligations qui par définition ne peuvent opérer que dans un environnement avec des coûts de transactions très faibles, voire nuls (comme pour les SVT sur les titres publics).

Ainsi, même si la révision récente des taux de la CTB devrait améliorer dans une certaine mesure la liquidité des obligations, ce n'est qu'en résolvant l'ensemble des problèmes du marché obligataire qu'un vrai marché secondaire pourra alors émerger.

¹⁷⁷ Nous avons compté pas moins de 40 lignes obligataires dans un portefeuille de SICAV

B. Recommandations

Afin d'améliorer la liquidité du marché, nos recommandations seront subdivisées en actions à court terme et en actions à moyen terme. Les premières sont :

1. Développer les contrats d'animation

Les contrats d'animation nous semblent être un moyen très efficace de dynamiser les échanges sur les actions. Pour cela, l'émetteur devra choisir un intermédiaire en Bourse qui aura la charge d'animer son titre. Une convention d'animation devra être signée entre les deux parties fixant les modalités d'administration des titres et des espèces, les obligations des parties, la rémunération de l'intermédiaire, la durée du contrat...

L'intermédiaire s'engage par la suite à :

- Offrir à l'achat et à la vente une quantité minimale de titres à des prix compris dans une fourchette à déterminer mais qui se situe à l'intérieur des seuils de variation de cours autorisés.
- Assurer dans la mesure du possible¹⁷⁸ une fréquence de cotation quotidienne du titre.

La quantité de titres à l'achat devra être la même que celle qui est proposée à la vente. Les ordres doivent être saisis plusieurs minutes avant le fixing et demeurer dans le système tout au long de la séance de cotation en continu.

L'activité d'animation de marché doit être totalement indépendante des autres activités de gestion et de négociation. Son responsable ne doit pas recevoir des ordres de la clientèle ni gérer des portefeuilles. Les ordres rentrant dans le cadre du contrat d'animation lorsqu'ils sont introduits dans le système électronique doivent comporter une référence spéciale permettant de les distinguer des autres ordres. Nous recommandons qu'ils soient totalement exonérés de la CTB afin de réduire les frais liés à ce contrat.

2. Encourager les intermédiaires en Bourse avec l'appui des banques à développer l'activité de contrepartistes

Le développement de l'activité de contrepartie sur les grandes valeurs par les intermédiaires en Bourse nécessite des fonds propres importants qu'ils n'ont pas ou ne peuvent pas mobiliser. Cette activité nécessite l'appui des banques qui vont définir avec l'intermédiaire en Bourse les modalités d'intervention sur la valeur sélectionnée. Nous pouvons imaginer un système dans lequel l'activité de contrepartie des valeurs à grandes capitalisations est gérée

¹⁷⁸ Sauf déséquilibre important du marché du titre qui empêche une cotation du titre (réservation à la hausse ou à la baisse)

par les intermédiaires en Bourse pour le compte des banques et l'activité sur les valeurs de moyennes capitalisations par les intermédiaires directement.

Afin d'encourager cette intervention, l'opération de contrepartie sur actions et obligations privées telle que définie par l'article 115 du règlement général de la Bourse devrait couvrir aussi bien l'intervention de l'intermédiaire en Bourse pour son propre compte que lorsqu'il agit pour le compte des banques. Les transactions effectuées dans ce cadre devraient bénéficier d'une exonération totale de la CTB.

3. Inciter les sociétés à intervenir sur leurs propres actions et améliorer les procédures existantes

L'intervention des sociétés est un moyen efficace de réguler les cours de l'action de la société et d'améliorer sa liquidité. La société émettra un signal fort au marché sur ce qu'elle considère comme étant un bon cours d'achat et un bon cours de vente. Par ailleurs, les sociétés pourront également racheter leurs propres actions pour les utiliser dans des plans d'actionnariat salarial. L'utilisation des techniques de prêts-emprunts de titres décrites ci-dessous peut faciliter l'intervention des sociétés sur leurs propres actions.

La réussite de cette intervention requiert une bonne communication et une transparence totale. Les conditions d'intervention de la société émettrice sur ses propres actions doivent être portées à la connaissance du public. Ainsi, après la tenue de son AGO, la société doit publier un communiqué définissant les conditions d'achat (prix maximum) et les conditions de vente (prix minimum) de ses actions. Selon une périodicité semestrielle, la société doit publier un état récapitulatif des interventions effectuées sur les titres détaillant le nombre de titres achetés et vendus ainsi que le cours moyen d'achat et de vente.

4. Lancer le courtage en ligne

Avec le démarrage de la délocalisation des stations de négociation chez les intermédiaires en Bourse, nous recommandons de lancer le courtage en ligne. Pour cela, il faudra mettre en place la réglementation juridique de tout le processus de transmission des ordres par Internet et définir les règles de certification et de sécurité des transactions via Internet.

Le lancement de sites agréés de courtage en ligne permettra de démultiplier les investisseurs en Bourse, d'optimiser l'acheminement et le traitement des ordres en Bourse et au bout du compte d'améliorer la liquidité du marché.

A moyen terme, nous recommandons de :

5. Autoriser la vente à découvert

Nous considérons les ventes à découvert comme un moyen approprié de réguler le marché. L'introduction de la vente à découvert exige la création d'un marché de prêts-emprunts d'actions qui permettrait au vendeur à découvert d'emprunter les titres qu'il a vendus. Les clients des intermédiaires en Bourse qui possèdent des titres vont les prêter pour une durée déterminée aux clients des intermédiaires en Bourse qui recherchent des titres.

Au niveau de la couverture des risques, la vente à découvert exige une couverture de l'engagement pris par l'existence d'un dépôt couvrant au moins la position prise. Des garanties supplémentaires pourront être demandées en fonction de l'évolution du risque pris. L'intermédiaire en Bourse aura un rôle clé dans cette opération puisqu'il devra chaque jour suivre la position du vendeur à découvert et procéder à la couverture de tout risque additionnel auquel n'est pas adossé une garantie certaine (espèces, titres sans risque...).

Dans la pratique, la possibilité de vente à découvert devra être accordée aux titres justifiant d'une bonne liquidité et d'une certaine taille (exemple : les 10 titres les plus liquides et ayant une capitalisation supérieure à 100 MD). Il faudra définir par la suite des plafonds de vente à découvert afin d'éviter une très grande démultiplication des ventes lors de certaines périodes (exemple : 0,2% du capital de la société/mois/valeur). Pour cela, chaque intermédiaire devra demander l'autorisation préalable avant de passer la transaction. Ce système pourra être exactement calqué sur le système d'autorisation qui existe pour le seuil d'investissement à ne pas dépasser au niveau de la participation étrangère.

6. Développer un marché de prêts-emprunts de titres

Le développement des opérations de prêts-emprunts de titres offre une souplesse aux intervenants sur le marché leur permettant d'en améliorer la liquidité. Ce marché dont l'architecture sera identique à celle du marché financier (principaux acteurs : le CMF, la BVMT, la STICODEVAM et les intermédiaires financiers), présente les avantages suivants :

- Possibilité de re-financer les positions prises à des taux inférieurs aux conditions habituelles
- Régulation du marché par des stratégies d'investissement reposant sur l'emprunt de titres
- Dynamiser les transactions sur le marché et accroître son efficience
- Permettre à des contrepartistes de jouer leur rôle convenablement
- Améliorer l'infrastructure globale du marché.

La réglementation de ce marché devra préciser un certain nombre de points importants tels que :

- Définir les titres éligibles
- Déterminer les garanties nécessaires pour couvrir les opérations à découvert
- Déterminer les seuils maximaux de recours à ces instruments
- Définir les règles de couverture pour les principaux intervenants sur le marché
- Elaborer des règles déontologiques.

Dans la pratique, l'expérience pourra être initiée avec les valeurs phares de la cote de la Bourse. Au niveau de l'organisation, les acteurs sur ce marché seront directement les intermédiaires en Bourse et les banques qui pourront prêter et emprunter des titres pour le compte de leurs clients.

IV - LA PROMOTION DU MARCHE ET DE LA CULTURE BOURSIERE

A. Diagnostic

Le développement d'un marché financier passe nécessairement par la compréhension par les investisseurs et les entreprises de l'ensemble de ses mécanismes et de ses avantages. Vulgariser l'investissement boursier aux épargnants et le financement à travers la Bourse aux entreprises exige un énorme effort de promotion du marché financier et de propagation de la culture boursière auprès du public. Ceci nécessite également une grande expertise et technicité des professionnels qui sont responsables de cette promotion. Nous essayons dans ce qui suit d'évaluer cet aspect du marché financier tunisien.

1. Une promotion du marché financier insuffisante

La méconnaissance des mécanismes et des avantages du marché financier s'est avérée largement répandue auprès du public, même avisé (chefs d'entreprises, banquiers ...). Ceci constitue un facteur de blocage très important imputable dans une large mesure au manque de promotion du marché financier.

En effet, peu d'actions d'envergure sont accomplies en vue d'améliorer la culture financière et de vulgariser les concepts boursiers et les rendre accessibles aussi bien à la masse qu'à des cibles précises comme les dirigeants et les financiers des entreprises. La Bourse de Paris (aujourd'hui Euronext) organise en partenariat avec des sociétés cotées des actions de promotion et de fidélisation des actionnaires individuels en leur envoyant régulièrement des courriers où sont exposées les situations et les perspectives des entreprises et en organisant des manifestations du type des « *road-shows* » habituellement destinés aux institutionnels, regroupant des parterres de 200 à 1000 personnes¹⁷⁹. Comme toute entreprise, la Bourse doit savoir attirer les uns et les autres, elle doit « *se vendre* » et convaincre des opportunités qu'elle offre surtout si elle dispose d'une infrastructure de pointe et si elle offre les garanties nécessaires. La Bourse doit occuper l'espace médiatique pour s'imposer comme un acteur incontournable du système financier.

Au niveau des Bourses émergentes, la Bourse de Casablanca a entrepris une vaste campagne de vulgarisation des concepts boursiers. Elle a ainsi mobilisé une caravane promotionnelle qui a ratissé le territoire marocain en passant par les universités, les centres d'affaires ou simplement les centres ruraux, pour présenter la Bourse et expliquer son fonctionnement, ses avantages et ses performances. Suivie par une large couverture médiatique, cette campagne avait créé l'événement au point que rares étaient les personnes qui n'en avaient pas entendu parler. Du coup, la Bourse de Casablanca devenait un point de mire national dont l'évolution était suivie par l'ensemble de la population.

¹⁷⁹ Voir Annexe 22 : Programme marketing de la Bourse de Paris

D'autres places boursières ont lancé des initiatives aussi originales telles que la Semaine de l'Investisseur « Investor's Week » de la Bourse de Kuala Lumpur, qui consiste à organiser une semaine portes ouvertes où les investisseurs sont invités à une visite guidée des locaux de la Bourse, ce qui a permis à 16 000 personnes de rencontrer et d'écouter des professionnels du marché financiers et des représentants des sociétés cotées leur expliquer les mécanismes de la Bourse.

2. Les intermédiaires en Bourse en tant que promoteurs du produit boursier

a) Le conseil à la clientèle et la promotion du produit boursier

Les investisseurs, et plus particulièrement les investisseurs individuels, exigent un effort particulier des intermédiaires en Bourse en vue de les conseiller et de leur expliquer les mécanismes et les pratiques boursières. Ceci est d'autant plus important que c'est grâce à cette compréhension que les agissements nuisibles au marché pourront être évités et que des réactions parfois irrationnelles pourront être maîtrisées. En vulgarisant auprès des clients des concepts tels que l'analyse financière, le risque, le rendement, la spéculation, les intermédiaires en Bourse améliorent également les pratiques boursières.

Nous notons cependant que les moyens mis en œuvre pour cela restent insuffisants. Ainsi, sur les 26 intermédiaires, seuls 10 ont un service de recherche dont l'effectif varie entre 1 et 3 personnes. Environ 7 intermédiaires en Bourse publient leurs recherches et/ou leurs revues d'analyse ce qui n'est pas encore suffisant pour informer les clients.

Cette situation s'explique en partie par les qualifications limitées de la profession. En effet, en dépit d'efforts considérables de recrutement et de formation, les intermédiaires en Bourse manquent encore singulièrement de personnel qualifié. Certaines activités telles que l'analyse financière, la gestion, l'ingénierie financière sont encore très insuffisamment dotées de cadres qualifiés et ayant une bonne connaissance et maîtrise de ces métiers. On insiste ici sur l'expérience et l'expertise boursière (très peu de cadres ayant eu une expérience supérieure à 5 ans dans les métiers de la Bourse) plutôt que sur les diplômes.

L'AIB a mis en place en 2000 un institut de formation de la Bourse de Tunis destiné à apporter une formation diplômante spécialisée au personnel des intermédiaires en Bourse. Cet établissement a organisé des séminaires sur divers thèmes mais n'est pas encore en mesure d'assurer un enseignement complet, suivi et contrôlé par des examens. La mise en route de cette excellente initiative doit être accélérée afin de permettre la mise à niveau et l'amélioration des qualifications des professionnels de la Bourse.

En France, une réforme récente (2001) définit les conditions de l'exercice du métier de conseiller en investissements financiers. Seules des personnes physiques ou morales enregistrées par la COB peuvent exercer cette profession et doivent répondre au préalable à certaines conditions de compétence et d'honorabilité fixées par décret et vérifiées par les organisations professionnelles. De même, les analystes financiers doivent suivre une formation spécialisée étalée sur deux années à mi-temps, dispensée par l'Association

Française des Analystes Financiers (SFAF).

D'un autre côté, il faut souligner que les intermédiaires en Bourse n'ont pas pu promouvoir à une grande échelle les produits boursiers à cause de moyens relativement limités comparativement à d'autres institutions financières telles que les banques.

Il est évident que la séparation des banques et des intermédiaires en Bourse imposée par la réforme de 1995 n'a pas été sans conséquences sur la promotion du produit boursier. La filialisation des intermédiaires en Bourse adossés aux banques a permis de réorganiser le secteur mais n'a pas été suivie d'un développement des activités boursières par les banques elles mêmes principalement pour les raisons suivantes :

- La filialisation de l'intermédiation boursière n'a pas été suivie par une véritable association des banques et de leurs agences dans la mise en œuvre d'une stratégie commune en matière de promotion des placements boursiers. Ainsi, à l'exception des SICAV obligataires, la force de collecte des banques et leur capacité à assurer une distribution des produits boursiers à grande échelle n'ont jamais été correctement exploitées afin de canaliser une partie de l'épargne vers la Bourse.

- Peu de banques se sont dotées d'un département et/ou d'une équipe dédiée à la Bourse qui suit régulièrement l'activité du marché, qui analyse les opportunités du marché et qui définit une stratégie de la banque dans l'activité boursière (structuration de produits, investissements pour compte propre,...). Il n'y a que dans le marché des obligations de l'Etat où elles ont été autorisées à intervenir, que les banques ont dédié à cette activité des ressources humaines et financières.

- L'absence de synergies fortes entre la banque et l'intermédiaire en Bourse au niveau de l'acheminement et la gestion des ordres, et de la gestion des comptes clients (double transmission des ordres, contraintes liées au respect des règles de la Bourse au niveau des comptes titres, investissements informatiques à réaliser...).

Toutes ces raisons ont concouru au faible engagement des banques dans le développement de l'activité boursière ce qui a constitué un frein important dans la diffusion et la promotion du produit boursier. Le marché financier n'a pas réellement bénéficié de l'apport du réseau de petits clients de la banque mais également de sa clientèle de grands investisseurs et de sociétés.

b) L'intermédiaire et son rôle dans l'enrichissement de la cote

L'intermédiaire joue un rôle très important dans l'enrichissement de la cote de la Bourse en identifiant, en attirant et en accompagnant de nouveaux candidats à l'introduction en Bourse.

L'intermédiaire en Bourse a plusieurs sources de revenus qui sont: le courtage, la gestion et les émissions/offres de titres. Au niveau du courtage, il y a le courtage sur les titres traitant à la cotation électronique, sur les titres traitant sur panneaux et enfin les opérations

d'enregistrement¹⁸⁰. Cette dernière catégorie de transactions offre à l'intermédiaire, une source de revenus à forte marge puisqu'il y a peu de coûts qui lui sont associés.

Dans l'activité de gestion, l'intermédiaire se rémunère par le prélèvement de frais de gestion sur les comptes et/ou les OPCVM qu'il gère. Il s'agit de frais fixes et/ou variables en fonction du contrat passé avec le client. Cette activité est certes risquée mais peut être très rentable surtout pour les intermédiaires qui gèrent des SICAV du type obligataire d'une grande taille.

Le troisième volet d'activité des intermédiaires en Bourse est l'émission ou l'offre de titres. Comme nous l'avons souligné dans la première partie de cette étude, cette activité est dominée par quelques intermédiaires qui ont accaparé une grande partie des mandats d'émission, principalement selon la logique de clientèle captive¹⁸¹, mais sans toutefois réussir à attirer suffisamment de nouveaux candidats aux financements boursiers et plus particulièrement à l'introduction en Bourse. Il s'agit pour nous de comprendre pourquoi les intermédiaires n'ont pas pu développer la cotation des sociétés à la Bourse.

Le premier élément de réponse déjà évoqué à plusieurs reprises est la concurrence des autres sources de financement très compétitives et plus faciles à mettre en œuvre. L'intermédiaire manque encore d'arguments pour réussir dans sa tâche.

Deuxièmement, les préalables d'une opération d'introduction en Bourse exigent de lancer un processus d'étude et d'analyse de la société assez long sans que le succès de cette démarche ne soit garanti en raison par exemple de mauvaise conjoncture du marché. Ceci dissuade l'intermédiaire de s'investir plus fortement dans des opérations d'introduction.

Troisièmement, une opération d'introduction exige que l'intermédiaire en Bourse ait une équipe professionnelle composée d'analystes et d'ingénieurs financiers capables de mener à bien cette opération. Or comme nous l'avons souligné précédemment, le nombre d'analystes expérimentés est encore très faible.

Quatrièmement, l'intermédiaire en Bourse, afin de rentabiliser son affaire, choisira les segments de son activité qui sont les plus rentables et ensuite procédera à une allocation de ses ressources sur ces activités. Il choisira naturellement de faire des opérations sur dossier par exemple, qui présentent plus de chances d'être concrétisées qu'une introduction en Bourse.

A partir de ce dernier exemple, nous avons voulu montrer que l'intermédiaire en Bourse a la possibilité d'arbitrer pour se concentrer exclusivement sur les activités les plus rentables aux dépens de la recherche de nouveaux mandats d'émissions et d'introductions de sociétés qui sont pourtant les piliers du développement de son activité dans l'avenir.

¹⁸⁰ En 2001, le volume des opérations d'enregistrement s'est élevée à 568 MD soit plus que les volumes de transactions sur la cote qui ont atteint 507 MD.

¹⁸¹ Les grands émetteurs choisissent en général l'intermédiaire en bourse qui appartient au même groupe ou qui fait partie du même secteur (public/privé) (exemple : mandats de privatisation en bourse à des intermédiaires filiales de banques publiques, émissions obligataires confiées à la filiale d'intermédiation du groupe auquel appartient l'émetteur...)

L'incitation des intermédiaires à un plus grand effort de démarchage pour des introductions exige au moins deux préalables :

La réalisation d'une campagne de sensibilisation des émetteurs par une campagne de grande envergure qui devra être menée par les différents organes du marché ce qui facilitera par la suite le travail des intermédiaires.

Une concertation et une collaboration plus étroite entre les banques et leurs filiales intermédiaires en Bourse afin de prévenir des divergences d'intérêts qui font souvent avorter des tentatives d'introduction. Une fois les cibles choisies, le démarchage pourra être initié ensemble et aura alors beaucoup plus de chances de réussir.

B. Recommandations

L'absence de culture boursière et la méconnaissance des mécanismes du marché financier ont été identifiées comme des phénomènes largement répandus auprès du public, y compris au sein du monde de l'entreprise. L'éducation des épargnants et la promotion de la Bourse constituent donc un axe incontournable pour développer le marché. Préalablement, un renforcement des qualifications des professionnels de la Bourse est nécessaire à la réussite de toute la stratégie de promotion à mettre en place.

1. Renforcer les qualifications des intermédiaires en Bourse

- Généraliser le principe de l'accréditation mis en place pour certaines catégories de métiers tels que la négociation, le gestion de portefeuille et le démarchage. Nous estimons indispensable d'harmoniser les compétences de l'ensemble des intervenants en leur dispensant une formation unique par spécialité qui, à l'instar de celle des négociateurs, permet à tous d'acquérir un même niveau de connaissances pointues. Ainsi, tous les gestionnaires de portefeuilles, les démarcheurs et commerciaux, les conseillers de clientèle, mais aussi les analystes financiers employés par les intermédiaires en Bourse, devront suivre un enseignement adapté à leur spécialité. Ces formations peuvent être étalées dans le temps (allant jusqu'à 2 ans) et accompagner parallèlement l'emploi du futur diplômé qui aura pendant ce temps le statut de stagiaire et sera encadré par un senior. A la fin de sa formation, ou de chaque cycle, un examen devra être passé et l'accréditation ne sera délivrée qu'après l'obtention du diplôme. Nous insistons également beaucoup sur la nécessité d'imposer des examens pour pouvoir évaluer concrètement le niveau de compétence des professionnels et garantir ainsi l'efficacité de l'enseignement dispensé. Ces formations pourraient être fournies par l'AIB qui a déjà mis en place un institut de formation dont les objectifs rejoignent nos propositions.

- Encourager la présence d'opérateurs étrangers sur la Bourse de Tunis. Nous recommandons d'ouvrir le secteur aux sociétés de Bourse étrangères afin de les attirer vers le marché tunisien. L'apport en termes d'expertise, de transfert technologique et de professionnalisation du secteur nous paraît très important. Ces sociétés pourront développer de nouveaux produits, stimuler l'innovation, structurer des émissions de grande taille, et attirer des capitaux étrangers. Ceci créera certainement une émulation sur les intermédiaires

tunisiens. De plus, cela permettra une plus grande internationalisation de la place de Tunis et de favoriser progressivement son intégration dans un réseau régional (maghrébin, méditerranéen...).

2. Organiser une campagne promotionnelle à l'échelle nationale

Nous recommandons la mise en place d'une unité spécialisée et dédiée exclusivement à la promotion du marché, qui soit composée de membres de la BVMT, de l'AIB et du CMF. Cette unité aura pour mission d'améliorer et de développer les connaissances des épargnants en matière de marché financier et devra organiser les actions et manifestations suivantes :

- journée portes ouvertes pour permettre au public de visiter les locaux de la Bourse et de comprendre son fonctionnement,
- outils pédagogiques expliquant les mécanismes boursiers mis à la disposition du public et diffusés gratuitement, notamment à travers les sites de la Bourse et du CMF ou encore un site spécialisé dans l'éducation boursière. Les thèmes abordés regrouperont la réglementation du marché financier, les notions de rentabilité, de risque, de diversification, de gestion de portefeuille, de catégories différentes de valeurs mobilières, de fiscalité etc...
- une école de Bourse ouverte au public et dispensant des stages de formation gratuits ou à très faible coût avec des niveaux graduels (débutant, initié ...),
- une campagne publicitaire nationale utilisant les médias populaires (TV, radio, journaux à grand tirage) pour parler de la Bourse relayée par une présence sur le terrain de formateurs à travers des roads-shows dans toutes les villes du pays (éviter la centralisation à Tunis),
- un travail de coopération avec le milieu scolaire et universitaire pour initier les élèves et étudiants des concepts de la Bourse à travers notamment des jeux de simulation ou la gestion d'un portefeuille virtuel ,
- un call center (avec numéro vert) pour répondre aux interrogations des investisseurs concernant leurs droits ainsi que les mécanismes et les actualités de la Bourse.

3. Développer les clubs d'investissement

Développer les clubs d'investissement auprès des étudiants ou toute autre association de personnes (famille, amis, collègues de travail), ce qui permet aux membres les moins bien informés d'améliorer leur culture boursière au contact d'autres partenaires mieux initiés. Ces clubs permettent également de réunir des membres qui seraient incapables d'investir individuellement vu le faible montant dont ils disposent. Le fonctionnement s'apparente à celui des FCP avec notamment un dépositaire et des statuts visé par le CMF, mais la gestion sera effectuée directement par un comité rattaché au club et qui procédera à sa propre recherche, en collaboration avec un ou plusieurs intermédiaires en Bourse, et prendra ses propres décisions d'investissement tout en rendant compte aux autres membres du suivi du

portefeuille et de ses performances.

4. Entreprendre des actions de prospection et de sensibilisation des entreprises non cotées

Ce plan devrait être élaboré par un comité dont la composition devrait réunir au moins un représentant de la BVMT, du CMF, de l'AIB, de l'APB et de l'Ordre des Experts-Comptables de Tunisie. Ce comité aura pour objet de définir la cible des sociétés à prospecter.

Ce comité se chargera de désigner des équipes choisies parmi les institutions précitées pour l'organisation des visites et des présentations aux sociétés ciblées afin de mettre en exergue les avantages du financement à travers la Bourse de mieux comprendre la perception actuelle du marché financier mais aussi les attentes et les appréhensions des principaux actionnaires et des dirigeants. Un plan de promotion institutionnelle pourra être mis en œuvre avec des actions de grande envergure à l'attention de la population ciblée tels que des séminaires réunissant de grands spécialistes de la Bourse.

Ce que nous retiendrons :

Le facteur de blocage

LES PROBLEMES DE FONCTIONNEMENT DU MARCHE FINANCIER

LA TRANSPARENCE DU MARCHE N'EST PAS PARFAITEMENT ASSUREE

- Encore des améliorations pour avoir une information régulière, permanente et lisible
- L'information prospective est encore à enrichir sur le plan qualitatif

ENCORE DES PROGRES A REALISER EN MATIERE DE CONFORMITE DES PRATIQUES A LA REGLEMENTATION

- 50% des Sicav obligataires ne respectent pas les ratios d'emploi
- Seulement 5 intermédiaires en Bourse ont désigné un responsable de contrôle interne
- Encore pas de charte déontologique établie par l'AIB

LIQUIDITE REDUITE POUR LES ACTIONS ET ABSENTE POUR LES OBLIGATIONS

- 50% des actions cotées ne dépassent pas un volume de transactions annuelles de 5 MD
- Transactions obligataires représentent 2% des échanges totaux de la cote

FAIBLE DIFFUSION DE LA CULTURE BOURSIERE ET FAIBLE PROMOTION DU PRODUIT BOURSIER

- Les détenteurs d'actions de sociétés cotées représentent entre 0,3% et 0,8% de la population
- 10% des effectifs des intermédiaires en Bourse sont dédiés à l'analyse financière
- Capacité insuffisante à attirer les émetteurs/les investisseurs et à concevoir les bons produits

⇒ La confiance des investisseurs est altérée.

⇒ Méconnaissance des mécanismes, avantages et enjeux du marché financier

Les recommandations

RENFORCER LA TRANSPARENCE DU MARCHE ET DES SOCIETES EMETTRICES

- Enrichir l'information périodique, renforcer et contrôler l'information permanente
- Impliquer davantage les commissaires aux comptes et renforcer leurs indépendances vis à vis des sociétés auditées

METTRE EN PLACE DES PRINCIPES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE, ET PLUS PARTICULIEREMENT DES COMITES D'AUDIT ET DES ADMINISTRATEURS INDEPENDANTS

RENFORCER LES PROCEDURES DE CONTROLE ET DE SANCTIONS DES DIVERS INTERVENANTS

- Accélérer la mise en application des divers codes déontologiques
- Définir plus clairement les incompatibilités de fonction et veiller à une stricte séparation des métiers
- Publier les sanctions prises à l'encontre des contrevenants à la réglementation

METTRE EN PLACE DES TECHNIQUES POUR DYNAMISER LA LIQUIDITE

- Encourager les intermédiaires en Bourse et les banques à développer les contrats d'animation et l'activité de contrepartie.
- Encourager et mieux organiser la régulation par les sociétés de leurs propres titres.
- Autoriser à moyen terme la vente à découvert et développer un marché de prêts-emprunts de titres

METTRE EN PLACE D'UNE STRATEGIE DE PROMOTION DU MARCHE FINANCIER

- Renforcer les qualifications des intermédiaires en soumettant les principaux métiers à une habilitation après une formation spécialisée et ouvrir le secteur aux sociétés d'intermédiation étrangères
- Organiser une campagne nationale d'envergure
- Développer une collaboration étroite avec le milieu universitaire
- Développer les clubs d'investissement

Conclusion du chapitre

L'amélioration du fonctionnement du marché est nécessaire au renforcement de la confiance et de la sécurité des intervenants en Bourse. La transparence du marché devrait être améliorée en agissant sur la régularité, la lisibilité, la sincérité et la comparabilité de l'information financière. De plus, la gouvernance des sociétés devrait être renforcée par la création de comités d'audit composé d'administrateurs indépendants.

La mise en application d'un code déontologique et la définition de règles strictes de séparations des métiers devraient permettre d'améliorer l'intégrité du marché.

Le développement de contrats d'animation, de l'activité de contrepartie et de l'intervention des sociétés sur leurs titres devraient rapidement stimuler la liquidité du marché et devraient être suivies à moyen terme par l'introduction des techniques de prêts/emprunts de titres et de vente à découvert.

Enfin, la promotion du marché devrait constituer un axe majeur de diffusion de la culture boursière par des actions d'envergure à destination des épargnants et des entreprises. Le renforcement des qualifications des intermédiaires en bourse et la vulgarisation du produit boursier constituent en ce sens des actions incontournables à l'assimilation des mécanismes boursiers et à la sensibilisation aux avantages du marché financier.

SYNTHESE DE L'ETUDE

Cette étude identifie les principaux facteurs de blocage limitant le développement du marché de capitaux en Tunisie. Elle propose des mesures correctives concrètes et adaptées en vue d'accroître le recours aux financements de marché.

La méthodologie retenue s'est basée sur une série d'entretiens avec des interlocuteurs du domaine financier et économique ayant permis de cerner les causes de la situation actuelle du marché tunisien, ainsi que sur l'analyse de ses facteurs de blocage. Elle s'est appuyée, par ailleurs, sur la réalisation d'une enquête menée auprès d'une quarantaine de sociétés et de groupes de sociétés pour déterminer leurs pratiques de financement.

Au vu du diagnostic effectué et du positionnement du marché tunisien par rapport à d'autres expériences comparables, le plan d'actions correctives que nous recommandons constitue un programme ambitieux de développement du marché de capitaux.

Ainsi, nous avons pu constater que plus de dix années après le lancement d'une vaste réforme économique et financière, le marché financier en Tunisie a connu une évolution considérable. L'organisation du marché s'est nettement améliorée, son infrastructure est devenue conforme aux normes internationales et sa réglementation plus exhaustive. Les échanges d'actions sont quotidiens, certains produits financiers tels que les SICAV obligataires se sont imposés et certains secteurs tels que les institutions de crédit s'y financent de manière de plus en plus importante.

Néanmoins, en dépit de tous ces progrès, le développement du marché financier n'a pas encore atteint le niveau escompté et les objectifs d'accroître son rôle dans le financement de l'économie n'ont pas encore été tout à fait atteints. Le marché ne compte encore que 45 sociétés cotées qui représentent une capitalisation de 3.400 MD soit 13% seulement du PIB du pays. L'encours obligataire atteint 2.000 MD soit moins de 5% de l'endettement total et 8% de l'endettement intérieur. La liquidité reste également faible avec un taux de rotation de 20% et un volume moyen quotidien d'environ 2 MD. Enfin, le financement à travers le marché reste encore modeste. En 2000, les émissions sur le marché financier n'ont représenté que 5% du financement des investissements du secteur privé. Cette faible contribution du marché financier au financement de l'économie s'explique par différentes raisons.

L'éviction du recours au marché financier par le financement bancaire

Le secteur bancaire joue un rôle très important dans le financement de l'économie tunisienne. Les concours bancaires à l'économie représentent plus de 60% du PIB et les crédits octroyés annuellement financent plus de 30% des investissements du secteur privé. Les banques ont pendant longtemps mené une politique généreuse de crédit qui s'expliquait par une rentabilité satisfaisante de cette activité et par l'absence de règles strictes de gestion du risque bancaire. Ceci s'est traduit par une disponibilité de sources de financement bancaires peu contraignantes en termes de transparence et au coût avantageux qui ont naturellement détourné du marché financier les sociétés qui auraient pu y avoir recours.

Le financement bancaire a donc évincé les financements de marché d'autant plus que la gestion du risque bancaire n'a pas toujours respecté un certain nombre de règles d'orthodoxie financière. Son évaluation du risque reste approximative, sans véritable relation entre le coût du financement et sa durée/son risque et avec certains amalgames entre les pratiques de financement de crédit et celles des fonds propres..., ce qui a engendré au niveau du secteur bancaire un taux de créances classées assez élevé.

La réforme bancaire entreprise en 2001 constitue un tournant décisif dans le financement des sociétés. La promulgation de la nouvelle loi bancaire, le renforcement des règles prudentielles (avec l'institution d'un ratio de liquidité), le renforcement des ratios de concentration des risques et l'adoption d'une série de mesures sur la transparence et la notation constituent un dispositif qui devra mettre un terme à l'emprise du système bancaire sur le financement de l'économie. Ces mesures visent à pousser les sociétés concernées à diversifier leurs ressources de financement par le recours notamment à des financements directs via le marché financier.

Cette réforme, entrée totalement en vigueur en Janvier 2002, devra être appliquée strictement car elle va pousser les banques à être plus strictes dans l'octroi de crédits et dans la gestion du risque de taux. Nous recommandons à ce niveau que les banques se dotent de nouvelles techniques de gestion emplois-ressources qui leur permettront de gérer les positions de taux à l'actif et au passif et de déterminer la stratégie optimale en matière de taux. Il faudrait également introduire de nouvelles références de taux longs qui les différencient correctement des taux courts. Ce taux devra correspondre à un taux fixe qui est déterminé par une indexation sur le coût des ressources longues de la banque et devra être un taux plancher des crédits à moyen et long terme pour les meilleures signatures.

Pour renforcer toutes les mesures visant à améliorer la gestion du risque bancaire, nous recommandons la notation des banques car celle-ci donnera une appréciation indépendante de la qualité de la gestion des créances bancaires et de la solidité financière de chaque banque et permettra surtout d'améliorer leur transparence.

La taille et la transparence des sociétés tunisiennes

Les caractéristiques des sociétés tunisiennes ont constitué un frein important au recours au marché.

Le premier frein réside dans une culture encore dominante de non-transparence chez les sociétés tunisiennes. Ce facteur trouve d'abord son origine dans un ensemble de règles et pratiques socio-culturelles de discrétion et a été renforcée par une fiscalité assez lourde jusqu'à la fin des années 80. Bien que des progrès aient été accomplis depuis grâce à un assouplissement de la fiscalité et à une plus grande prise de conscience chez une certaine catégorie de sociétés, la transparence reste en moyenne encore faible. Nous avons constaté qu'il n'y avait qu'environ 1500 sociétés dont les comptes étaient certifiés par un commissaire aux comptes inscrit à l'ordre des experts-comptables tunisiens. Nous avons également noté que 55 sociétés payaient environ 38% de l'impôt sur les bénéfices des sociétés payé au niveau national. Ces exemples démontrent bien que la majorité du tissu économique est encore réticente à la transparence car celle-ci a un coût encore perçu comme étant élevé. Ceci est corroboré par l'existence de seulement 27% de sociétés privées parmi les sociétés cotées tandis que 35% sont des établissements financiers soumis au contrôle de la BCT et 38% sont des entreprises publiques ou des sociétés privatisées.

Pour développer une culture de la transparence au niveau des sociétés qui seraient les futurs candidats à la Bourse, nous recommandons de renforcer les obligations légales de publication des états financiers. Pour cela, nous recommandons que les institutions financières exigent des sociétés qui s'adressent au système financier de produire les états financiers tels que déposés au greffe du tribunal conformément à l'article 51 de la loi sur le Registre du Commerce. L'application stricte de cette mesure permettra de démystifier la question de la communication des comptes.

Le deuxième frein est la taille de la société tunisienne qui reste encore petite et inadaptée à la Bourse. En effet, il n'y a que 500 sociétés qui ont un capital supérieur à 1 million de dollars et seulement 83 sociétés qui réalisent un chiffre d'affaires supérieur à 50 MD. Ceci indique que les candidats potentiels à la cotation en Bourse sont très peu nombreux et que leurs capitalisations boursières sont en général petites.

De plus, les besoins en investissements des sociétés sont relativement limités et ne dépassent pas pour les plus grandes d'entre elles les 5 MD/an. La formation brute de capital fixe dans certains secteurs tels que le secteur manufacturier où opèrent des milliers de sociétés n'est que de 1.000 MD.

Les groupes de sociétés qui se sont développés au cours des dernières années représentent une solution à ce problème de la taille. Avec la promulgation de la loi sur les groupes, les groupes bénéficient d'un cadre juridique qui va permettre la naissance de vrais groupes. En revanche, sur le plan comptable, nous recommandons d'accélérer l'adoption de la norme comptable de consolidation afin de permettre aux groupes de produire des états consolidés le plus tôt possible, à compter de l'exercice 2002.

Sur le plan fiscal, certaines actions sont nécessaires afin de faciliter les opérations intra-groupe destinées à délimiter un périmètre clair et lisible du groupe. Pour encourager une telle réorganisation, il faudrait que les plus-values générées par la vente de participations à l'intérieur du groupe puissent être exonérées d'impôts. La défiscalisation de la restructuration des groupes nous semble nécessaire à l'objectif de créer des sociétés mères ou holding de grande taille transparentes qui seront des candidates potentielles à la Bourse.

Le rôle de l'Etat dans l'animation du marché

Comparativement aux expériences voisines, le recours au marché financier pour les privatisations a été faible en Tunisie alors que le pourcentage de l'activité industrielle et de service sous contrôle de l'Etat est encore important. Les sociétés privatisées ne représentent que 35% de la capitalisation boursière.

A l'avenir, l'Etat devra procéder à la privatisation en Bourse de certaines sociétés publiques importantes connues du public et opérant dans des secteurs vitaux de l'économie (télécommunications, énergie, électricité...). Ces sociétés permettront d'augmenter la taille du marché, de renforcer sa profondeur et d'améliorer sa représentativité. Ces ouvertures en Bourse pourront être réalisées de manière étalée dans le temps par émission d'actions et pourront permettre aux sociétés qui ont des programmes importants d'investissement de lever les financements nécessaires à leur développement et à obtenir un désengagement graduel de l'Etat.

Au niveau obligataire et en dépit d'une vaste réforme des émissions de l'Etat avec l'introduction de nouveaux instruments financiers, les BTA, animés par des opérateurs spécialisés, les SVT, le marché de la dette publique ne s'est pas développé pour les raisons suivantes :

- l'inexistence d'un marché secondaire compte tenu d'un processus de formation des taux encore contrôlé et d'une logique de clientèle captive.
- la faible attractivité des titres publics longs qui n'a pas permis de développer une épargne à moyen et long terme.

La maturité moyenne de la dette publique intérieure est par conséquent restée courte et l'objectif d'établir une courbe de taux et d'obtenir des références de taux longs n'a pas été atteint.

Afin de développer la gestion de la dette publique et d'accroître son efficacité, nous recommandons d'achever le processus de libéralisation des taux par les autorités monétaires par les actions suivantes :

- supprimer les plafonds de rémunération sur les taux créditeurs liés aux dépôts d'épargne et procéder au déplafonnement graduel de la rémunération des dépôts à vue
- modifier plus souvent les taux et les modes d'intervention de la BCT visant à stimuler les

fluctuations du taux au jour dans une bande de variations conforme à sa politique monétaire.

Nous recommandons au niveau du Trésor de se fixer un objectif de maturité plus longue de la dette publique qui exigera les actions suivantes :

- Accroître de manière significative les levées de capitaux sur les émissions du BTA 4 ans afin d'accroître sa contribution en pourcentage du financement total du Trésor et de créer une première référence de taux long.
- Créer une nouvelle souche à 7 ans afin de compléter la gamme des BTA.

Enfin, nous recommandons une série de mesures réglementaires et techniques visant à instaurer de vraies pratiques de marché :

- Renforcer l'engagement des SVT à négocier les valeurs du Trésor
- Edicter des normes de comptabilisation des titres de créances longs
- Renforcer la communication et la collaboration entre les intervenants
- Créer un compartiment obligataire dédié aux non résidents.

La mise en œuvre de ces mesures devra permettre de dynamiser le marché de la dette publique et de créer les bases du développement de tout le compartiment obligataire.

L'optimisation de l'appel au marché

Le choix du recours au marché financier est déterminé par sa compétitivité par rapport à d'autres alternatives de financement. Notre diagnostic a fait ressortir que les techniques utilisées, les conditions et les incitations aux opérations boursières ne permettaient pas encore d'optimiser et de développer l'appel au marché. Afin de remédier à ces insuffisances, nous recommandons les actions suivantes :

- Au niveau des augmentations de capital des sociétés cotées, il faudrait développer l'émission de nouvelles actions sans droit préférentiel de souscription avec une limite maximale de la décote afin d'optimiser les prix d'émission et d'éviter la dilution des résultats futurs.
- Au niveau des techniques d'introduction, nous recommandons de développer le placement garanti par une syndication des opérations boursières de grande taille par des banques et des intermédiaires en Bourse. Grâce aux techniques de pré-placement et de construction du livre d'ordres, le prix sera déterminé par le marché et devra assurer une optimisation des conditions de sortie mais aussi une meilleure tenue ultérieure des cours.

- Pour l'admission en Bourse, nous recommandons une réorganisation de la cote par une meilleure différenciation des candidats aux compartiments de la Bourse. En introduisant une variable taille telle que les fonds propres ou la capitalisation boursière, le premier marché devra être réservé à une élite de sociétés de grandes taille tandis que le second marché sera ouvert aux sociétés de taille moyenne. Enfin, il faudra élargir le pourcentage d'ouverture du capital en Bourse afin d'avoir une diffusion suffisamment importante qui renforcera l'engagement des sociétés vis à vis de leurs nouveaux actionnaires.
- Au niveau de l'incitation fiscale liée à la Bourse qui a été jusque là relativement improductive, nous recommandons à ce que les sociétés qui s'introduisent en Bourse ne soient pas soumises dans le cadre de leurs investissements, prévus par le code d'incitation aux investissements, au minimum d'impôt.

Enfin, nous recommandons le recours à de nouveaux produits financiers tels que l'obligation convertible qui nous semble tout à fait indiqué pour préparer de nouveaux candidats à l'introduction en Bourse. En ayant recours à ce produit, l'émetteur peut lever des capitaux à un coût moins élevé que les obligations classiques, se familiariser avec la Bourse et disposer du temps nécessaire à la préparation de son introduction en Bourse.

La demande institutionnelle à moyen et long terme

Les investisseurs institutionnels sont de nos jours la composante majeure de la demande dans tous les marchés développés. Leur rôle dans l'animation du marché, dans le développement de l'actionnariat populaire, dans l'amélioration de l'efficacité du marché et de la gouvernance des sociétés est aujourd'hui largement reconnu.

Les actifs des institutionnels tunisiens sont estimés à plus de 4 Milliards de Dinars et représentent environ 15% du PIB ce qui est un niveau très honorable (75% de la capitalisation cumulée des actions et des obligations). Cependant, en dépit de cette masse importante d'actifs, la demande sur le marché financier tunisien souffre de la faiblesse de la demande institutionnelle à moyen et long terme qui est ressenti au niveau des titres de capital et des titres de créance longs.

Le facteur caractéristique de la demande institutionnelle tunisienne est une préférence pour les produits de moyenne et courte maturité qui présentent un faible risque. Aussi bien les caisses de retraite que les assurances et les OPCVM ont une grande partie de leurs actifs investie dans des produits liquides et plutôt courts.

Il n'existe pas en Tunisie de schémas collectifs d'épargne longue bien développés autres que les schémas obligatoires de cotisation retraite. L'assurance vie n'est que très peu développée et l'épargne salariale tout comme des schémas volontaires de retraite n'existent pas. Les OPCVM se sont développés sous la forme d'épargne liquide et courte tandis que les tentatives de développer une épargne longue sur des supports défiscalisés (CEA) n'ont pas rencontré le succès escompté.

Afin d'orienter vers les produits financiers longs une plus grande partie de l'épargne longue

disponible, nous recommandons les actions suivantes :

Il faudra moderniser la gestion des actifs retraite des caisses qui présentent des caractéristiques en termes de durée compatibles avec l'horizon de placement en Bourse. Pour cela, nous recommandons d'identifier la partie des ressources résultant des cotisations-retraites pouvant être investies en actifs longs et de définir un certain niveau des capitaux longs qui pourraient être confiés à des gestionnaires privés. Ceci devra permettre d'optimiser le rendement des caisses et de faire face à l'érosion prévue de leurs excédents d'exploitation. Il faudra également encourager le développement de plans complémentaires volontaires d'épargne retraite qui pourraient être gérés par des assureurs sous forme de produits d'assurance-vie. Ce produit devrait d'ailleurs constituer un axe prioritaire du développement de schémas d'épargne longue car il présente toutes les caractéristiques recherchées.

Le développement de la distribution du produit d'assurance-vie auprès des banques est une première étape très importante car il permettra sa diffusion à une grande échelle. Avec l'octroi de nouvelles incitations fiscales, il faudra par ailleurs développer les formules collectives d'assurance vie pour les salariés afin d'obtenir un effet « taille » et de réaliser des économies et une optimisation du rendement de ces formules.

Nous recommandons enfin de créer des contrats vie multi-supports qui soient adossés à des OPCVM promus/commercialisés par les assurances afin de permettre à chaque assuré de déterminer le profil d'investissement de son épargne vie.

Au niveau des OPCVM, le développement de produits longs passe préalablement par une meilleure différenciation et par une spécialisation accrue afin de créer toute la gamme d'OPCVM (long terme, moyen terme, court terme). Pour cela, il faudra lancer les vrais OPCVM court terme que sont les monétaires afin que les OPCVM obligataires puissent investir dans des obligations plus longues et améliorer leurs rendements. Enfin il faudra créer de vrais OPCVM actions qui auront la possibilité d'investir dans une optique à long terme, optimiser leur gestion et jouer un rôle plus important dans l'animation du marché.

L'épargne salariale est un axe qui permettra de stimuler la demande pour les produits longs. Il n'y a pas en Tunisie de réglementation qui fixe des conditions obligatoires d'intéressement ou de participation mais il est possible en utilisant les produits existants de créer des schémas d'épargne salariale. Pour cela, nous recommandons de créer de nouveaux produits d'épargne salariale au niveau des sociétés sous forme de Fonds Communs de Placement Entreprise qui sont alimentés par des versements effectués dans des comptes CEA. Nous pensons par ailleurs que l'incitation des sociétés à prendre en charge une partie des versements moyennant une exonération sur les cotisations sociales est indispensable au développement des contrats CEA en tant que support à un schéma d'épargne salariale. Il faudrait également encourager les programmes d'achats d'actions par les salariés des sociétés cotées afin de développer l'actionnariat des salariés.

Enfin, afin de développer la demande obligataire, nous recommandons d'ouvrir le marché des BTA aux investisseurs étrangers.

Le fonctionnement du marché

Le diagnostic nous a permis de relever certaines insuffisances au niveau du fonctionnement du marché financier ayant eu des conséquences néfastes sur la confiance des investisseurs et des émetteurs actuels et potentiels.

La transparence du marché et des sociétés émettrices devrait être améliorée en agissant sur l'information financière. Nous recommandons d'enrichir l'information périodique, de renforcer et de contrôler l'information permanente. Il faudra que les commissaires aux comptes soient davantage amenés à produire une information de qualité tout en veillant à renforcer leur indépendance vis à vis des sociétés auditées. Il faudra améliorer la gouvernance des sociétés cotées, par la création de comités d'audit qui nécessitera par ailleurs la nomination d'administrateurs indépendants.

Afin de renforcer l'intégrité du marché, il faudra améliorer les procédures de contrôle et de sanctions des divers intervenants. Ceci exigera d'accélérer la mise en application des divers codes déontologiques, de définir plus clairement les incompatibilités de fonction, de veiller à une stricte séparation des métiers et de faire la publicité des sanctions prises à des fins de dissuasion.

La liquidité du marché est restée insuffisante et n'a pas permis de développer aussi bien les émissions que les investissements en Bourse. La dynamisation des transactions est nécessaire afin d'assurer une liquidité satisfaisante à l'ensemble des intervenants. Pour cela, il faudrait encourager les intermédiaires en Bourse et les banques à développer les contrats d'animation et l'activité de contrepartie, développer la régulation par les sociétés de leurs propres titres et enfin, à moyen terme, autoriser la vente à découvert et développer un marché de prêts-emprunts de titres.

L'absence de culture boursière et la méconnaissance des mécanismes du marché financier ont été identifiées comme des phénomènes largement répandus auprès du public, y compris au sein du monde de l'entreprise. L'éducation des épargnants et la promotion de la Bourse constituent donc un axe incontournable pour développer le marché. Nous recommandons le renforcement des qualifications des intermédiaires en soumettant les principaux métiers à une habilitation après une formation spécialisée. En parallèle, nous proposons la mise en place d'une stratégie de promotion du marché financier qui s'articule autour d'une campagne nationale d'envergure avec un programme de vulgarisation du produit boursier aussi bien auprès des épargnants que des chefs d'entreprises. Il faudra par ailleurs développer une collaboration étroite avec le milieu universitaire qui constitue un vivier de futurs épargnants, cadres et responsables dont le rôle dans le développement futur de la Bourse est crucial. La création de clubs d'investissement nous paraît être aussi une idée intéressante à mettre en œuvre.

Conclusion

Les principaux facteurs que nous avons identifiés et cités interagissent fortement entre eux.

La transparence des sociétés ne pourra s'améliorer que si l'entreprise privée perçoit un réel avantage compétitif de la Bourse par rapport au crédit bancaire (optimisation du coût de financement, valorisation satisfaisante, gain de notoriété). L'investissement institutionnel ne pourra pas se développer si la taille et la transparence des émetteurs ne s'améliorent pas. L'information financière ne s'améliorera vraiment qu'avec la mise en place de schémas d'épargne longue qui vont démultiplier les investisseurs en Bourse. Ainsi le marché financier est le résultat d'un ensemble de composantes très imbriquées les unes dans les autres.

Jusque-là, les mesures de soutien du développement du marché financier prises par les pouvoirs publics ont fortement recouru aux incitations fiscales, à l'innovation financière et à la réglementation du secteur. Les résultats n'ont pas été à la hauteur des espérances, et pour cause : le développement du marché financier ne peut résulter simplement d'une bonne réglementation ou de bonnes mesures techniques. Il est le reflet d'un environnement multifactoriel, en pleine mutation, aussi bien économique, que politique, social, culturel, et organisationnel. Son développement reflète l'ensemble des composantes de l'économie tunisienne.

Les réformes retenues en 2001 par la BCT pour encadrer l'activité bancaire sont très prometteuses et devraient améliorer la transparence des sociétés recourant au système financier et induire un plus grand nombre d'appels directs des sociétés au marché. Les actions que nous recommandons accompagneront les réformes déjà engagées et devraient agir sur l'offre, la demande et le fonctionnement du marché financier. Les difficultés seront aussi dans la synchronisation de toutes ces actions de laquelle dépend largement le succès du plan d'ensemble.

L'objectif de développement du marché financier que nous recommandons est à la fois un objectif de taille et de liquidité. Il privilégie donc l'attraction de valeurs phares et non celle du plus grand nombre de lignes. Le développement des émissions d'actions et d'obligations ou de produits mixtes des entreprises références du secteur privé et public et la multiplication des émissions longues du Trésor sont les axes d'actions à retenir en priorité. Elles renforceront la profondeur et la liquidité du marché. Elles amèneront les institutionnels tunisiens puis étrangers à être plus présents sur le marché.

Notre plan d'action vise à doter le marché financier des atouts nécessaires à une meilleure mobilisation de l'épargne et à son allocation vers les emplois nécessaires au développement économique du pays conformément aux objectifs du X^{ème} plan.

A la fin de ce plan, le marché financier devrait non seulement pouvoir financer 20% des investissements privés mais également renforcer sa pénétration en pourcentage du PIB et devenir ainsi une composante majeure du système financier tunisien.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE	10
CHAPITRE 1: BILAN DE L'EXPERIENCE DU MARCHE FINANCIER TUNISIEN	12
I - EVOLUTION ET POSITIONNEMENT DU MARCHE FINANCIER	13
A. Lancement en 1988 de la réforme du marché financier tunisien.....	13
B. L'expérience de la Bourse de Tunis au cours de la dernière décennie	14
C. Positionnement du marché financier tunisien.....	16
II - LE RECOURS AU MARCHE FINANCIER	22
A. Le marché primaire et le processus des réformes.....	22
1. L'offre sur le marché primaire	22
a) Les émissions totales des sociétés	22
b) Les émissions de titres publics	23
2. Le marché primaire des obligations	23
a) Les émissions obligataires de sociétés : la part des sociétés privées se consolide.....	23
b) Elargissement du cercle des émetteurs avec l'assouplissement des conditions d'émission	24
c) Très peu de différenciation au niveau des modalités d'émission.....	25
3. Le marché primaire des actions	26
B. Les offres publiques.....	26
1. La première vague d'introductions en Bourse	26
2. L'émergence des offres publiques de vente sur le marché boursier	27
3. Apport des offres publiques au marché.....	28
a) L'importance de la taille des offres publiques dans la dynamisation du marché.....	28
b) Renforcement de la capitalisation totale du marché	28
c) La levée de capitaux n'est pas l'objectif premier de l'introduction.....	29
CHAPITRE 2 : L'OFFRE DE TITRES.....	31
I - CARACTERISTIQUES DE L'ENTREPRISE TUNISIENNE PRIVEE	32
A. Diagnostic	32
1. Les sociétés individuelles privées	32
2. Les groupes privés.....	36
B. Recommandations	38
1. Améliorer la transparence par le renforcement des obligations légales.....	38
2. Structurer les groupes de sociétés candidats à la Bourse	38
II - CARACTERISTIQUES DE L'ENTREPRISE PUBLIQUE ET DU TRESOR.....	40
A. Diagnostic	40
1. Les entreprises publiques	40
a) L'expérience mitigée de la privatisation par la Bourse	40
b) La faiblesse des émissions obligataires	43
2. Le Trésor	44
a) Echec du développement des émissions longues et du marché secondaire des titres de l'Etat	45
b) La prépondérance du marché monétaire dans la formation des taux.....	47
c) La faible attractivité initiale des produits longs	49

d) Les insuffisances au niveau de la régularité des émissions, du respect du calendrier des émissions et de la communication avec les SVT	50
B. Recommandations	52
1. Lancer des privatisations d'envergure en Bourse	52
2. Développer le financement long de la dette publique et la courbe de taux.....	53
a) Acheter le processus de libéralisation des taux d'intérêt	53
b) Allonger la maturité de la dette publique et sa liquidité par des supports appropriés	54
c) Améliorer la communication des objectifs monétaires et des objectifs de financement budgétaire domestique et renforcer la collaboration entre les différents intervenants.....	54
d) Renforcer l'engagement des SVT à négocier les valeurs du Trésor.....	54
e) Promouvoir le produit obligataire.....	55
f) Introduire la comptabilisation des nouvelles émissions obligataires aux prix de marché...	56
g) Compléter la gamme des BTA en créant une nouvelle souche à 7 ans	57
h) Créer un compartiment obligataire en DT dédié aux non résidents	57
III - L'ENTREPRISE TUNISIENNE ET LE SYSTEME BANCAIRE	58
A. Diagnostic	58
1. La prépondérance de l'activité de crédit	59
2. La gestion du risque bancaire.....	60
a) Erreurs de conception	60
b) Absence de risque.....	60
c) Les biais au niveau des taux d'intérêt des crédits à moyen terme	61
d) Un léger avantage compétitif au crédit bancaire qui tend toutefois à se rétrécir.....	63
3. Vers une dilution progressive de la prépondérance du crédit bancaire dans le financement des investissements.....	64
B. Recommandations	68
1. Veiller à la stricte application des mesures et règles édictées par la BCT en 2001 ...	68
2. Mettre en place au sein des banques une gestion Emplois – Ressources (ALM)	68
3. Introduire de nouveaux mécanismes de fixation des taux longs.....	68
4. Procéder à la notation des banques	69
IV - L'ENTREPRISE TUNISIENNE ET LE MARCHE FINANCIER	70
A. Diagnostic	70
1. La valorisation des titres en Bourse	70
2. Les techniques utilisées.....	71
a) La technique de l' offre publique de vente	71
b) La pratique des augmentations de capital en Bourse.....	72
c) Les émissions obligataires assorties de garanties bancaires	74
3. Les conditions d'introduction en Bourse	75
4. Les innovations financières.....	76
5. L'avantage fiscal pour l'introduction en Bourse.....	77
a) Loi n° 99-92 relative à la relance du marché financier.....	77
b) Le Code de l'incitation à l'investissement de 1993 et son impact sur l'avantage lié à la Bourse	78
c) Expérience de l'incitation fiscale dans d'autres pays	78
B. Recommandations	79
1. Optimiser les émissions de titres.....	79
a) Au niveau des placements d'actions.....	79
b) Au niveau du placement d'obligations	80
c) Au niveau des augmentations de capital.....	80
2. Promouvoir l'obligation convertible en tant que première étape de l'introduction ...	81

3. Modifier les règles d'admission en Bourse	82
a) Supprimer la condition des exercices bénéficiaires et de la distribution de dividende.....	82
b) Introduire une variable taille pour l'éligibilité à chaque compartiment de marché.....	82
c) Augmenter le degré de diffusion du capital dans le public à 25% pour le premier marché et 20% pour le second marché.	82
4. Supprimer la règle du minimum d'impôt pour les sociétés nouvellement introduites.....	82
5. Déplafonner la déductibilité des actions souscrites sur la cote de la Bourse	83
6. Réviser la notion du public introduite par la loi de relance du marché financier.....	83
7. Optimiser les délais d'émissions des sociétés recourant régulièrement au marché ...	84
CHAPITRE 3 : LA DEMANDE DE TITRES	87
I - L'ÉPARGNE EN TUNISIE	88
II - LES INVESTISSEURS	90
A. <i>Diagnostic</i>	90
1. Les investisseurs institutionnels	90
a) Le rôle de la demande institutionnelle dans les pays développés.....	90
b) La demande institutionnelle sur le marché tunisien	92
2. Les investisseurs individuels.....	107
a) Les investisseurs individuels et la Bourse de Tunis.....	107
b) Le Compte Epargne en Actions.....	108
B. <i>Recommandations</i>	111
1. Moderniser la gestion des actifs de retraite et développer des plans de retraite volontaire complémentaire.....	111
2. Développer les produits d'assurance-vie et optimiser leur gestion.....	112
3. Restructurer les SICAV en les différenciant en fonction du profil du risque et en créant des SICAV spécialisées.....	113
a) Développer des SICAV actions à horizon de placement long et dédiées à des investisseurs avertis.....	114
b) Créer des SICAV monétaires	114
4. Développer l'épargne salariale.....	115
a) Mettre en place un schéma FCPE-CEA.....	115
b) Développer les programmes d'achat d'actions des sociétés cotées par leurs salariés	115
5. Autoriser les investissements étrangers sur les BTA à long et moyen terme.	116
CHAPITRE 4 : LE FONCTIONNEMENT DU MARCHE FINANCIER	118
I - LA TRANSPARENCE DU MARCHE	119
A. <i>Diagnostic</i>	119
1. Respect de la réglementation en matière d'information financière.....	119
a) L'information annuelle se limite au strict minimum	119
b) L'information annuelle a souvent été présentée en retard.....	120
c) L'information spontanée portant sur des événements significatifs est inexistante.....	121
2. La lisibilité de l'information publiée.....	122
a) L'information obligatoire n'est pas toujours faite sur des supports appropriés.....	122
b) De la manière de présenter l'information financière	122
3. La qualité de l'information financière publiée.....	123
a) Du rôle joué par le commissaire aux comptes	123
b) Du rôle du CMF dans la responsabilisation des commissaires aux comptes et dans l'amélioration des pratiques comptables.....	124
4. L'information prospective.....	125
5. Les prospectus d'émission	126

<i>B. Recommandations</i>	127
1. Enrichir l'information périodique et renforcer l'information permanente	127
2. Renforcer la responsabilité du commissaire aux comptes dans la production d'une information financière de qualité sur les sociétés cotées	128
3. Faciliter l'accès à l'information financière pour le public	129
4. Mettre en place un dispositif réglementaire de gouvernement d'entreprise pour les sociétés cotées	129
II - L'INTEGRITE DU MARCHE	130
A. <i>Diagnostic</i>	130
1. Contrôle et sanctions des délits boursiers	130
2. Contrôle et sanctions des intermédiaires	131
B. <i>Recommandations</i>	133
1. Accélérer l'adoption et la mise en application du code déontologique et du règlement intérieur des intermédiaires	133
2. Veiller à une stricte séparation des métiers	133
3. Porter à la connaissance du public les sanctions prises à l'encontre des contrevenants à la réglementation	134
III - LA LIQUIDITE DU MARCHE	135
A. <i>Diagnostic</i>	135
1. La liquidité des actions	135
2. La liquidité des obligations	136
B. <i>Recommandations</i>	138
1. Développer les contrats d'animation	138
2. Encourager les intermédiaires en Bourse avec l'appui des banques à développer l'activité de contrepartistes	138
3. Inciter les sociétés à intervenir sur leurs propres actions et améliorer les procédures existantes	139
4. Lancer le courtage en ligne	139
5. Autoriser la vente à découvert	140
6. Développer un marché de prêts-emprunts de titres	140
IV - LA PROMOTION DU MARCHE ET DE LA CULTURE BOURSIERE	142
A. <i>Diagnostic</i>	142
1. Une promotion du marché financier insuffisante	142
2. Les intermédiaires en Bourse en tant que promoteurs du produit boursier	143
a) Le conseil à la clientèle et la promotion du produit boursier	143
b) L'intermédiaire et son rôle dans l'enrichissement de la cote	144
B. <i>Recommandations</i>	146
1. Renforcer les qualifications des intermédiaires en Bourse	146
2. Organiser une campagne promotionnelle à l'échelle nationale	147
3. Développer les clubs d'investissement	147
4. Entreprendre des actions de prospection et de sensibilisation des entreprises non cotées	148
SYNTHESE DE L'ETUDE	151

ANNEXES & ENQUETE

SOMMAIRE

ANNEXES.....	168
ANNEXE 1 : LISTE DES INTERLOCUTEURS RENCONTRES LORS DES ENTRETIENS PRELIMINAIRES	170
ANNEXE 2 : RECAPITULATIF DES FACTEURS DE BLOCAGE CITES LORS DES ENTRETIENS PRELIMINAIRES	175
ANNEXE 3 : ATTRIBUTIONS DU CONSEIL DU MARCHE FINANCIER.....	177
ANNEXE 4 : EXPERIENCE DU MARCHE FINANCIER PORTUGAIS	187
ANNEXE 5 : POSITIONNEMENT DU MARCHE FINANCIER TUNISIEN	192
ANNEXE 6 : BILAN DU RECOURS AU MARCHE FINANCIER TUNISIEN	210
ANNEXE 7 : PREMIERES REFORMES DE LA DETTE PUBLIQUE : L'INTRODUCTION DES BTC ET DES BTNB.....	225
ANNEXE 8 : EXPERIENCES DE DEVELOPPEMENT DES MARCHES OBLIGATAIRES : CAS DE L'ESPAGNE, DU PORTUGAL ET DE LA GRECE	227
ANNEXE 9 : LES TECHNIQUES DE FINANCEMENT PAR FONDS PROPRES DEVELOPPEES PAR LE SYSTEME BANCAIRE	236
ANNEXE 10 : MARGES D'INTERET DES BANQUES COMMERCIALES TUNISIENNES COTEES EN BOURSE	239
ANNEXE 11 : TABLEAUX COMPARATIFS DES COUTS DES CREDITS BANCAIRES ET DES EMPRUNTS	

& GMA



OBLIGATAIRES CONTRACTES EN 1997 ET 1998	241
ANNEXE 12 : PRIME D'EMISSION D'UN ECHANTILLON D'AUGMENTATIONS DE CAPITAL	243
ANNEXE 14 : EXEMPLES D'ILLUSTRATION DE L'INNEFFICACITE DES INCITATIONS FISCALES LIEES A L'INTRODUCTION EN BOURSE	254
ANNEXE 16 : LES INVESTISSEURS	257
ANNEXE 17 : SICAV ACTIONS LONG TERME	268
ANNEXE 18 : LA COMPARAISON EUROPEENNE EN MATIERE DE REGULATION	271
ANNEXE 19: PROGRAMME DE COOPERATION ENTRE LA COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE (COB) ET LA COMMISSION NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES (CNCC).....	274
ANNEXE 20 : LE CONTROLE DE L'INFORMATION PREVISIONNELLE PAR LES COMMISSAIRES AUX COMPTES EN FRANCE	275
ANNEXE 21: CADRE JURIDIQUE DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE EN TUNISIE	277
ANNEXE 22 : PRATIQUES DES SOCIETES COTEES TUNISIENNES EN MATIERE DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE	285
ANNEXE 23 : PROGRAMME MARKETING DE LA BOURSE DE PARIS	292
ENQUETE SUR LES MODES DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES.....	293
I- Etendue de l'enquête	295
II- Outils de l'enquête	295
III- Le questionnaire	295
IV- L'échantillon d'entreprises.....	296

& GMA



V. Les résultats de l'enquête..... 300

VI. Synthèse des résultats de l'enquête 322

CHAPITRE 5

CHAPITRE 6

CHAPITRE 7

CHAPITRE 8

CHAPITRE 9

CHAPITRE 10

CHAPITRE 11

CHAPITRE 12

CHAPITRE 13

CHAPITRE 14

CHAPITRE 15

CHAPITRE 16

CHAPITRE 17

CHAPITRE 18

CHAPITRE 19 ANNEXES

I - ANNEXE 1 : LISTE DES INTERLOCUTEURS RENCONTRES LORS DES ENTRETIENS PRELIMINAIRES

INSTITUTIONS	PERSONNES RENCONTREES	POSTES OCCUPES
<u>GROUPE ET SOCIETES</u>		
GROUPE TUNISIE LEASING	A. ABDELKAFI	Président général Directeur
GROUPE JILANI	H. DJILANI – H.DJILANI	Président , VP
GROUPE CHAIBI	N. BEN DEBBA, M.JERRAYA	Membres du directoire
GROUPE TTS	R. NEGRA	Directeur Financier
GROUPE SASSI	N. SASSI	DGA
GROUPE BEN YEDDER	K. BEN YEDDER	DGA
SFBT	M. ABDELMOULA	DGA
GROUPE BATAM	T. BEN AYED	Directeur général
GROUPE HACHICHA	M. HACHICHA – F HACHICHA	PDG – DGA
GROUPE POULINA	M. KALLEL – T.ELLEUCH	Directeur – Conseiller
BFI	B. OUALI	PDG

& GMA



IBURO	A. RIAHI	Gérant
OXIA	S. ZGHAL	Gérant
<u>INTERMEDIAIRES EN BOURSE</u>		
TUNISIE VALEURS	F. ABDELKAFI – W.MAJERI – H.MUSTAFA – S.ELLOUMI	DGA – Responsables de départements SVT et SICAV
AMEN INVEST	A.GRAR	Directeur général
SUD INVEST	H. TRAD	Directeur Général
BVMT	A. HADOUEJ	Président
AIB	H.KNANI	Président
CCF	S. LAAJIMI	Directeur Général
<u>CONSEILLERS ET UNIVERSITAIRES</u>		
BADIS	B. ANENE	Directeur Général
AXIS	A.BEN GHAZI – F.BEN BRAHIM	Associés
ACTUARIA	L. JOUINI	Associé – gérant

& GMA



DIRECTEURS AU MINISTERE DES FINANCES

MINISTERE DES FINANCES	H. GADDOUR	Directeur du Trésor
DIR. DU FINANCEMENT	M. TALEB	Directeur Général
DIR. PARTICIPATIONS PUBLIQUES	A. CHAABANE	Directeur Général
DIR. CONTROLE FISCAL	M. CHIKHAOUI	Directeur

COMMISSAIRES AUX COMPTES

DELOITTE & TOUCHE	A. MANSOUR	Directeur Général
PWC – MTBF	A. FENDRI	Directeur Associé
FINOR	F. DERBAL	Associé gérant
ERNST & YOUNG	N. EL HAJJI	Directeur Général

BANQUIERS ET DIRECTEURS DE LA BCT

BCT	Mme GHRIBI – Mr EL KHLIFI	Directeurs
ABC	E. SAÏDANE	PDG

& GMA



STB	B.HAMDA T. MAAREF – K. DEROUICH – M. TRIFA – F. KHLIFA	Pdt Conseil de Surveillance Directeur Central Marchés de Capitaux – Directeurs
UBCI	S. BOUGUERRA	PDG
BIAT	A. LAHYANI – BEN AISSA	Directeur Central
BANQUE DE L’HABITAT	A. HIDOUSSI	PDG
IMBANK	A. BEN SALAH	Chargé de mission
<u>ASSUREURS ET CAISSES DE RETRAITE</u>		
GROUPE CARTE	H. DOGHRI	PDG
ASSURANCES STAR	A. GAÏDA	Directeur Financier
CNSS	M.FARHANI	Directeur financier
GAT	Y. SKANDRANI	DGA
<u>SICAR</u>		
TUNINVEST SICAR	A. MBAREK	Directeur Général
SPPI SICAR	S. MARRAKCHI	PDG

& GMA



II - ANNEXE 2 : RECAPITULATIF DES FACTEURS DE BLOCAGE CITES LORS DES ENTRETIENS PRELIMINAIRES

	<i>Nombre de fois cités</i>
1. La responsabilité des intermédiaires en Bourse	22
2. Le manque de transparence de l'entreprise	19
3. Faiblesse de la demande institutionnelle	18
4. Absence de culture financière	11
5. Prépondérance des banques dans le financement des sociétés	11
6. Difficultés liées à la privatisation des entreprises publiques via la Bourse	9
7. Techniques inappropriées d'introduction en Bourse	9
8. Les mauvaises pratiques des SICAR bancaires	9
9. Inexistence de schémas d'épargne longue	9
10. Manque de fermeté du CMF avec les contrevenants à la réglementation	8
11. Lenteur dans l'octroi des visas et exigences élevées dans le prospectus	8
12. Fiabilité de l'information financière	8
13. Le poids du passé et l'impact des expériences passées sur la confiance	8
14. Distorsions et problèmes fiscaux	7

& GMA

15.Absence de cadre légal de groupe et de consolidation de comptes	7
16.Les relations entre les intermédiaires et les banques promotrices	7
17.Taille et mode d'organisation et de gestion de la société	5
18.Conditions difficiles d'admission à la cote et d'accord sur le prix	6
19. Faible effort de promotion du marché	4
20. Incertitude sur l'avenir des entreprises / vulnérabilité/ ouverture	4
21.Communication financière mauvaise ou insuffisante	3
22.Incidences de la politique monétaire sur les mécanismes de taux	3
23.Pas de protection des minoritaires	3
24.Instabilité des textes juridiques (avantages SICAR, SICAF...)	3
25.Expérience négative des investisseurs étrangers	3
24.Faible attractivité du produit boursier	2
26.Absence de régulation	2
27.Nombre élevé des intermédiaires en Bourse	2
28.Non assimilation et ignorance des textes	1
29.Prééminence de la forme sur la réalité économique	1
30.Ingérance de l'administration	1
31.La séparation banques - intermédiaires en Bourse	1

& GMA

III - ANNEXE 3 : ATTRIBUTIONS DU CONSEIL DU MARCHE FINANCIER

I. La transparence du marché

Cette mission impose au CMF de s'assurer de la conformité de l'information diffusée par les sociétés faisant appel public à l'épargne aux exigences légales et réglementaires et à la périodicité de sa publication. Cette mission le conduit également à prendre un certain nombre de mesures afin de réaliser les objectifs qui y sont attachés.

1. Le contrôle

1.1. Le contrôle de la conformité de l'information aux exigences légales et réglementaires

Au sens de la loi n°94-111 du 14 Novembre 1994, ces sociétés sont astreintes à des obligations d'information périodique, occasionnelle et permanente.

Le contenu de chaque type d'information a, également été déterminé par la loi. Il a été précisé, par la suite, par le règlement du CMF relatif à l'appel public à l'épargne. *À cet égard, il est important de souligner que, d'un point de vue quantitatif, l'information destinée aux actionnaires et au public en a été sensiblement améliorée.* On peut noter, par exemple, que le contenu du rapport du conseil d'administration dont la diffusion est requise à l'occasion des assemblées générales ordinaires a été précisé (Art. 44, Règlement relatif à l'APE). Il en est de même pour celui des prospectus d'émission de valeurs mobilières par appel public à l'épargne, d'admission à la cote ou d'offre publique (V. schémas de prospectus annexés au Règlement relatif à l'APE). Le contenu de la déclaration de franchissement de seuil a également été codifié (V. Modèle de déclaration de franchissement de seuil annexé au Règlement relatif à l'APE).

Dès lors qu'elles ont été requises par la loi ou les règlements en vigueur, toutes ces informations s'imposent aux sociétés faisant appel public à l'épargne.

Une obligation d'exhaustivité pèse ainsi sur ces sociétés. L'information qu'elles diffusent ne peut être considérée comme conforme aux exigences légales et réglementaires que si elle véhicule tous les renseignements requis.

L'exhaustivité n'est toutefois pas la seule caractéristique qualitative de l'information. Dans le

règlement relatif à l'appel public à l'épargne (Art. 4), le CMF exige que l'information soit : **fiable, pertinente, intelligible, comparable, complète et sincère.**

Ces exigences qualitatives se retrouvent, également, relativement à l'information comptable et financières (V. loi n° 96-112 du 30 décembre 1996, relative au système comptable des entreprises)

L'exercice du contrôle de la conformité de l'information aux exigences légales et réglementaires est rendu possible par la communication de l'information au CMF préalablement à sa diffusion dans le public. Ainsi :

- L'information préalable à l'AGO doit être communiquée au CMF 15 jours de Bourse avant la tenue de l'AGO. L'information qui y est postérieure, doit quant à elle lui être communiquée au plus tard 4 jours ouvrables après la tenue de l'AGO.
- L'information préalable à l'AGE doit être communiquée au CMF à partir de la date de convocation de l'AGE. L'information qui y est postérieure doit lui être communiquée dès son adoption.
- Les états financiers provisoires des sociétés cotées doivent être communiqués au CMF un mois après la fin de chaque semestre couru de l'exercice.
- L'information préalable à l'émission de valeurs mobilières, à l'introduction en Bourse ou à une offre publique, doit être communiquée au CMF avant sa diffusion dans le public.
- L'information lors des franchissements des seuils de participation doit lui être communiquée dans les 15 jours à compter du franchissement du seuil.
- L'information permanente doit lui être communiquée avant sa diffusion dans le public.

1.2. Le contrôle de la périodicité des publications

Les exigences légales et réglementaires en matière de diffusion de l'information sont les suivantes :

1-L'information périodique :

Les documents exigibles préalablement à l'AGO doivent être déposés au siège social 15 jours avant la date prévue pour l'AGO. Après la tenue de l'AGO, les résolutions adoptées, les états financiers dûment approuvés, le rapport du commissaire aux comptes, la liste des actionnaires et, le cas

échéant, celle des titulaires des certificats de droits de vote et d'obligations convertibles avec droit de vote réel ou potentiel revenant à chacun, doivent faire l'objet d'une publication dans un quotidien et au BO du CMF, au plus tard dans un délai d'un mois à partir de leur adoption.

Les documents exigibles avant l'AGE doivent être déposés au siège dès la convocation de l'AGE. Ils doivent faire l'objet d'une publication dès leur adoption par l'AGE.

Les états financiers provisoires des sociétés cotées ainsi que l'avis des commissaires aux comptes doivent être publiés dans un quotidien dès leur envoi au CMF

2-L'information occasionnelle :

Les prospectus destinés à l'information du public doivent être diffusés dans le public six jours francs avant le démarrage des opérations de souscription ou de placement du titre.

Le contenu de la déclaration de franchissement de seuil est diffusé par la BVMT sur ses marchés. La société émettrice en informe les autres actionnaires dans la plus proche AG.

3- L'information permanente : est diffusée par voie de communiqué dans les délais les plus brefs.

2. Les mesures consécutives au contrôle

Lorsque le CMF relève des omissions ou des anomalies, il est autorisé à :

- demander tous renseignements qu'il juge nécessaires
- demander à un expert-comptable de procéder aux analyses et vérifications qu'il juge nécessaires
- refuser de viser le prospectus (lorsqu'il s'agit de l'information préalable à une opération financière)
- ordonner aux émetteurs de procéder à des publications rectificatives
- porter à la connaissance du public les observations qu'il a faites aux émetteurs et les informations dont la publication lui paraît nécessaire
- prononcer des sanctions pécuniaires à l'encontre des personnes qui ont contrevenu à ses règlements
- demander au juge de relever le commissaire aux comptes de ses fonctions
- prononcer la privation des droits de vote des actions détenues en franchissement d'un seuil de participation

II. La sécurité du marché

Le CMF veille à la sécurité du marché, en s'assurant, notamment de la qualité du tissu professionnel. Le contrôle des intermédiaires en Bourse et des OPC constitue ainsi l'une des composantes essentielles de la mission qui lui a été attribuée.

1. Le contrôle des intermédiaires en Bourse

Les intermédiaires en Bourse sont régis par :

- la loi n° 94-117 du 14 Novembre 1994, portant réorganisation du marché financier
- le décret n°99-2478 du 1^{er} Novembre 1999, portant statut des IB fixe notamment :
- Les décisions générales du CMF :

La décision générale du CMF n°2 du 24 Avril 2000 relative aux moyens humains et matériels nécessaires à l'exercice de l'activité d'IB.

La décision générale du CMF n°3 du 24 Avril 2000 relative aux documents requis pour les dossiers d'agrément de principe et les dossiers d'agrément définitif d'un IB ainsi que pour toutes les modifications ultérieures de l'agrément.

La décision générale du CMF n°4 du 24 Avril 2000 relative aux activités dont l'exercice requiert la détention d'une carte professionnelle pour les personnes placées sous l'autorité d'un IB ou agissant pour son compte ainsi que les conditions de délivrance et de retrait de ces cartes.

La décision générale du CMF n°5 du 24 Avril 2000 relative à l'ouverture d'un compte auprès d'un IB.

La décision générale du CMF n°6 du 24 Avril 2000 relative aux taux de risques pour l'évaluation des risques encourus par les IB par catégorie de valeurs mobilières et type de marché.

La décision générale du CMF n°7 du 1^{er} Juin 2001 relative au démarchage financier.

1.1.L'étendue du contrôle

Le contrôle du CMF se manifeste aux 3 niveaux suivants :

L'agrément des intermédiaires en Bourse :

- **L'agrément des intermédiaires en Bourse donne lieu à une procédure où le CMF s'assure de la satisfaction aux conditions légales et réglementaires d'accès du candidat à la**

profession.

- Ce contrôle est exercé par le CMF au moyen de la communication du dossier d'agrément (dont la teneur a été fixée par la décision générale du CMF n°3 du 24 avril 2000). Mis à part ce droit de communication, le CMF est également habilité à exiger du requérant tout renseignement ou document complémentaire pour l'instruction du dossier. Les services du CMF sont aussi autorisés à s'assurer de la fonctionnalité des locaux et des moyens matériels et humains fournis par le candidat.
- À la suite du contrôle, le CMF décide : d'agréer le candidat, de limiter l'agrément à certaines des activités demandées ou de refuser l'agrément, dans ce cas le refus doit être motivé.
- Lorsque l'une des conditions d'agrément vient à manquer au cours de l'exercice de l'activité, le CMF est autorisé à suspendre ou à retirer l'agrément de l'intermédiaire en Bourse concerné.

L'agrément des documents que l'intermédiaire en Bourse compte utiliser.

Il s'agit des modèles de documents que l'intermédiaire en Bourse destine aux tiers et des modèles des registres tenus sur support informatique.

Le contrôle du respect des obligations légales et réglementaires.

Le CMF s'assure que l'intermédiaire en Bourse a satisfait à ses obligations d'informations comptables et financières et à ses obligations générales.

Le contrôle est exercé au moyen de la communication au CMF de l'information comptable et financière, au moyen d'inspections commanditées par le CMF, et par l'intermédiaire du responsable du contrôle.

1.2. Les mesures consécutives au contrôle

Le CMF est investi à l'égard des intermédiaires en Bourse d'un pouvoir disciplinaire. Les sanctions qui peuvent être prononcées dans le cadre de ce pouvoir sont : l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de tout ou partie de l'activité et le retrait de l'agrément.

2. Le contrôle des OPC

Les SICAV ont vu le jour sous l'empire de la loi n° 88-92 du 2 Août 1988. Quant aux FCP, ils ont été créés par la loi n°92-107 du 16 Novembre 1992. Les dispositions relatives à ces OPCVM ont été partiellement abrogées par la loi n° 2001-83 du 24 Juillet 2001.

La loi n° 2001-83 du 24 Juillet 2001 a également institué un autre organisme de placement collectif : le Fonds Commun de Créances.

2.1. L'étendue du contrôle

- Le CMF est, désormais, compétent pour agréer la constitution et la liquidation des OPC ainsi que la constitution des sociétés de gestion de ces organismes. Il est également compétent pour décider de la suspension ou du retrait de l'agrément.
- Le CMF s'assure du respect des OPC de leurs obligations légales en matière d'information. Le CMF est désormais compétent pour déterminer, dans le cadre d'un règlement pris à cet effet, les conditions d'information des actionnaires et des porteurs de parts des OPCVM ainsi que les conditions de leur recours au démarchage et à la publicité. Le contrôle du respect des obligations d'information ainsi mises à la charge de ces organismes relèvera également de la compétence du CMF.
- Aux termes de l'article 53 de la loi de 2001, les OPC, les dépositaires, les gestionnaires, leurs dirigeants et le personnel placé sous leur autorité sont soumis au contrôle du CMF qui s'assure de la conformité de l'activité de ces organismes aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

2.2. Les moyens du contrôle

- Le CMF est habilité à demander tous les documents et informations qu'il juge nécessaires et à effectuer toutes investigations sur place.
- Une étroite collaboration entre le CMF et les commissaires aux comptes a été instituée par la loi de 2001. En vertu de l'article 51 de ladite loi, les commissaires aux comptes sont tenus, indépendamment de leurs obligations légales, de - signaler au CMF tout fait de nature à mettre en péril les intérêts des OPC, des actionnaires et des porteurs de parts, - de remettre au CMF dans les six mois qui suivent la clôture de l'exercice un rapport concernant le contrôle qu'ils ont effectué et - d'adresser au CMF une copie de leur rapport destiné selon les cas à l'assemblée générale de l'OPC qu'ils contrôlent ou à son gestionnaire.

2.3. Les mesures consécutives au contrôle

Le CMF est investi à l'égard des OPC, de leurs dirigeants, de leurs dépositaires et de leurs gestionnaires, d'un pouvoir disciplinaire (Art.53, L. 2001). Dans le cadre de l'exercice de ce pouvoir, le CMF peut prononcer les sanctions suivantes : l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de tout ou partie de l'activité et le retrait définitif de l'agrément (Art. 42, L. 1994).

III. La transparence du marché

Le CMF est appelé à veiller à l'intégrité du marché, en s'assurant que les différents intervenants sur le marché ont agi avec loyauté et équité. L'accomplissement de cette mission impose au CMF de surveiller le marché pour établir si des délits ou des manquements ont été commis et de veiller à ce que leurs auteurs soient sanctionnés.

1. La surveillance du marché

Le CMF dispose d'un large pouvoir d'enquête. L'exercice de ce pouvoir est dévolu à des agents habilités à cet effet par le CMF¹⁸². Le bon déroulement des enquêtes est pénalement protégé¹⁸³. L'étendue du pouvoir d'enquête a été déterminée par les articles 37 et 39 de la loi n°94-117.

- En vertu de l'article 37 de la loi de 1994, les enquêteurs sont autorisés à :

“ -visiter pendant les heures habituelles d'ouverture et de travail, les locaux professionnels ;

- faire toutes les constatations nécessaires, se faire produire, sur première réquisition et sans déplacement, les documents, pièces, quel qu'en soit le support, et les registres nécessaires à leurs recherches et constatations et en prendre copie ;
- exiger de l'annonceur d'une information en relation avec la mission du C.M.F., la mise à leur disposition de tous les éléments propres à justifier les allégations et les indications et les méthodes de présentation de la publicité. Ils peuvent également exiger de l'annonceur, de l'agence de publicité ou du responsable du support publicitaire la mise à leur disposition des messages diffusés;

¹⁸² Il est d'ailleurs remarquable de constater que si le C.M.F. a la faculté de mandater un de ses agents ou toute autre personne ayant les compétences requises pour effectuer des expertises ou des vérifications ponctuelles (Art. 33, L ; 1994), il ne peut, cependant, recourir, dans le cadre de la procédure d'enquête visée, qu'à des agents “ choisis parmi les fonctionnaires assermentés équivalents au moins à la catégorie “ A ” visée par la loi 83-112 du 12 Décembre 1983 portant statut général des personnels de l'Etat et des collectivités publiques locales et des établissements publics à caractères administratifs”(Art. 36, L. 1994). Cette exigence qui, outre le fait qu'elle soit dictée par les garanties présentées par le statut de ces derniers, démontre le caractère judiciaire des pouvoirs dont bénéficie le C.M.F. en la matière.

¹⁸³ L'article 84 de la loi de 1994 punit d'un emprisonnement de seize jours à six mois et/ou d'une amende allant de 500 à 2000 dinars toute personne qui aura sciemment mis obstacle aux enquêteurs chargés des investigations lors de l'exécution de leur mission.

& GMA

smart
FINANCIER

- bloquer les titres et les documents suspectés d'être falsifiés ou non conformes aux normes et règles en vigueur et ce même entre les mains de leurs détenteurs ”.

En France, le législateur a reconnu au profit des enquêteurs de la C.O.B. les droits de perquisition mais également de saisie. C'est, toutefois, le Président du tribunal de grande instance dans le ressort duquel se trouvent les locaux à visiter qui, par une décision motivée, autorise les perquisitions et les saisies. La procédure restera ensuite contrôlée. L'ordonnance d'autorisation n'épuise pas la mission du juge qui peut décider la suspension ou l'arrêt, à tout moment, des perquisitions et des saisies, la participation d'un officier de police judiciaire lequel doit veiller au respect du secret professionnel et des droits de la défense ou l'inventaire et la mise sous scellés des documents saisis.

En l'absence d'un contrôle similaire, le droit de visite de communication et de saisie peut être librement exercé par les agents du C.M.F.. Cette liberté qui ne doit pas être prétexte à des abus, se justifie par un souci d'efficacité.

- L'article 39 dispose : “ Pour la recherche des infractions définies à l'article 81 de la présente loi, les enquêteurs peuvent, après avoir procédé aux investigations dans les conditions des articles 36, 37 et 38 de la loi (de 1994), convoquer par lettre recommandée avec accusé de réception et auditionner les personnes concernées, ou toutes autres personnes susceptibles de leur fournir des informations concernant les affaires dont ils sont saisis ”.

L'exercice du droit de convocation et d'audition est, ainsi, limité à la recherche des seules infractions définies à l'article 81 de la loi de 1994¹⁸⁴. Cela pourrait s'expliquer par le respect, dans ce cas, d'une procédure garantissant les droits de la défense de la personne suspectée.

Les droits de visite de communication et de saisie constituent, en outre, la phase préliminaire à l'enquête décidée en vue de la recherche des infractions définies à l'article 81 et constitutives des délits d'initiés, de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et de manipulation des cours. L'enquête, aux termes de l'article 39, ne peut se poursuivre par la convocation et l'audition des personnes suspectées ou de celles susceptibles de fournir des informations complémentaires, qu'après avoir procédé aux investigations prévues par l'article 37.

¹⁸⁴ A savoir, les délits d'utilisation ou de communication d'informations privilégiées et d'action illicite sur les cours.

2. Les délits et les manquements

2.1. Délit et manquement d'initié

Le délit d'utilisation d'une information privilégiée, dit « délit d'initié » a été visé dans l'article 81 de la loi n°94-117 du 14 Novembre 1994. Cet article punit « toute personne disposant , à l'occasion de l'exercice de sa profession ou de ses fonctions, d'informations privilégiées sur la situation et les perspectives d'un émetteur de titres faisant appel public à l'épargne, qui aura, d'une part, réalisé directement ou par personnes interposées, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations par les voies légales et réglementaires ou qui aura, d'autre part, communiqué cette information à un tiers en dehors du cadre normal de ses fonctions ».

Le C.M.F. a pris un règlement relatif à l'appel public à l'épargne, dans lequel il consacre une série de dispositions relatives à l'utilisation d'informations privilégiées¹⁸⁵. Le manquement à ce règlement ou encore manquement d'initié, constitue le doublet du délit d'initié visé à l'article 81 de la loi de 1994.

Le manquement suppose que le détenteur d'une information privilégiée ait eu un comportement contraire au règlement du C.M.F. relatif à l'appel public à l'épargne. L'article 47 dudit règlement dispose : «Les personnes disposant d'une information privilégiée en raison de leur qualité de membres des organes de direction ou d'administration ou de délibération ou de contrôle, d'un émetteur faisant appel public à l'épargne ou en raison des fonctions qu'elles exercent au sein d'un tel émetteur, doivent s'abstenir d'exploiter sur le marché, pour compte propre ou pour compte d'autrui, une telle information soit directement, soit par personnes interposées, en achetant ou en vendant des titres de cet émetteur ou des droits liés à ce titre, tant que l'information n'a pas encore été rendue publique. Les personnes mentionnées à l'alinéa précédent doivent s'abstenir de communiquer l'information privilégiée à des fins autres ou pour une activité autre que celles en raison desquelles elle est détenue ».

L'article 48 du même règlement prévoit que « les personnes disposant d'une information privilégiée en raison de la préparation ou l'exécution d'une opération financière et les personnes auxquelles a été communiquée une information privilégiée à l'occasion de l'exercice de leurs professions ou de leurs fonctions ne doivent pas exploiter sur le marché, pour leur compte ou pour

¹⁸⁵ Art. 47 à 51 du règlement du C.M.F. relatif à l'appel public à l'épargne, Arrêté du ministre des finances du 17 Novembre 2000, portant visa du règlement du C.M.F. relatif à l'appel public à l'épargne, JORT, 28 Novembre 2000, p. 2966.

le compte d'autrui, une telle information ni la communiquer à des fins autres ou pour une activité autre que celles en raison desquelles elle est détenue, tant que cette information n'a pas encore été rendue publique ».

2.3. Le délit de manipulation des cours

L'action illicite sur les cours a été incriminée dans l'article 81 de la loi de 1994. Conformément à cet article, des sanctions pénales peuvent être prononcées à l'encontre de « toute personne qui aura sciemment répandu dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur la situation ou les perspectives d'un émetteur de titres faisant appel public à l'épargne ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne, de nature à agir sur les cours » ou « qui aura sciemment exercé ou tenté d'exercer sur le marché d'une valeur mobilière ou d'un produit financier placé par appel public à l'épargne, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement normal du marché ou d'induire autrui en erreur ».

3. Les sanctions

- Lorsqu'un délit a été commis, le CMF transmet les procès verbaux de l'enquête au Procureur de la République, accompagnés de ses demandes. Son avis peut lui être demandé tout au long de la procédure de sanction (Art. 39 et 86, L.1994).
- Lorsque c'est un manquement qui a été établi, le CMF est habilité à en sanctionner directement l'auteur (Art.40, L.1994).

Les éléments constitutifs du délit d'initié et du manquement d'initié peuvent être identiques, dans ce cas et afin d'éviter le risque de cumul des sanctions pénales et administratives, le CMF a été habilité à transiger. Le versement de l'amende au profit du Trésor public éteint l'action publique (Art. 40, L.1994).

IV - ANNEXE 4 : EXPERIENCE DU MARCHE FINANCIER PORTUGAIS

L'expérience portugaise nous semble être particulièrement intéressante dans la mesure où le développement atteint par le marché financier portugais a été remarquable. En effet, créée en 1977 et modernisée en 1991, la Bourse de Lisbonne a été reclassée en décembre 1997 du statut de Bourse émergente à celui de Bourse développée par le très sérieux et mondialement reconnu indice MSCI (Morgan Stanley Capital International). Inclus dans la majorité des indices internationaux, le marché financier portugais est ainsi devenu un acteur à part entière dans les marchés de capitaux mondiaux. Ses performances, saluées à l'échelle internationale, ont pu être réalisées grâce à la conjugaison simultanée du **processus de privatisation, de la réforme du marché financier et la croissance économique du pays.**

L'apport de l'adhésion à la Communauté Européenne :

Depuis 1985, date de son adhésion à la Communauté Européenne, le Portugal a fait d'importants progrès économiques, notamment avec l'approfondissement de son intégration dans l'économie mondiale, l'ouverture des secteurs protégés, en progressant dans la transformation structurelle de son économie et en développant son marché financier. Cette intégration à l'Union Européenne représentait à la fois une opportunité et un défi pour le Portugal. Son adhésion lui a permis la modernisation de sa structure industrielle ainsi que l'ouverture et la libéralisation de son économie. Ceci lui a également donné l'accès à tout un ensemble de programmes de l'Union Européenne regroupés dans le Cadre Communautaire d'Appui. Tout aussi important est le fait que l'adhésion à l'Union Européenne ait modifié la perception que les investisseurs étrangers avaient du Portugal. L'investissement direct étranger a contribué à la restructuration et à la modernisation de la capacité de l'offre. Il a renforcé la compétitivité internationale et a stimulé les compétences de gestion locales et l'ouverture de l'économie a ainsi introduit la compétitivité dans les marchés internes.

Le Portugal a saisi l'opportunité que représentait l'intégration dans l'Union Européenne pour mettre en place des réformes structurelles vitales afin d'améliorer le fonctionnement des marchés et réduire les déséquilibres macro-économiques. L'intégration à l'UE a offert une occasion unique de se débarrasser de certains problèmes structurels en améliorant ainsi la performance macro-économique à long terme. Des réformes fiscales ont été introduites avec succès, ce qui a fait baisser les taux effectifs marginaux et a permis d'élargir la base de fiscalisation ainsi qu'une réduction des

& GMA

smart
Financier

possibilités d'évasion fiscale. Des changements institutionnels ont renforcé l'autonomie de la Banque Centrale en mettant fin à l'accès automatique du gouvernement au crédit de la Banque du Portugal et en rendant ses statuts conformes aux exigences du Traité de l'Union Européenne. Entre 1990 et 1991, le contrôle monétaire direct, déjà ineffectif, a été abandonné. Le contrôle direct a laissé la place à l'utilisation des mécanismes indirects, les taux d'intérêt ont été libéralisés plus tôt et la politique monétaire s'est orientée vers la stabilité du taux de change. Le gouvernement a supprimé la taxation implicite pour se tourner vers des taux d'intérêt déterminés par le marché, ce qui a contribué à améliorer l'efficacité des marchés de capitaux.

La réforme du système bancaire et de la gestion de la dette publique

A la veille de l'entrée du Portugal dans l'UE, nombre de banques n'étaient pas suffisamment capitalisées et enregistraient des pertes. Les réformes juridiques et opérationnelles ont permis l'ouverture des banques privées, accru l'autonomie de la Banque Centrale et rendu possibles les opérations de banque universelle. La réglementation prudentielle a été en outre considérablement renforcée. La gestion de la dette de l'Etat a été profondément modernisée par la création en 1996 d'un Institut spécialisé (Institut de Gestion de la Dette Publique) qui a introduit une réforme des procédures d'émission et de marché secondaire des titres publics. Le calendrier des adjudications est pré-établi et depuis juillet 2000, un marché secondaire dédié aux bons de l'Etat a été créé, distinctement de la Bourse de Lisbonne. Les titres publics portugais font depuis 1999 partie de l'indice Euro MTS qui regroupe les benchmarks de 8 plus grands pays européens.

La transformation du système bancaire s'est accompagné d'une mutation similaire des marchés boursiers. En 1984, la Bourse de Lisbonne ne comptait que 25 titres cotés et l'Etat accordait un avantage fiscal aux sociétés qui acceptaient de se faire coter et qui empruntaient à travers le marché financier. Ce n'est qu'en 1986, date de son intégration dans l'Union Européenne et le lancement du programme de privatisation que le Portugal a vu son marché financier décoller.

La réorganisation de la Bourse

Jusqu'en 1991, les deux Bourses de Lisbonne et de Porto étaient dirigées et contrôlées par le Ministère des Finances. Les prix pouvaient varier considérablement entre les deux marchés, les

investisseurs se plaignaient du manque d'une recherche de qualité sur les sociétés cotées, les agents de change ne pouvaient être que des personnes physiques et les cotations se faisaient selon une séance de deux fixing. Le marché a été totalement réorganisé en septembre 1991 par la réforme apportée par la loi Sapateiro, du nom de son rédacteur. Un organe de surveillance a été créé, la CMNV, sous le contrôle de cinq commissaires du gouvernement chargés de superviser le marché, les Bourses de Lisbonne et de Porto ont été confiées à deux associations à but non-lucratif et les agents de change ont été obligés de s'organiser sous forme de sociétés anonymes. Des capitaux propres minimum ont été définis pour permettre aux intermédiaires intervenant sur la Bourse de Porto de traiter pour leur propre compte, contrairement à ceux de Lisbonne (dont le capital requis est 10 fois moindre). Les banques ont par ailleurs été autorisées à contrôler des filiales intermédiaires en Bourse. Actuellement, beaucoup de banques internationales de renom ont ouvert des filiales au Portugal où elles opèrent directement sur le marché portugais.

Un système de cotation électronique a été introduit pour les actions et les obligations qui sont traitées en continu pour les valeurs les plus liquides. Jusqu'au milieu des années 90, les valeurs bancaires et financières issues du programme de privatisation dominaient la cote de la Bourse.

La loi Sapateiro a également renforcé les mécanismes de contrôle et de sanctions relatifs au délits d'initié, aux fusions et acquisitions, à la manipulations des cours et à la diffusion de l'information, ce qui a permis de moraliser une profession connue pour son opacité. Plusieurs scandales autour d'agissements peu scrupuleux de certains intermédiaires ont permis d'attirer l'attention des régulateurs qui ont renforcé les règles de supervision et augmenté le capital minimum requis.

En 1994, une nouvelle réforme a fermé la Bourse de Porto pour la transformer en un marché de produits dérivés qui devra rouvrir ses portes en 1996. Depuis cette attribution de fonctions spécifiques, les Bourses de Lisbonne et Porto ne sont plus concurrentes mais, au contraire, complémentaires. Toujours en 1996, la retenue à la source de 20% a été abandonnée et en 1997 le régulateur du marché a autorisé la vente à découvert des actions portugaises pour les investisseurs institutionnels. Cette même année a vu la consécration de la Bourse portugaise dont les titres phares sont inclus dans le Dow Jones Global Index, suivi par d'autres indices internationaux, devenant ainsi une place incontournable pour les gestionnaires de portefeuilles à l'échelle globale. Mars 1998 fait date dans l'histoire boursière du Portugal : pour la première fois, la capitalisation boursière dépassait le PIB, et elle représentait à fin 2000 une part de 70%. À la fin de ce mois-là, la Bourse de

& GMA

smart
Financier

Lisbonne cotait 143 sociétés. En 2000, suite à une fusion, la Bourse de Lisbonne et celle de Porto donnaient naissance à une nouvelle entité (BVLP). Celle-ci sera courtisée par EURONEXT avec qui elle devra vraisemblablement fusionner en 2002.

Des performances très bonnes qui ont permis le lancement de contrats à terme

Le principal indice boursier, le BVL 30, qui avait chuté de près de 5% (en escudos) en 1995 en raison des incertitudes politiques, est remonté de 33% en 1996, de 65% en 1997, de 27% en 1998, de 10% en 1999. Cet indice a été remplacé en 2000 pour un nouvel indice, le PSI 20, qui a chuté de 13% à l'instar des autres indices ailleurs. En 1997, les actions portugaises jouissaient déjà d'une bonne réputation dans l'indice MSCI (Morgan Stanley Capital International) et un certain nombre de valeurs entraient dans la composition de l'indice Dow Jones International. Quelques grandes entreprises sont également cotées à New York et à Londres. Le marché à terme de Porto propose cinq contrats sur les sous-jacents suivants : les bons du Trésor sur 10 ans, le Lisbor sur 3 mois, le PSI-20 (un panier de 20 actions ordinaires), ainsi que les actions de Portugal Telecom et de la compagnie portugaise d'électricité EDP (Electricidade de Portugal).

La privatisation : principal moteur du développement de la Bourse

Outre la croissance économique engendrée par l'intégration à l'UE et la réforme du marché financier, le succès remarquable de la Bourse portugaise a été largement stimulé par la privatisation. Cette dernière a été particulièrement significative puisque depuis le début du processus et jusqu'en 2000, le produit cumulé des opérations de privatisations a représenté environ 25% du PIB, soit une moyenne de 2,2% du PIB par an, ce qui permet au Portugal de se positionner au deuxième rang des pays de l'OCDE en termes de revenus des privatisations. L'ensemble des secteurs économiques ont ainsi été privatisés, particulièrement les banques et les industries et les télécommunications. Les plus importantes entreprises du pays, telles que Portugal Telecom, Electricidade de Portugal ou la cimenterie Cimpor, ont été privatisées à travers la Bourse. En 2000, les entreprises privatisées représentaient près de la moitié de la capitalisation boursière.

V - ANNEXE 5 : POSITIONNEMENT DU MARCHE FINANCIER TUNISIEN

Tab 5-1 Indicateurs de l'économie tunisienne

		1995	1996	1997	1998	1999	2000
PIB aux prix courants (base 1990)	MD	13 090	13 992	14 771	15 473	16 412	17 185
<i>Variation annuelle</i>	%		6,9	5,6	4,8	6,1	4,7
PIB aux prix courants	MD	17 052	19 066	20 898	22 581	24 672	26 677

PNB par habitant	DT	1 815	1 986	2 174	2 328	2 513	2 669
Propension à consommer	%	79,7	77,3	76,6	76,6	76	76,7
Epargne nationale brute	MD	3 439	4 279	4 848	5 269	5 925	6 185
<i>Dont : Epargne des ménages</i>	MD	1 053	1 599	1 780	1 692	1 877	nd
<i>Epargne des sociétés non financières</i>	MD	1 347	1 463	1 905	2 220	2 490	nd
Taux d'épargne nationale	% du PNB	21,2	23,7	24,4	24,4	25,1	24,4
FBCF	MD	4 121	4 422	5 153	5 613	6 314	7 010
<i>Variation annuelle</i>	%		7	17	9	12	11
Taux d'investissement	% du PIB	24,2	23,2	24,6	24,9	25,6	26,3
FBCF du secteur privé	MD	1 995	2 238	2 597	2 863	3 283	3 715

	% du PIB	11,7	11,7	12,4	12,7	13,3	13,9
Déficit budgétaire	% du PIB	4,2	4,3	4,2	1,3	3,6	2,4
Service de la dette	%	17,6	17,2	16,4	16,1	15,5	19,4
Taux d'endettement total de l'Etat	% du PIB	58,5	56,8	58,6	56,2	60,0	60,6
Encours des crédits bancaires dans l'économie	MD	9 882	11 009	12 770	13 547	15 270	16 328
<i>Variation annuelle</i>	%		11,4	16,0	6,1	12,7	6,9
Quasi-monnaie (dépôts bancaires et comptes d'épargne)	MD	7 221	8 204	9 557	10 059	12 090	13 789

Source : Rapports annuels et statistiques financières de la BCT.

Tab 5 -2 Indicateurs sur le marché de capitaux en Tunisie

Le marché tunisien (1991-2000)		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Volume des émissions par APE	MD	136	106	92	485	480	357	493	190	1 708	2 789
Titres de capital	MD	97	39	51	163	292	143	114	46	107	113
Actions à dividende prioritaires	MD				0	20	0	15	0		
Certificats d'investissement	MD				0	1	0	3	0		
Emission du secteur bancaire					102	128	64	63	4	79	68
Nombre d'opérations en unités					11	8	3	5	1	4	3
Emissions des sociétés non bancaires	MD				61	164	79	51	42	28	45

Obligations	MD	39	67	41	157	81	96	60	144	146	154
<i>Emissions du secteur bancaire</i>	MD				70	12	35	0	20	50	20
<i>Nombre d'opérations en unités</i>					5	1	2	0	1	1	1
<i>Emissions du secteur non bancaire</i>	MD				87	69	61	60	124	96	134
<i>Nombre d'opérations en unités</i>					17	14	13	8	16	11	13
<i>Emissions des sociétés du leasing</i>	MD				17	50	45	22	96	80	116
<i>Emissions des sociétés hôtelières</i>	MD				6	16	14	14	2	16	18
Titres publics négociables	MD				165	107	118	319	0	1455	2522

BTNB	MD						107	118	319	0	0	0
BTA	MD										696	922
BTCT	MD										759	1600
Vol glob des émissions par APE*/ Eparg. nat	%	5,26	3,63	3,17	15,24	14,17	9	10,6	3,8	28,8	45,1	
vol glob des émiss par APE*/ Investissement brut	%	4,9	2,8	2,2	11,4	11,7	8,7	10	3,5	27,1	39,8	
<i>*Y compris les titres de dettes négociables de l'Etat:</i>												

Marché secondaire											
Capitalisation boursière du marché tunisien	MD	610	790	1 000	2 525	3 967	3 892	2 632	2 452	3 326	3 889
Capitalisation/PIB	%	5,1	5,8	6,8	16	23,3	20,4	12,6	10,8	13,5	14,6
Volume global des transactions	MD	91	128	162	531	927	626	590	927	881	1814
dont cote de la Bourse	MD	28	30	54	330	684	274	287	237	554	919
Hors cote et enregistrement	MD	63	98	108	201	243	352	303	601	326	895
Taux de rotation	%	4,6	3,8	5,4	13,1	17,2	7,0	10,9	9,7	16,7	23,6
PER	X	10	12	12	25	26	23	12	10	13	16
Actifs gérés par les sociétés d'investissement	MD	140	161	307	721	1 082	1 141	1 327	1 476	1 774	2 086

Source : CMF, BVMT, BCT.

Tab 5 –3 : Indicateurs de positionnement

<i>En milliards de \$US</i>	Capitalisatio n*	Transactio n*	PIB	Cap/PIB.	Transa/c ap	Emission s actions par APE	Emis. Titres de capital/FB CF	Popul	Cap/Popul	Crois. Ann. PIB
Pays	2000					1999				199 0- 199 9
Mexique	125,2	45,8	574,1	22%	37%	0,4	0,4%	97,4	1 285,5	
Chili	60,4	6,1	69,0	88%	10%	1,6	11%	15,2	3 973,7	7,2 %
Portugal	60,7	54,9	105,1	58%	90%	8,0	29%	9,0	6 742,2	2,5 %

Pologne	31,4	19,3	157,8	20%	61%	0,8	2%	40,0	785,7	4,5 %
Tunisie	2,8	0,7	24,5	11%	24%	0,1	2%	9,0	311,9	4,6 %
Turquie	69,7	179,0	199,9	35%	257%	3,1	13%	27,0	2 580,0	3,8 %
Egypte	31,1	13,8	81,3	38%	44%	2,4	13%	63,3	491,3	4,4 %
Maroc	10,9	3,2	35,0	31%	29%	0,1	1%	30,6	354,9	2,3 %
Thaïlande	29,2	21,1	126,0	23%	72%	6,4	19%	61,2	477,4	4,7 %
Royaume-Uni	2 612,2	4 558,7	1 414,6	185%	175%	23,4	9%	59,5	43 894,9	2,5 %

Etats-Unis	11 534,6	11 060,0	9 896,4	117%	96%	174,7	11%	272,8	42 282,3	3,3 %
France	1 446,6	1 064,9	1 294,2	112%	74%	29,3	11%	60,0	24 110,6	1,5 %

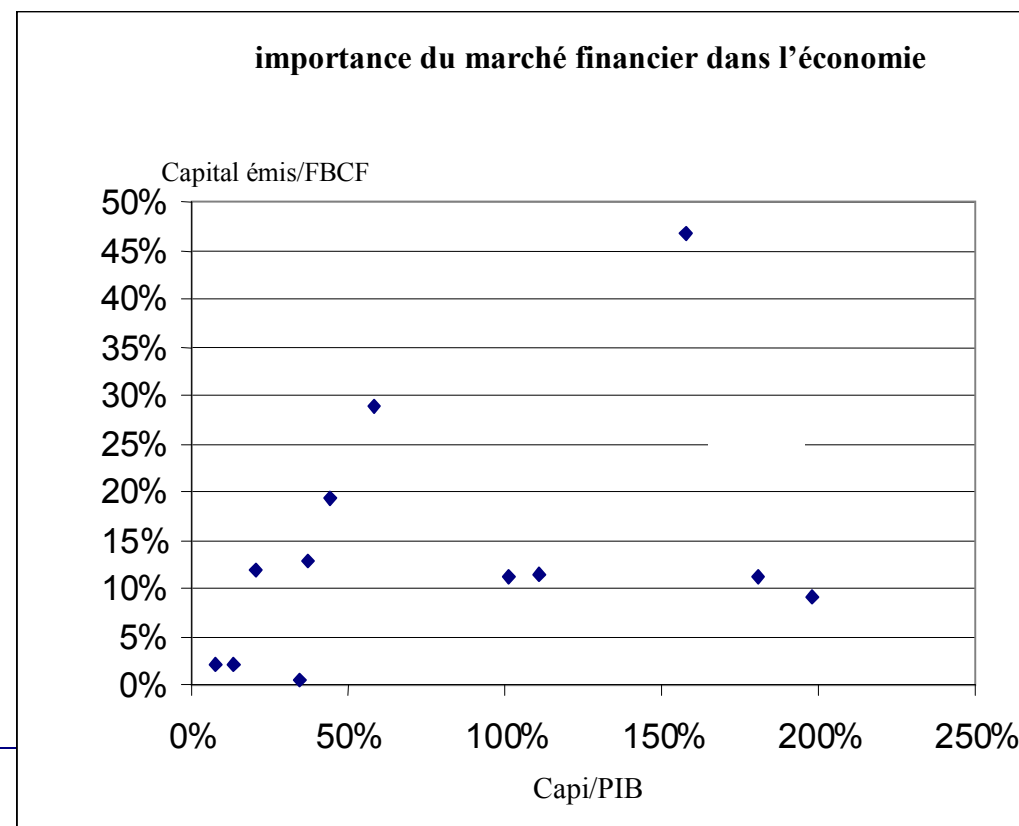
Source : Statistiques 1999 du FMI.
Rapports WDI et BVMT,

NB : En raison de la différence dans les règles de calcul, les systèmes de cotation et les titres admis en capitalisations, les chiffres ne sont pas entièrement comparables.

Tab 5 -4 : Positionnement de la Tunisie en terme d'importance du marché financier

dans l'économie

En milliards de \$US	1999			1999		
	PIB	Capitalisat o	%	FBCF	Capital émis	%
Mexique	446,3	154,0	34,5%	101,6	0,4	0,4%



Etats-Unis *	9 256,1	16 733,0	180,8%	1 578,0	174,7	11,1%
Brésil **	777,1	160,9	20,7%	155,2	18,4	11,9%
Chili	67,5	68,2	101,1%	14,4	1,6	11,3%
France	1 347,1	1 496,9	111,1%	256,0	29,3	11,5%
Tunisie	19,7	2,7	13,5%	5,0	0,1	2,0%
Grèce	125,1	196,8	157,4%	28,9	13,5	46,6%
Pologne **	159,1	12,1	7,6%	40,0	0,8	2,0%
Portugal **	106,9	62,5	58,5%	27,7	8,0	28,9%
Turquie **	91,1	33,6	36,9%	24,2	3,1	12,8%

Por

R-U

Royaume- Uni	1 440,0	2 855,4	198,3%	259,7	23,4	9,0%
Thaïlande	129,5	57,2	44,2%	33,5	6,4	19,2%

Sources : statistiques 99 du FMI, FIBV et BVMT.

**** Données 1998**

Tab 5 - 5 : Evolution des capitalisations boursières dans certains marchés (95-2000)

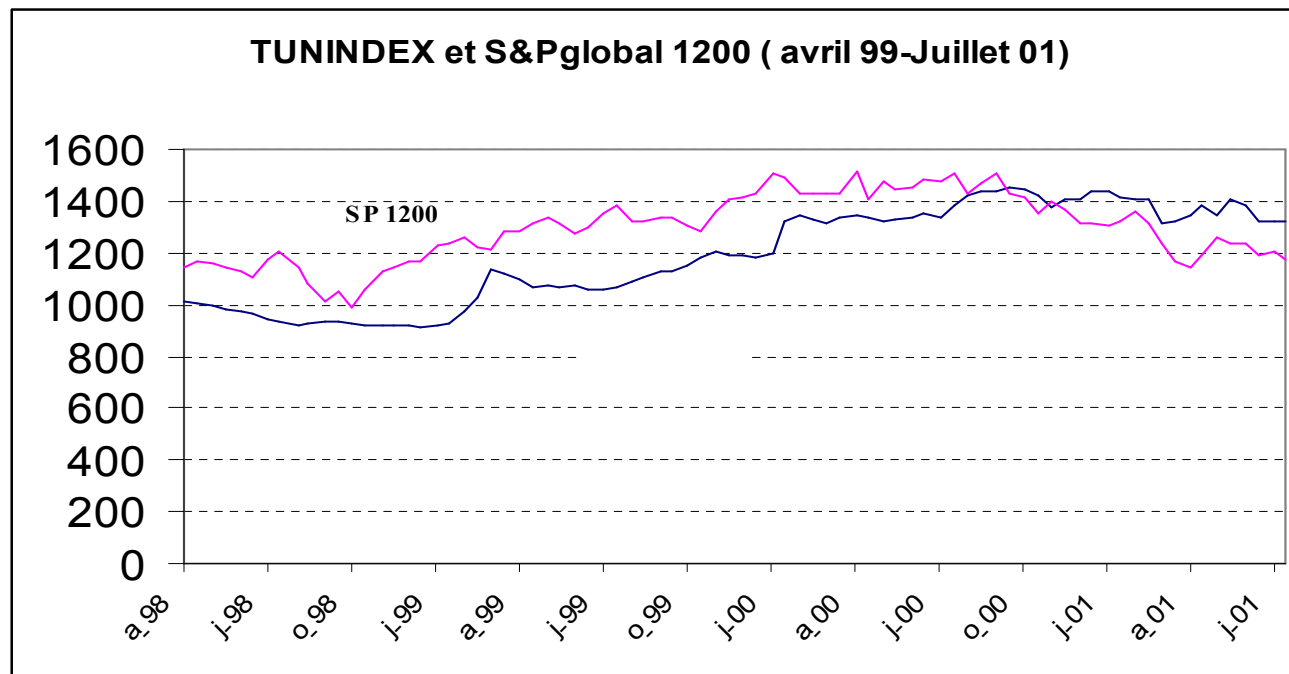
<i>En millions de \$US</i>	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Variation sur la période en %
Sao Paulo	147 636	216 906	255 478	160 886	227 962	226 152	53
Santiago	72 928	65 971	72 046	51 866	68 228	60 401	-17
Lisbonne	18 362	24 452	38 954	62 539	68 147	60 681	230
Varsovie	4 564	8 413	12 135	20 461	29 577	31 429	589
Tunis	4 199	3 986	2 386	2 156	2 799	2 835	-32

Istanbul	20 772	30 312	61 095	33 646	112 716	69 659	235
NYSE	5 654 815	6 841 988	8 879 631	10 277 900	11 437 597	11 534 613	104
Thailand Stock Exchange	135 774	95 901	22 792	34 118	57 177	29 217	-78
<i>Nombre de sociétés cotées</i>	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Variation sur la période en %
Sao Paulo	544	551	545	535	487	467	-14
Santiago	282	290	294	287	282	261	-7
Lisbonne	169	158	148	135	125	110	-35
Varsovie	65	83	143	198	221	225	246

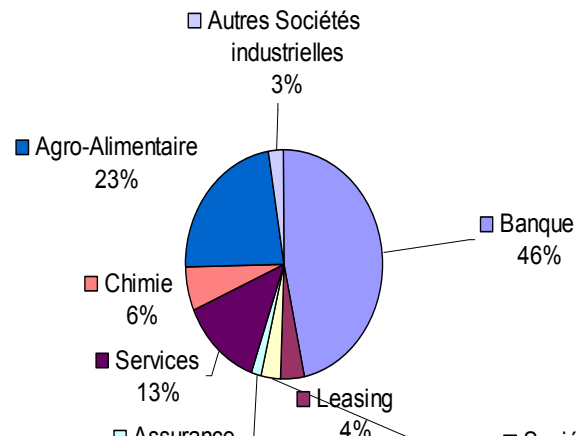
Tunis	26	30	34	38	44	44	69
Istanbul	205	228	259	278	286	316	54
NYSE	2 242	2 476	2 626	2 670	3 025	2 862	28
Thailand Stock Exchange	416	454	431	418	392	381	-8

Source : FIBV, BVMT, CMF.

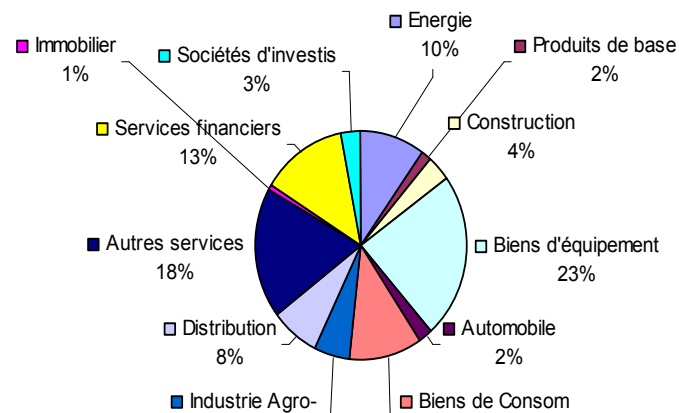
* Sociétés domestiques et étrangères



Capitalisation boursière du marché tunisien au 31/12/2000

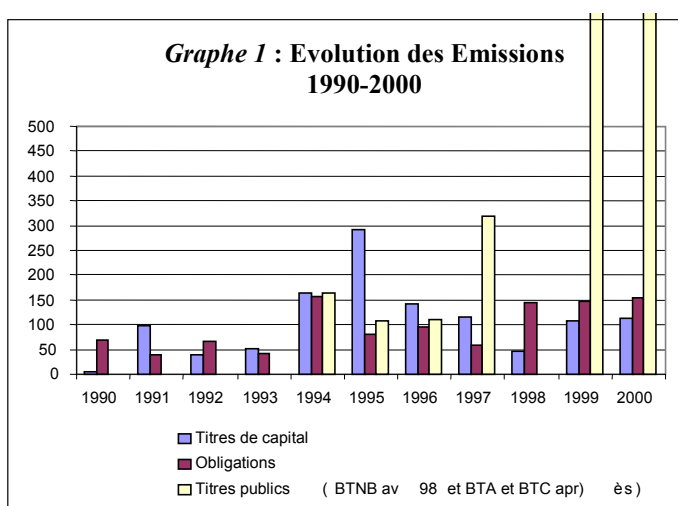


Capitalisation boursière du marché français au 31/12/2000

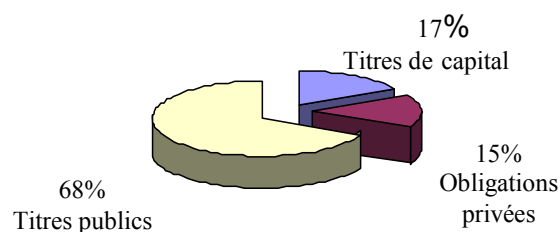


VI - ANNEXE 6 : BILAN DU RECOURS AU MARCHE FINANCIER TUNISIEN

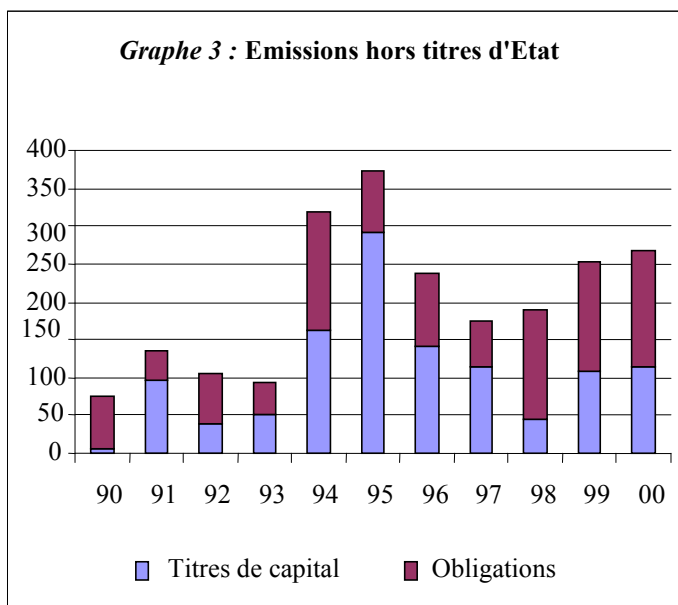
Graphe 1 : Evolution des Emissions 1990-2000



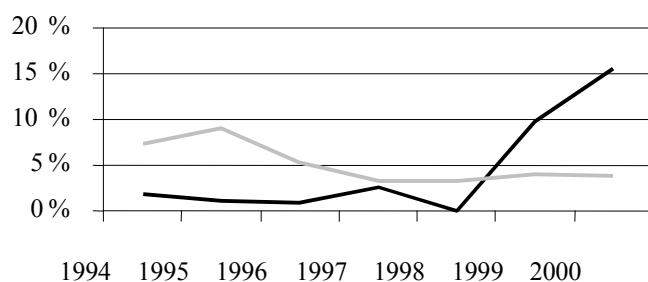
Graphe 2 : Répartition des émissions par catégories (1990-2000)



Graphe 3 : Emissions hors titres d'Etat



Graphe 4 : Financement de l'endettement public et de l'investissement par le marché



— Emissions publiques en % de l'endettement total de l'Etat
 — Volume des émissions APE / investissement

Tableau 6-1 : Ventilation sectorielle des émissions obligataires 1990-2000

Secteurs	Montants (MD)	%
Leasing	461,9	43%
Bancaire	329,5	31%
Industrie, batiments et matériel de construction	118,5	11%
Touristique	66,25	6%
Services et divers	30	3%
ETAT	60	6%

Source : BCT - Compilation : SMART

Tableau 6-2 : Les 10 plus grands émetteurs privés et publics sur le marché obligataire 1990-2000 (en MD)

Emetteurs privés	Montant	Emetteurs publics	Montant
TUNISIE LEASING	164,5	BDET	170
CIE INTER. DE LEASING	98	ETAT	60
ARAB TU. LEASE	79,4	BNDT	23,5

AMEN LEASE	70	UIB	20
Hotels	66	Ciment enfidha	20
BTKD	50	SIAPE	20
GENERAL LEASING	25	SAEPA	20
BATAM	20	STB	12
U T Leasing	15	BNA	9
BANQUE DE TUNISIE	15	SOTACIB	7
AMEN BANK	10		

Source : BCT - Compilation : SMART

Tableau 6-3 : Structure des souscripteurs aux emprunts 97-2000 (en %)

Catégories	1997	1998	1999	2000	Moyenne
Cies d'assurance	26,2	14,8	11,44	17,7	17,53
Caisses de retraite	1,33	1,32	9,38	2,14	3,54
Soc d'inv. et OPCVM	62,34	73,11	65,69	72,17	68,33
Autres personnes morales	8,62	9,42	13,16	7,21	9,60
Personnes physiques	1,51	1,35	0,43	0,79	1,02

Sources : BCT, CMF.

Tableau 6-4: Montants souscrits aux emprunts obligataires admis à la cote de la Bourse (millions de \$US)

	2000			1999			Variation
Marché	Total	Secteur privé	Secteur public	Total	Secteur Privé	Secteur public	2000/1999 en%
Santiago	2871	2576	295	6166	5128	1038	-53%
Lisbonne	9737	1940	7796	11525	2498	9027	-16%
Varsovie	635	0	635	5774	0	5774	-89%
Tunis	42,5	42,5	0	0	0	0	ns

Sources : FIVB, BVMT

Tableau 6-5 : Nombre des emprunts obligataires admis à la cote de la Bourse

	2000			1999			Variation
Marché	Total	Secteur	Secteur	Total	Secteur	Secteur	n

							2000/1999
	privé	public	privé	public	privé	public	en%
Santiago	343	98	245	460	188	272	-25%
Lisbonne	73	71	2	79	71	8	-8%
Varsovie	13	1	12	16	0	16	-19%
Tunis	8	8	0	0	0	0	Ns

Source : FIVB, BVMT.

Tableau 6– 6 : Marché obligataire secondaire (2000, en millions US\$)

Marché	Actions et droits	Obligations	Total	% Actions	% Obligations
Tunis	0,644	0,007	0,652	99%	1%
Varsovie	40,581	0,585	58,797	69%	1%
Lisbonne	53,451	1,800	55,251	97%	3%

Sources : BVMT, Bourses de Varsovie et de Lisbonne

Tableau 6 -7 :Emissions totales des titres de capital par APE (1995-sep 2001, en MD)

Année	Offres Publiques		Augmentations de capital*			
	Montant**	% du volume annuel des émissions	Nombre d'opérations	Montant	Var en %	Dont émis en numéraire
1995	65,48	22%	nd	292		nd
1996	26,73	19%	nd	142,34 R	-51%	nd
1997	6,64	6%	19	135,10 R	-5%	81,70
1998	11,58	25%	16	55,00	-59%	29,60
1999	30,86	29%	16	106,70**	94%	73,73
2000	2,42	2%	18	113,01	6%	33,00
Sept 2001	28,52	31%	17	92,14**	-18%	60,37
Total	172.23			870.46		

* des sociétés cotées et non cotées

**y compris les augmentations de capital lors des introductions

Source : CMF, BCT. R révisé

Tableau 6–8 : Titres Emis lors des offres publiques (1995-Sept 2001)

Nombre d'offres publiques	Nombre de titres (en millions)
---------------------------	--------------------------------

Année	Total	Dont augmentatio n de capital	Total	Dont part des augmentations de capital	en %
1995	6	3	2,48	1,27	51,1
1996	3	0	0,63	0,09	14,3
1997	2	0	0,40	-	-
1998	2	0	0,75	-	-
1999	6	1	1,72	0,17	9,9
2000	1	0	0,12	-	
Sept. 2001	4	2	2,16	1,03	47,7

Source BVMT

Tableau 6–9 : Evolution des émissions de titres de capital par APE (1997-2000, en MD)

	1997	1998	1999	2000
Titres admis à la cote	78,5	13,9	91,8	99
%	58,1%	25,3%	86,0%	87,6%
Titres non admis à la cote	56,6	41	14,9	14
%	41,9%	74,7%	14,0%	12,4%
Total des émissions	135,1^R	54,9^R	106,7	113

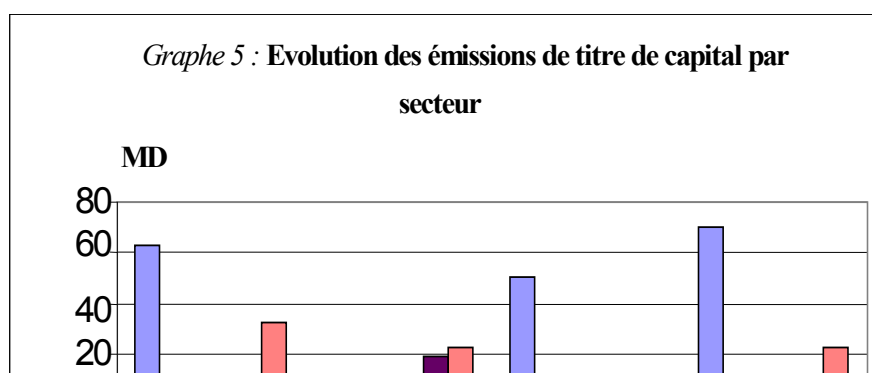
Source : CMF - Compilation : SMART (R : Révisé)

Tableau 6-10 : Classement des 20 OPV Période (1990 à juin 2001, en MD)

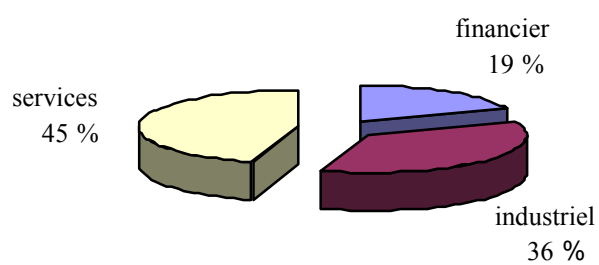
Emetteurs	Taille de l'offre	Emetteurs	Capitalisation d'introduction
TAIR	21,15	TAIR	141,00
AL KIMIA	19,82	BTEI	90,00
BTEI	18,00	SFBT	64,60
BATAM	13,8	ALKIMIA	62,91
SFBT	12,92	MONOPRIX	55,01

SOTRAPIL	9,75	BATAM	46,00
ICF	6,41	SPCD	44,80
MONOPRIX	5,50	SOTRAPIL	32,50
STEQ	5,25	PALM BEACH	30,55
STAR	5,10	ICF	30,00
SOTUMAG	4,73	STAR	25,50
SPCD	4,48	SOTUMAG	16,07
GL	4,16	STEQ	15,00
SOTETEL	3,92	GL	13,88
PALM BEACH	3,09	SIAME	11,83
SIAME	2,74	SOTETEL	9,66
SIMPAR	2,43	SIMPAR	8,10
SOTUMAG (2ème OPV)	2,42	AMS	7,40
AMS	1,48	Tunisie leasing	7,14
TUNISIE LEASING	0,75		

Sources : CMF, BVMT



Graphe 6 :Volume des OPV par secteur



Graph-7 : Capitalisation cumulée OPV

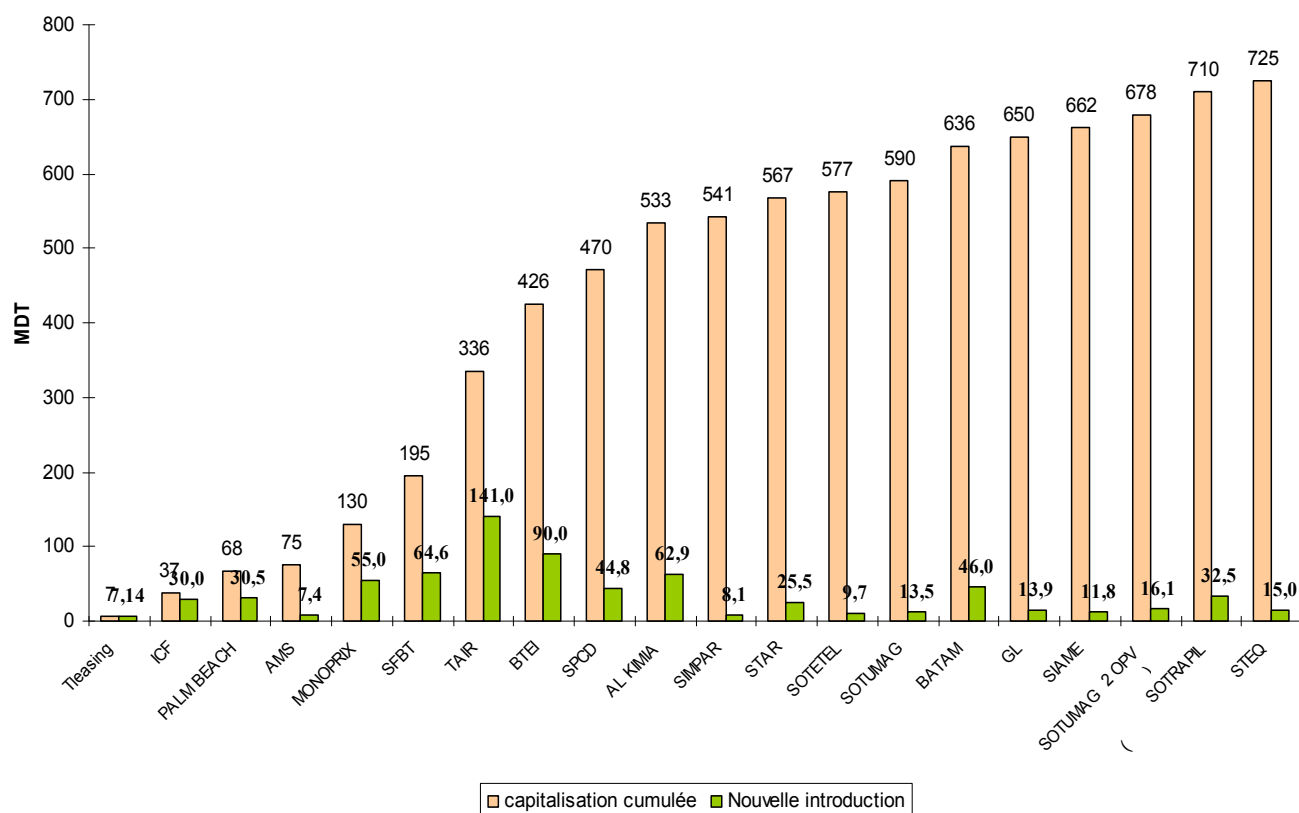


Tableau 6-11 : Caractéristiques des Offres Publiques depuis 1995

Année	Taux de diffusion moyen	Moyenne des P/E de sortie	Taux moyen de souscription
-------	-------------------------	---------------------------	----------------------------

<u>B.</u>			
1995	15%	21	520%
1996	23%	12	104%
1997	16%	9	160%
1998	24%	8	226%
1999	27%	13	365%
2000	13%	14	125%
Septembre 2001	31%	11	707%

Sources : CMF, BVMT

Tableau 6-12 : Caractéristiques par type d'OP (1992-Sept 2001)

	Taux de souscription Moyen	P/E moyen de sortie
OPV	408%	12,38
OPM	170%	12,15
OPS*	411%	11,30

Sources : CMF, Bulletins BVMT

* compte non tenu des émissions de la CARTE et de SPDIT.

Tableau 6-13: Apport des offres publiques à la cote

	Capitalisation d'introduction	Capitalisation au 29/06/2001	Valeur créée par les introductions en %
OPV	711,9	1476,8	107%
OPM	60,4	65,5	8%
OPS*	145,7	248,2	70%
Total	918,1	1790,5	95%

Sources : CMF, BVMT.

* compte tenu des émissions de LA CARTE et SPDIT.

Tableau 6-14 : Rendements ajustés post-introduction

Titres	1 mois	12 mois	LT	Durée (années)
Tunisair	60%	38%	86%	5,9
BTEI	26%	13%	23%	5,8
SFBT	26%	107%	988%	6,1

Monoprix	54%	46%	23%	6,2
Alkimia	4%	20%	8%	4,9
SPDIT	182%	135%	57%	5,6
SPCD	0	0%	60%	5,1
CARTE	19%	29%	-1%	5,5
ATL	9%	40%	83%	3,5
AL MAZRAA	2%	8%	3%	3,1
SOTETEL	13%	135%	989%	3
Moyenne	36%	32%	210%	4,4

LT : rendement ajusté sur la période séparant la date d'introduction et le 30 juin 2001

Source : SMART

VII - ANNEXE 7 : PREMIERES REFORMES DE LA DETTE PUBLIQUE : L'INTRODUCTION DES BTC ET DES BTNB

La première réforme de la gestion de la dette intérieure

Plusieurs réformes ont été entreprises afin de doter le Trésor d'instruments efficaces de gestion de sa dette. Ainsi, depuis 1988, les emprunts nationaux et les bons d'équipement en circulation ont été abandonnés et par la suite progressivement remboursés. La Banque Centrale de Tunisie a depuis décidé d'adopter un nouvel instrument monétaire qui prendra rapidement une grande importance dans le financement du Trésor. Il s'agit du bon du Trésor cessible (BTC) qui sera émis suivant plusieurs maturités (13, 26, 52 semaines et 2,3,5,7 ans). Les banques commerciales sont les seules à participer aux adjudications qui se déroulent selon la technique des adjudications à la hollandaise. Afin d'assurer la transition avec les bons d'équipement pour lequel les souscriptions étaient obligatoires, chaque banque se devait de respecter le ratio d'emploi en effets publics. Au niveau des taux, la rémunération se rapprochait des taux du marché et était quasiment identique quelque soit la maturité choisie. Le choix des maturités dépendait de la liquidité du marché. Lorsque les besoins du Trésor étaient réduits, ce dernier déterminait lui-même les maturités qui lui convenaient. Dans le cas contraire, les banques imposaient leurs maturités et demandaient souvent les plus courtes. Ceci a résulté en une maturité moyenne de la dette domestique très courte et une absence de références pour les taux longs.

a)

L'introduction des mécanismes de liquidité sur les bons du Trésor

Pour les BTC, il n'y avait pas de véritable marché secondaire mais les banques ont développé des mécanismes internes de liquidité. Il s'agit pour chaque banque d'un contrat de liquidité par lequel elles rétrocèdent à leurs clients les BTC avec une clause de remboursement intégral à un taux prédéterminé. Ceci n'implique toutefois pas le transfert des BTC au client de la banque car celle-ci demeure vis à vis de la Banque Centrale l'unique détenteur du BTC. Cette technique, quoique facilitant la capacité des banques à souscrire aux BTC, n'a pas permis d'associer la notion de titres à ces BTC qui sont demeurés, d'une certaine manière, un produit purement bancaire que les banques rétrocèdent à leurs clients moyennant une marge d'intermédiation de 0,5%. De plus, ce système exposait les banques à un risque de taux puisque les clients pouvaient à tout moment demander le rachat de leurs bons. La tendance baissière des taux a toutefois permis aux banques de ne pas subir de pertes sur leurs portefeuilles de bons.

La création des nouveaux instruments longs de financement

Afin de compléter la gamme des bons d'Etat, Bon du Trésor Négociable en Bourse a été créé en 1993. Celui-ci avait deux maturités (5 et 10 ans) et faisait l'objet d'émissions mensuelles. Les taux

étaient fixés par le Trésor (9,5% pour le 5 ans et 10,5% pour le 10 ans) et les souscriptions se faisaient au nominal.

Une commission de placement était reversée aux intermédiaires financiers afin de les inciter à souscrire à ces émissions. Après un départ relativement prometteur, les BTNB ont rapidement perdu la cote. D'abord, leurs taux n'étaient pas suffisamment attractifs par rapport aux émissions de sociétés privées. Ensuite ils n'étaient pas assimilables ce qui créait une multitude de lignes lourdes à gérer et peu liquides. Enfin, la préférence des investisseurs pour des instruments courts plus souples, tels que les BTC, ont fini par cannibaliser les BTNB.

Suite à l'échec des BTNB, une vaste réforme a été engagée par les autorités afin de promouvoir de nouveaux produits susceptibles de restructurer totalement le financement de la dette intérieure.

Cette réforme a abouti à la création des BTA dont les maturités s'évaluaient de 5, 10 et 15 ans. Le BTA est par nature assimilable et a une valeur de 1000 DT. Le marché des BTA est animé par des Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT) qui participent aux adjudications et assurent les transactions sur le marché secondaire au moyen de cotations en continu.

VIII - ANNEXE 8 : EXPERIENCES DE DEVELOPPEMENT DES MARCHES OBLIGATAIRES : CAS DE L'ESPAGNE, DU PORTUGAL ET DE LA GRECE

Le développement d'un marché domestique obligataire a été le résultat d'initiatives prises par les pays concernés avec l'appui des agences et banques de développement internationales.

Dans les trois pays analysés, la création de marchés d'obligations étrangères a été facilitée par l'engagement ferme de ces économies dans une politique de libéralisation financière. L'Espagne a été le premier pays à ouvrir son marché domestique aux émetteurs étrangers (août 1987), le Portugal a suivi en novembre 1988 alors que la Grèce n'a autorisé les émissions étrangères en monnaie locale qu'en février 1994 à cause de sa situation macro-économique difficile et du développement tardif de son marché de capitaux.

Lorsque débutait l'internationalisation des marchés obligataires domestiques, ces derniers étaient à un stade de développement très peu avancé. Les restrictions sur les taux d'intérêt viennent tout juste d'être abolies et les instruments de dette presque inexistants.¹⁸⁶

CHAPITRE 20

COMMENT S'EST FAIT LE DEVELOPPEMENT DE CES MARCHES?

Dans le cadre des politiques d'intégration financière de l'Union Européenne, les trois pays ont donné la priorité à la modernisation de leurs marchés de titres publics respectifs en introduisant les techniques d'adjudication, en embauchant des spécialistes des valeurs de Trésor (SVT) et en modernisant l'infrastructure (voir tableau I). Les gestionnaires de la dette publique ont fourni des efforts considérables en étendant la courbe de taux aux obligations d'Etat à taux fixe relayant les émissions faites par la BEI et autres banques de développement internationales sur le moyen terme ce qui soutenait l'expansion des marchés obligataires primaires et secondaires dans ces pays. D'autre part, le rôle des investisseurs institutionnels,

¹⁸⁶ En Grèce et avant 1997 il n'y avait pas de titres d'Etat à taux fixe alors qu'en Espagne (jusqu'à 1987) et le Portugal (jusqu'à 1988), les plus longues maturités pour le papier souverain à taux fixe n'étaient que de 2 et 3 ans. L'autre point commun entre ces trois marchés était l'état quasi inerte du marché secondaire. En Grèce, le volume de titres obligataires traité représente moins de 1% de la capitalisation du marché, ce qui est largement inférieur aux standards internationaux.

notamment les fonds d'investissement, s'est beaucoup accru depuis 1990 contribuant à l'émergence des marchés obligataires. (Voir Tableau II)

I -

Tableau I : Indicateurs de développement de l'infrastructure des marchés obligataires

	ESPAGNE	Portugal	GRECE
<u>I. Réformes du marché financier</u>			
Nouvelle loi du marché financier	Règlement du marché des valeurs mobilières 1988	Code de la Bourse des valeurs mobilières 1991	Règlement de la Bourse de valeurs mobilières 1988
Commission de surveillance du marché financier	1988	1991	1991
Réformes du marché boursier	1988	1991	
Réformes du marché des titres publics	1987/88	1991	1997
Réformes sur la dématérialisation : • <i>Titres publics</i> • <i>Autre Titres</i>	1987 1992	1991 Actions : 1988	1998 Actions : 1996

	ESPAGNE	PORTUGAL	GRECE
<u>II. Infrastructure technique</u>			
Installation d'un système électronique de dépôt, compensation et de livraison règlement pour :		1991	1991
• <i>Titres publics</i> • <i>Autres Titres</i>	1987	Création d'un dépositaire central	Création d'un dépositaire central
	1992		
		1991	1991
		1991	1992 (Actions)
Installation d'un système de cotation électronique pour :			
• <i>Titres publics</i> • <i>Autres Titres</i>	1988	1991	1998
	1988/91	1991	
<u>III. Innovation institutionnelle dans les marchés des titres d'Etat</u>			
Introduction des techniques de l'adjudication	1987	1988	1995-97
Introduction des SVT	1988	1991	1997
Introduction des marchés de produits dérivés sur titres publics	1989	1996 (Oporto Stock Exchange)	1999/2000

II -

III -

Toutefois, il y a lieu de noter quelques divergences dans les phases de développement des trois marchés obligataires ayant trait essentiellement :

1. Au timing des réformes entreprises sur le marché obligataire domestique. En Espagne, ces réformes coïncidaient avec l'ouverture du marché obligataire aux émissions étrangères d'où une meilleure intégration avec le marché domestique alors que les réformes portugaises auraient été inspirées du développement précurseur du segment international.
2. A l'attention accordée par chaque autorité au développement des marchés hors titres publics notamment les obligations privées « corporate » et les titres non gouvernementaux (Obligations des organisations multilatérales). En Espagne et au Portugal, la modernisation des marchés pour titres d'Etat est prioritaire alors que le marché « corporate » a été quelque peu négligé, particulièrement au niveau de l'infrastructure dédiée au marché secondaire.¹⁸⁷
3. A la croissance de la taille relative des émissions étrangères en monnaies locales par rapport aux émissions d'obligations domestiques. Cette évolution est contrastée d'un pays à l'autre. Au Portugal la part s'élevait rapidement de 4,8% entre 1988-93 à 16,2% durant la période 1994-98, en bénéficiant du libre accès accordé aux étrangers pour émettre des obligations libellées en PTE. Celle enregistrée en Espagne, par contre, reste comparativement assez modeste reflétant un contrôle plus strict de la part des autorités de ce pays qui voulaient limiter les émissions étrangères aux seules banques de développements multilatérales dont fait partie l'Espagne (ex : BEI, Banque Mondiale ou BIRD), conservant ainsi la qualité du risque transféré aux investisseurs.

IV -

¹⁸⁷ Bien que l'association des SVT Espagne ait pu créer une structure de cotation automatisée pour les obligations non gouvernementales(1995), celle-ci n'a pu être opérationnelle et officiellement reconnue qu'en 1999. Au Portugal, le gouvernement a réduit sa part dans les nouvelles émissions pour promouvoir le marché corporate sans néanmoins s'opposer à ce qu'un marché secondaire soit tenu en dehors de ses frontières (Luxembourg SE). En Grèce, l'extrême importance que revêt l'endettement du secteur public a laissé peu de latitude pour le développement de ce segment. La négociation des titres obligataires s'opère à partir de la place de Londres alors même que le marché des émissions étrangères s'est lui aussi exilé (1997) pour garantir une meilleure liquidité.

Tableau II : Indicateurs de développement des marchés obligataires

	ESPAGNE		PORTUGAL		GRECE	
I. Taille relative du marché obligataire						
En % du PIB :						
Emissions brutes d’oblig	1988-90	6,2	1989-91	12,6	1994-96	15,3
	1996-98	12,4	1996-98	16,0	1997-98	16,5
Emissions nette d’oblig	1988-90	1,3	1989-91	6,8	1994-96	7,4
	1996-98	5,4	1996-98	7,2	1997-98	12,0
Capitalisation du marché oblig	1988	22,6	1988	8,0	1988	19,5
	1997	55,4	1998	44,3	1998	63,9
Capitalisation du marché en % du total bilan du système bancaire	1988	16,5	1988	6,5	1989	37,6
	1997	32,0	1997	17,2	1996	88,2
II. Caractéristiques des instruments de dette						
	1988	3 ans	1988	2 ans	1994	aucun
Obligations d’Etat à taux fixe :						
Maturité longue du marché	1998	30 ans	1998	15 ans	1998	15ans
Billets de Trésorerie/Total dette publique négociable	1988	20,0			1995	37,6
	1998	25,1			1998	19,0
Emissions de titres publics/Total	1988-90	53,9	1989-91	77,9	1994-96	97,2

des Emissions obligataires	1996-98	76,0	1996-98	50,5	1997-98	99,6
III. Indicateurs du marché Secondaire Obligataire						
	1988-90	Nd	1988-90	Nd	1988-90	0,8
Volume des transactions oblig	1997-98	70,4	1997-98	22,6	1996-98	0,3
Capitalisation du marché						
IV. Degré d'institutionnalisation						
En % du PIB :						
Investisseurs institutionnels	1990	16,0	1990	9,0	1990	6,5
(Actifs financiers)	1997	56,1	1996	34,4	1996	28,5
dont :						
Fonds d'investissement	1990	3,2	1990	4,3	1990	Nd
	1997	33,7	1997	21,2	1996	13,1

LE ROLE DE L'INTERNATIONALISATION DANS LE DEVELOPPEMENT DES MARCHES OBLIGATAIRES : CAS DE LA BANQUE EUROPEENNE D'INVESTISSEMENT

Les émissions obligataires des organismes internationaux ont eu un impact positif sur des marchés peu matures comme ceux de l'Espagne, du Portugal et, à moindre échelle, sur la Grèce¹⁸⁸.

La synthèse des expériences des trois pays avec la BEI fait dégager les effets positifs suivants :

1. *L'amélioration de la perception de la place financière en question* : Ce genre d'émissions a permis aux trois pays de jouir d'une meilleure image de marque en un temps court, consolidant la confiance de la communauté internationale dans la résistance de la monnaie locale et la capacité des autorités locales à gérer convenablement leur système financier.
2. *L'élargissement du marché obligataire grâce à une offre supplémentaire de papier de qualité irréprochable (AAA)* : C'est l'occasion pour les investisseurs institutionnels locaux de diversifier leur portefeuille dans une classe de risque similaire à celle du papier souverain sans contrevenir aux restrictions réglementaires.
3. *L'extension de la courbe de taux* : Les émissions de la BEI ont permis d'allonger les maturités créant des benchmarks liquides sur le long terme qui n'existaient pas auparavant (10, 15, 25 et 30 ans). Ceci a contribué à atténuer les distorsions de la courbe de taux¹⁸⁹ qui ont pu surgir dès que l'appétit des investisseurs pour le papier court s'est fait de plus en plus pressant. L'offre de titres longs a servi à équilibrer la balance et à préserver les systèmes financiers locaux contre les crises financières.
4. *L'élargissement du marché obligataire local à travers l'introduction de produits de taux innovants* : La sophistication a aidé à améliorer le prestige des marchés inter-bancaires domestiques et de ses principaux référentiels¹⁹⁰ encourageant ainsi les émetteurs locaux à concevoir des instruments sur mesure pour leurs besoins.
5. *Amélioration de la compétitivité de l'industrie bancaire par un transfert du savoir-faire financier international* : A travers les émissions d'institutions de renommée internationale, l'opportunité se présente pour les banques d'investissement locales pour se frotter à des domaines de haute technicité assimilant les techniques de syndication, de préparation des documents administratifs liés aux émissions internationales, d'arrangement et de placement¹⁹¹.
6. *La normalisation des procédures* : Les émissions internationales ont facilité la préparation d'un cahier de procédures à suivre par chaque émetteur dans lequel sont stipulées toutes les conditions requises, en assurant ainsi un gain de coût notable pour les émetteurs qui recourent régulièrement au marché obligataire et qui veulent respecter un agenda d'émission pré-établi¹⁹².

TAB III : EMISSIONS DE LA BEI DANS LES MARCHES OBLIGATAIRES ESP, PTE ET GRD

¹⁸⁸ La Banque de Développement International doit tenir une position de prêteur net (Apport de fonds à l'économie locale>Endettement sur le marché financier), ce qui n'est pas le cas pour la Grèce où le bilan est plutôt équilibré n'encourageant guère la BEI à émettre plus de papiers.

¹⁸⁹ Avec toutefois un peu moins de succès pour la Grèce à cause d'une implication moins forte de la BEI dans le développement du marché obligataire.

¹⁹⁰ La BEI a été l'initiateur des premières émissions obligataires à taux variables (Floating rate notes) indexées sur les taux de prêt inter-bancaires

¹⁹¹ Pour faciliter l'apprentissage des banquiers locaux, la BEI a eu recours au processus de rotation combinant les moyens des banques locales et étrangères avant d'introduire le système compétitif d'appels d'offres pour octroyer les mandats de chef de file et du co-manager.

¹⁹² Il s'agit du système DIP « Debt Issuance Programmes » qui consiste à avoir un assemblée dans un seul prospectus d'émission toute la documentation nécessaire à tout un programme d'émissions. Le lancement de chaque nouvelle tranche d'émission de ce programme ne nécessitera que la préparation que d'une note sur les éléments de prix « pricing supplement »

Marché d'émission	et devise	Période d'Endettement	Total des Emissions (nombre)
Espagne : En milliards ESP		1998-98	1372 (120)
Portugal : En milliards PTE		1988-98	513 (34)
Grèce : GRD	En milliards	1994-1999	290 (12)

Le développement du marché obligataire par une contribution des agences de développement internationales requiert des préalables, dont notamment :

1. La préparation d'une infrastructure moderne pour l'accompagnement des titres émis sur le marché secondaire domestique. A en juger par l'expérience espagnole, il y a meilleure intégration des émissions internationales lorsque la gestion du papier se fait sur le même site que celle du papier souverain avec le même degré d'efficacité pour les moyens matériels de négociation, de compensation et de règlement-livraison.
2. La banque de développement doit agir en tant que prêteur/emprunteur sur le marché en animant les marchés de swaps par ses excédents de ressources.
3. Un effort de marketing soutenu doit suivre chaque émission dans le public.
4. Les produits offerts doivent présenter des avantages comparatifs par rapport aux émissions publiques (couple rendement/maturité) et être présents là où ces derniers font défaut.
5. Enfin, un climat politique stable qui encourage l'intégration internationale et la libéralisation des secteurs financiers.

ORGANISATION ET REGULATION DES EMISSIONS DOMESTIQUES ETRANGERES

Chaque pays a opté pour une approche différente pour organiser et réguler ces émissions étrangères sur le marché domestique :

L'Espagne : En optant pour une rigueur systématique pour réguler ce nouveau segment, le pays n'a toléré ni l'émergence d'un marché obligataire Euro-ESP ni d'un marché étranger d'actifs financiers libellés en ESP. Initialement, seules les agences internationales sont autorisées à émettre ces obligations à condition d'obtenir l'accord préalable des autorités et de faire arranger ces émissions par des institutions domestiques. Plus tard, l'accès au marché a été graduellement libéralisé bien que les émetteurs privés restent trop peu encouragés sans une garantie publique.

Le Portugal : la réglementation est moins systématique et formelle. Le marché des émissions étrangères, limité jusqu'à mi-1994 aux agences supranationales dont le Portugal fait partie et aux émetteurs souverains, est devenu accessible pour les émetteurs privés à condition qu'ils soient affiliés à la commission de surveillance de la Bourse (CMVM) et qu'un prospectus d'émission soit publié. Les émetteurs supranationaux sont exemptés de certaines obligations de transparence et peuvent coter leurs titres en dehors de la Bourse de Lisbonne.

La Grèce : Comme le Portugal, les autorités n'ont toléré au début que les titres émis par les agences supranationales contrôlant étroitement les conditions d'émission (Montant, maturité, timing, taux d'intérêt etc). Même si le nouveau segment a été conçu comme faisant partie du marché obligataire domestique, l'orientation des autorités était de laisser s'expatrier ce compartiment sévèrement marqué par l'introduction en 1997 d'une retenue à la source pour les résidents et les non-résidents détenteurs d'obligation libellée en monnaie locale.

V - ANNEXE 9 : LES TECHNIQUES DE FINANCEMENT PAR FONDS PROPRES DEVELOPPEES PAR LE SYSTEME BANCAIRE

a)

Dans le cadre des encouragements à l'investissement et afin d'aider les promoteurs à satisfaire les conditions de fonds propres exigées pour le financement de certains projets, les banques ont souvent accordé des crédits personnels aux promoteurs des projets en accompagnement des crédits bancaires accordés. La banque permettait ainsi au promoteur ne disposant pas de suffisamment de fonds de boucler son schéma de financement. Cette expérience n'a pas été très concluante et surtout dans certains secteurs car le promoteur ne respectait pas ses engagements de racheter les titres donnés en portage¹⁹³. Le portage a toujours été assimilé à un crédit personnel que contractait le promoteur. Toutefois, son rachat était subordonné aux performances de la société qui devaient permettre de payer des dividendes devant financer le rachat. Cette contrainte de dividendes se superposait à la nécessité de dégager un cash flow suffisant afin de rembourser la dette principale.

Donc, au bout du compte, il fallait que la société dégage un cash flow total susceptible de payer non seulement les engagements de la société mais également celle de son promoteur. L'endettement réel devenait très lourd et asphyxiait souvent la société. A partir de cet exemple, nous voyons qu'au lieu de renforcer véritablement les fonds propres des sociétés, la technique du portage n'est en définitive qu'un crédit déguisé qui accroît le risque du chef d'entreprise et par extension de sa société. Au lieu de combattre l'endettement, cette technique, au contraire, le renforçait.

Afin de remédier à cette situation, la création des SICAR devait apporter une solution plus adaptée aux besoins en fonds propres des sociétés et devait permettre de promouvoir l'investissement privé. Néanmoins, la pratique nous enseigne que même les SICAR, dont 2/3 des actifs sont contrôlés par des banques, n'ont fait que perpétuer la pratique du portage tout en la renforçant par des dispositifs¹⁹⁴ visant à les prémunir contre la défaillance du promoteur. La prise de risque devient alors quasiment nulle et ne favorise pas le développement de vraies techniques de capital risque.

¹⁹³ Au 31/12/1999, le portefeuille de participations de la BDET qui était alors la première banque de développement de la place, affichait un taux de 42,6% de risque B4 c'est à dire des engagements de rachat de portage ayant un retard de paiement de plus d'un an.

¹⁹⁴ Garanties, pacte d'actionnaires...

De plus, ces SICAR se sont souvent pliées aux exigences des promoteurs toujours soucieux de garder le contrôle de leurs sociétés et qui considèrent les SICAR comme une simple opération d'appoint qui sera débouclée après quelques années, sans lier la société à aucun nouvel actionnaire. Il s'agit là du plus grand danger du portage car il n'incite pas la société à envisager l'ouverture de son capital, à opter pour la transparence et, d'une manière générale, à se remettre en cause.

L'apport d'une SICAR ne peut être bénéfique que s'il permet de créer un partenariat actif avec la société, de rationaliser et d'optimiser sa gestion et de promouvoir un nouvel esprit de gouvernement d'entreprise.

Ce n'est qu'alors que les SICAR pourront réussir dans leurs missions et pourvoir le marché financier en sociétés mûres, transparentes et ouvertes au changement. Pour le moment, le poids des pratiques existantes ne semble pas encore promouvoir cette transition.

VI - ANNEXE 10 : MARGES D'INTERET DES BANQUES COMMERCIALES TUNISIENNES COTEES EN BOURSE

(en mD)

Banque	Amen Bank		ATB		BIAT		BNA		BS		STB		UBCI		UIB		BT		BH	
Année	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Marge d'intérêts brute	41,102	58,856	24,935	25,801	82,935	90,831	83,278	83,346	55,995	65,434	84,666	83,168	43,935	48,531	41,502	45,429	53,240	57,995	62,394	54,479
En % du PNB	63.6%	69.5%	65.5%	60.0%	61.2%	60.9%	66.9%	64.5%	74.1%	76.9%	60.4%	63.2%	70.6%	73.0%	58.4%	62.3%	76.2%	77.8%	77.7%	65.4%
Commissions	15,050	17,584	7,057	8,192	25,089	29,811	32,196	34,170	13,724	14,849	21,731	22,903	12,057	12,303	19,483	20,748	11,981	12,915	8,741	12,412
En % du PNB	23.3%	20.8%	18.5%	19.0%	18.5%	20.0%	25.9%	26.4%	18.2%	17.5%	15.5%	17.4%	19.4%	18.5%	27.4%	28.5%	17.1%	17.3%	10.9%	14.9%

Opérations financières	8,508	8,240	6,072	9,021	27,434	28,506	8,986	11,694	5,783	4,790.00	33,819	25,497	6,276	5,673	10,087	6,721	4,693	3,638	9,177	16,402
En % du PNB	13.2%	9.7%	16.0%	21.0%	20.3%	19.1%	7.2%	9.1%	7.7%	5.6%	24.1%	19.4%	10.1%	8.5%	14.2%	9.2%	6.7%	4.9%	11.4%	19.7%
PNB	64,660	84,680	38,064	43,014	135,458	149,148	124,460	129,210	75,502	85,073	140,216	131,568	62,268	66,507	71,072	72,898	69,914	74,548	80,312	83,293
Marge d'intérêts / actif moyen	2.76%	3.44%	2.67%	2.57%	3.88%	3.68%	3.02%	2.69%	4.29%	4.35%	2.72%	2.13%	4.48%	4.57%	2.84%	2.80%	4.59%	4.39%	3.20%	2.23%
Marge d'intérêt nette des provisions	26,271	38,856	20,271	18,639	82,935	90,831	65,403	65,477	38,189	41,997	43,329	23,869	36,620	41,556	25,593	34,209	34,658	43,931	53,113	44,010
	1.76%	2.27%	2.17%	1.86%	3.88%	3.68%	2.37%	2.12%	2.93%	2.79%	1.39%	0.61%	3.73%	3.91%	1.75%	2.11%	2.99%	3.32%	2.73%	1.80%

VII - ANNEXE 11 : TABLEAUX COMPARATIFS DES COUTS DES CREDITS BANCAIRES ET DES EMPRUNTS OBLIGATAIRES CONTRACTES EN 1997 ET 1998

VIII -

A/ Compte tenu de la baisse des taux

Société	1997			1998		
	Coût de l'EB	Coût de l'EO	Ecart de taux	Coût de l'EB	Coût de l'EO	Ecart de taux
AL KIMIA	7,11%	8,75%	1,64%	7,29%	8,50%	1,21%
TUNISIE LEASING	8,71%	10,14%	1,43%	7,80%	8,95%	1,15%
CIL			0,00%	8,79%	9,11%	0,32%
ATL	8,34%	8,90%	0,56%	8,46%	8,53%	0,07%
BATAM			0,00%	8,44%	9,57%	1,13%

B/ En neutralisant la baisse des taux

Société	1997			1998		
	Coût de l'EB	Coût de l'EO	Ecart de taux	Coût de l'EB	Coût de l'EO	Ecart de taux
AL KIMIA	7,67%	8,75%	1,08%	8,16%	8,50%	0,34%
TUNISIE LEASING	8,89%	10,14%	1,25%	8,39%	8,95%	0,56%
CIL			0,00%	9,21%	9,11%	-0,10%
ATL	8,78%	8,90%	0,12%	9,03%	8,53%	-0,50%
BATAM			0,00%	9,13%	9,57%	0,44%

IX - ANNEXE 12 : PRIME D'EMISSION D'UN ECHANTILLON D'AUGMENTATIONS DE CAPITAL

Société	Prix d'émission (DT)	Date de l'annonce	Cours (DT)	Décote
BATAM*	10	13/12/01	13.9	4%
SOTUVER	14	17/10/01	15.5	10%
BT*	30	18/09/01	75.36	54%
CIL	19	08/11/01	22.86	17%
AMEN BANK	19	23/05/01	21.3	11%
TUNISIE LAIT	10	22/08/01	10	0%
SOTETEL	50	26/12/00	199	75%
GL	20	25/04/00	38.86	49%
SIAME*	20	19/06/00	70.96	69%
BH	8	09/02/00	17.48	54%
Moyenne				34%

ANNEXE 13 : TABLEAU RECAPITULATIF DES DIFFERENTS SEUILS DE REINVESTISSEMENT EXONERE ET MINIMUM D'IMPOT

Domaine de réinvestissement	Seuil du réinvestissement exonéré	Minimum d'impôt
	Personne morale	Personne morale
I- ENTREPRISES REGIES PAR LE C.I.I 1. <u>Industrie</u> : * Activités industrielles dans les zones d'encouragement au développement régional - souscription au capital de l'entreprise. - réinvestissement au sein de l'entreprise. • Activités industrielles totalement exportatrices : - Souscription au capital de l'entreprise - Réinvestissement au sein de l'entreprise. • Activités de transformation et de traitement des ordures et des déchets ménagers : - Souscription au capital de	100 % 100 %	Sans min Sans min

- l'entreprise - Réinvestissement au sein de l'entreprise		
• Autres activités industrielles : - Souscription au capital de l'entreprise. - Réinvestissement au sein de l'entreprise.	100 %	20 %
	100 %	20 %
	50 %	20 %
2. <u>Tourisme :</u> • Activités touristiques dans les zones d'encouragement au développement régional - Souscription au capital de l'entreprise - Réinvestissement au sein de l'entreprise.	50 %	20 %
	35 %	20 %
• Autres activités touristiques : - Souscription au capital de l'entreprise. - Réinvestissement au sein de l'entreprise.	35 %	20 %

3. <u>Services :</u> • Certaines activités de services dans les zones d'encouragement au développement régional : - souscription au capital de l'entreprise - réinvestissement au sein de l'entreprise. • Activités de services totalement exportatrices : - souscription au capital de l'entreprise - réinvestissement au sein de l'entreprise. • Autres activités de services : - souscription au capital de l'entreprise - réinvestissement au sein de l'entreprise.		
	100 %	Sans min
4. <u>Commerce :</u> • Sociétés commerciales totalement exportatrices : - souscription au capital de l'entreprise - réinvestissement au sein de l'entreprise.	100 %	Sans min
5. <u>Agriculture et pêche :</u> • Activités agricoles dans les régions à climat difficile et activités de pêche dans les zones aux ressources insuffisamment exploitées	35 %	20 %
- souscription au capital de l'entreprise	35 %	20 %

- réinvestissement au sein de l'entreprise.		
• Autres activités agricoles et de pêche - souscription au capital de l'entreprise - réinvestissement au sein de l'entreprise.	100 %	Sans min
	100 %	Sans min
6. <u>Travaux publics, Artisanat, Transport, Promotion immobilière</u> - souscription au capital de l'entreprise - réinvestissement au sein de l'entreprise. -		
7. <u>Encadrement de l'enfance, Education, Enseignement, Recherche Scientifique, Formation professionnelle, Production et industrie culturelles, Animation des jeunes, Activités sanitaires et hospitalières</u>	100 %	20 %
- souscription au capital de l'entreprise. - réinvestissement au sein de l'entreprise.	100 %	20 %
	35 %	20 %
II- EPARGNE - Dépôt de Compte d'Epargne pour l'investissement	35 %	20 %

III- SOCIETE D'INVESTISSEMENT A CAPITAL RISQUE - Souscription au capital d'une SICAR - Dépôt en fond de capital risque	100 %	20 %
IV- ENTREPRISES PUBLIQUES - Souscription au capital d'une entreprise à participation publique	100 %	20 %
V. ENTREPRISES INSTALLEES DANS LES ZONES ECONMIQUES FRANCHES		
- Souscription au capital de l'entreprise - Réinvestissement au sein de l'entreprise.	100 %	Sans min
VI. INVESTISSEMENT A L'ETRANGER - Revenus ou bénéfices réinvestis à l'étranger.	100 %	20 %

	100 %	20 %
	100 %	20 %
	35 %	20 %
	35 %	20 %

	50 %	20 %
	50 %	20 %
	35 %	20 %
	100 %	20 %

	100 %	20 %
	35 %	20%
	100 %	20 %
	100 %	20 %

	35 %	20 %
--	------	------

X - ANNEXE 14 : EXEMPLES D'ILLUSTRATION DE L'INNEFFICACITE DES INCITATIONS FISCALES LIEES A L'INTRODUCTION EN BOURSE

1/ Prenons à titre d'exemple, le cas d'une société partiellement exportatrice (45% de son chiffre d'affaires) qui a réalisé en 2000 un bénéfice fiscal de 500 000 DT.

L'impôt sur les sociétés sera liquidé comme suit :

Bénéfice fiscal : 500 000 DT

Déduction du bénéfice provenant

de l'exportation :

(45%*bénéfice fiscal) -225 000 DT

Bénéfice Imposable 275 000 DT

Impôt sur les sociétés dû 96 250 DT

Minimum d'impôt au taux de 20% 100 000 DT

Impôt dû au taux réduit de 20% 100 000 DT

Le minimum d'impôt étant supérieur à l'impôt dû, la société s'acquittera de ce montant qui est exactement ce qu'elle aurait acquitté en s'introduisant en Bourse. L'incitation fiscale de la Bourse ne présente aucun avantage additionnel.

2/ Prenons maintenant le cas d'une société qui a réalisé un bénéfice de 1 000 000 DT et qui a réalisé au cours de cette même année un réinvestissement physique de 300 000 DT et un deuxième réinvestissement financier de 150 000 DT, tous les deux déductibles dans la limite de 35%.

Bénéfice fiscal : 1 000 000

Réinvestissement physique : 300 000

Reliquat : 700 000

Réinvestissement financier : 150 000

Bénéfice imposable : 550 000

Impôt dû : 192 500

Minimum d'impôt 200 000

Impôt dû au taux réduit de 20% 200 000

Dans cet exemple, grâce aux réinvestissements exonérés, la société paiera exactement la même chose qu'elle aurait payée en étant en Bourse. Comme on le voit également ici, l'incitation fiscale liée à la Bourse dans ce cas est inopérante.

ANNEXE 15 : DEROULEMENT D'UNE OPERATION OPV/ PLACEMENT GARANTI

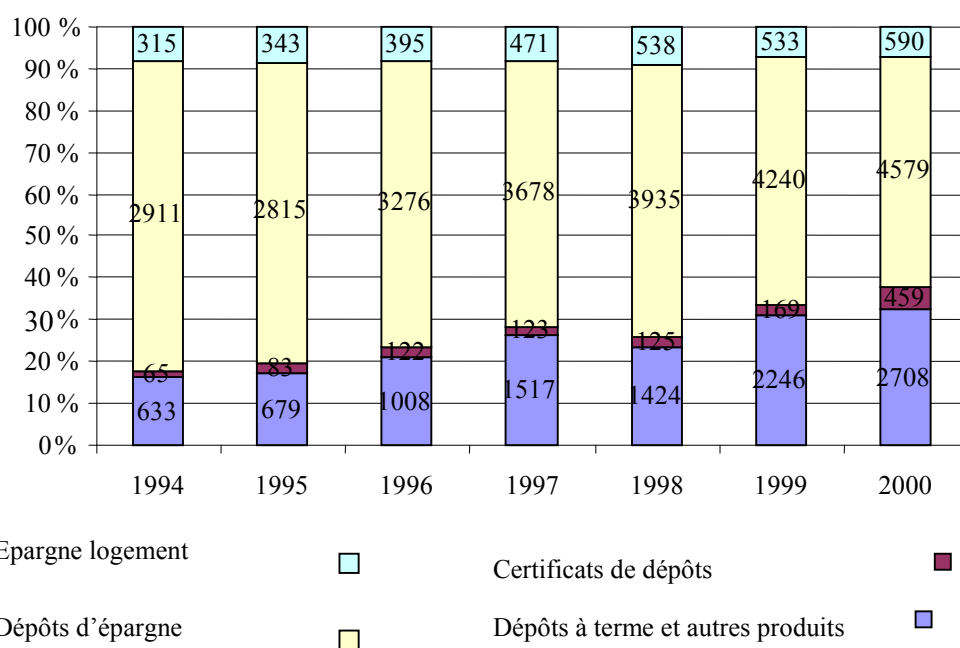
Dans la pratique, l'émetteur charge un intermédiaire en Bourse de conduire l'opération. Celui-ci effectuera toutes les diligences nécessaires pour pouvoir lui proposer une fourchette de prix et une stratégie globale de placement.

La première phase sera donc une phase d'étude pendant laquelle l'intermédiaire analysera de manière approfondie la société et procédera à une première évaluation de celle-ci. Il soumettra cette fourchette de prix à l'émetteur pour validation. Lors de la deuxième phase, l'intermédiaire en Bourse prendra contact avec ses principaux clients pour recueillir leurs intentions sur cette émission. Il contactera aussi d'autres intermédiaires et des banquiers pour tester leur intérêt pour l'émission. En fonction de leurs réponses, l'intermédiaire en Bourse déterminera une fourchette de prix définitive. L'émetteur donnera alors son feu vert mais souhaiterait s'assurer dès le départ d'un prix minimum. L'intermédiaire en Bourse confirmera alors la faisabilité de l'offre au prix minimum retenu et définira la stratégie de placement. Il essayera de déterminer un bon compris entre un placement public et un placement garanti. Pour ce dernier, et en fonction de la taille qu'il aura défini, il va soit le garantir lui-même soit chercher à constituer un syndicat de placement. La syndication pourra se faire entre intermédiaires en Bourse ou alors en associant des banques. Une fois le syndicat constitué, le chef de file proposera le montage définitif à l'émetteur et pourra alors lancer la procédure de l'offre. Il déposera alors le projet de l'offre au CMF et demandera concomitamment l'admission des titres à la cote de la Bourse. Une fois l'autorisation d'admission obtenue, le CMF devra donner son visa pour un prospectus préliminaire où les conditions de prix seront données dans une fourchette. Le chef de file pourra alors commencer à recueillir les ordres du syndicat de placement dans le cadre du placement garanti et les ordres des intermédiaires en Bourse pour l'offre publique de vente. En fonction de ces ordres, il déterminera le prix définitif pour chaque tranche en veillant à ce que le prix retenu pour le public bénéficie d'une réduction par rapport au prix du placement garanti. Le prospectus définitif sera alors finalisé avec le prix définitif pour chacun des placements.



XI - ANNEXE 16 : LES INVESTISSEURS

Graphe 1 : L'Epargne dans le système bancaire tunisien (en MD)



Graphe 2 : Epargne par secteur institutionnel (en MD)

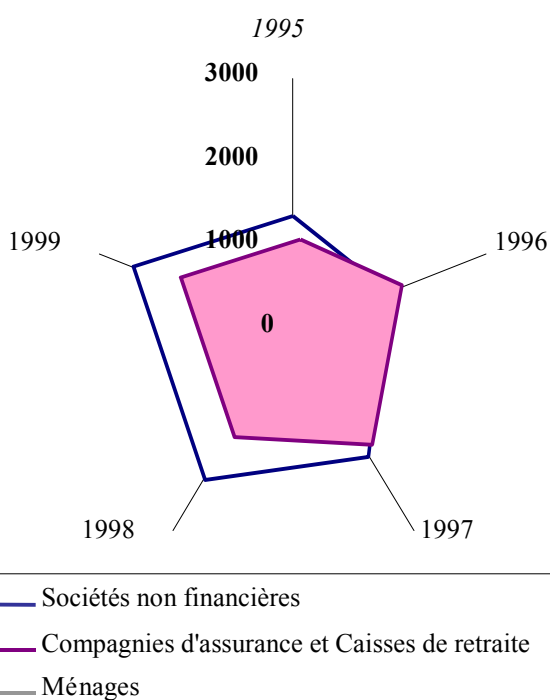


Tableau 16-1 : Ventilation sectorielle de l'épargne nationale (en MD)

	1995	1996	1997	1998	1999
Epargne nationale brute	3438,5	4278,6	4869,1	5303,6	5944,6
Sociétés non financières	1346,6	1462,6	1904,6	2219,7	2490,4
Institutions financières	289	343,2	291	344,1	449,6
<i>dont épargne institutions de crédit</i>	<i>263,4</i>	<i>310,2</i>	<i>259,1</i>	<i>317,4</i>	<i>415</i>
<i>dont épargne compagnies d'assurance</i>	<i>25,5</i>	<i>33</i>	<i>31,9</i>	<i>26,7</i>	<i>34,5</i>
Administration publique	750	873,4	893,8	1048,2	1127,9
<i>dont épargne de l'administration centrale</i>	<i>432,2</i>	<i>522,7</i>	<i>516,2</i>	<i>753,2</i>	<i>825,1</i>
<i>dont épargne des collectivités locales</i>	<i>47,8</i>	<i>39,8</i>	<i>49,8</i>	<i>36,8</i>	<i>60,8</i>
<i>dont organismes de sécurité sociale</i>	<i>270</i>	<i>311</i>	<i>327,8</i>	<i>258,1</i>	<i>242</i>
Ménages	1052,9	1599,4	1779,6	1691,6	1876,8

Source : Comptes de la nation 1999

Tableau 16-2 : Actifs gérés par les sociétés d'investissement (en MD)

	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00
Total SI	66	140	161	307	721	1082	1141	1327	1476	1774	2086
Dont SICAV	-	-	6	97	451	622	521	681	872	1102	1398
<i>Obligataires</i>	-	-	-	-	145	201	317	591	783	989	1264
<i>Mixtes</i>	-	-	-	-	306	422	204	90	89	113	134
Dont SICAF	66	140	155	210	270	460	513	513	478	479	481
Dont SICAR	-	-	-	-	-	-	107	132	126	193	207

Sources : BCT, BVMT, CMF.

Tableau 16-3: Nombre des sociétés d'investissement

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
SICAF	51	92	86	85	85	87	87
SICAV	13	15	15	19	20	23	28
<i>Obligataires</i>	3	4	4	8	9	9	12
<i>Mixtes</i>	10	11	11	11	11	14	16

SICAR	-	-	9	16	19	25	26
-------	---	---	---	----	----	----	----

Source : BCT

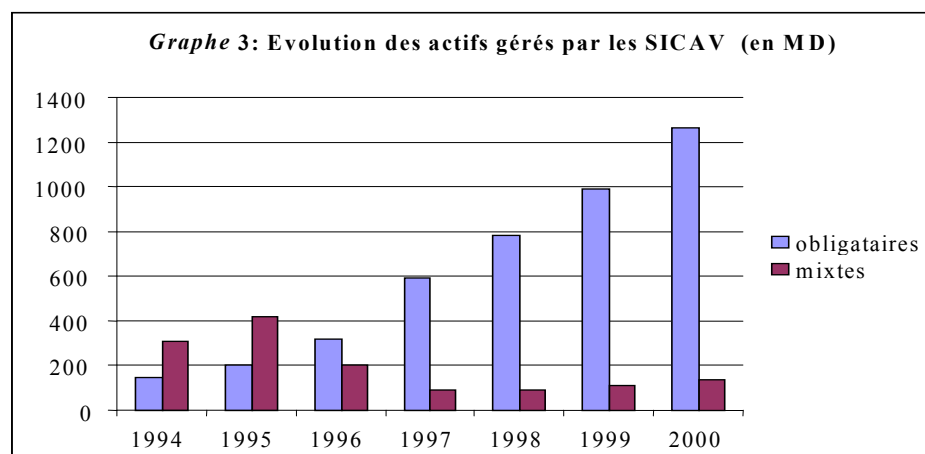


Tableau 16-4 : Ventilation en % des actifs gérés des SICAV

Type de SICAV	1994		1997		2000	
	oblig	mix	oblig	mix	oblig	mix
Actions et droits	-	16,30%	-	66,70%	-	62,40%

Actions SICAV	-	2%	-	4,40%	-	2,30%
Obligation de sociétés	37,9%	14,70%	22,7%	18,90%	24,8%	10,1%
BTNB	39,3%	15,70%	48,9%	3,30%	19,6%	2,7%
BTA	0,0%	0,00%	0,0%	0,00%	14,9%	1,0%
Placements monétaires et à CT	22,8%	52%	28,4%	6,70%	26,3%	19,7%
Disponibilités	0,0%	0,98%	0,1%	3,33%	14,4%	2,0%

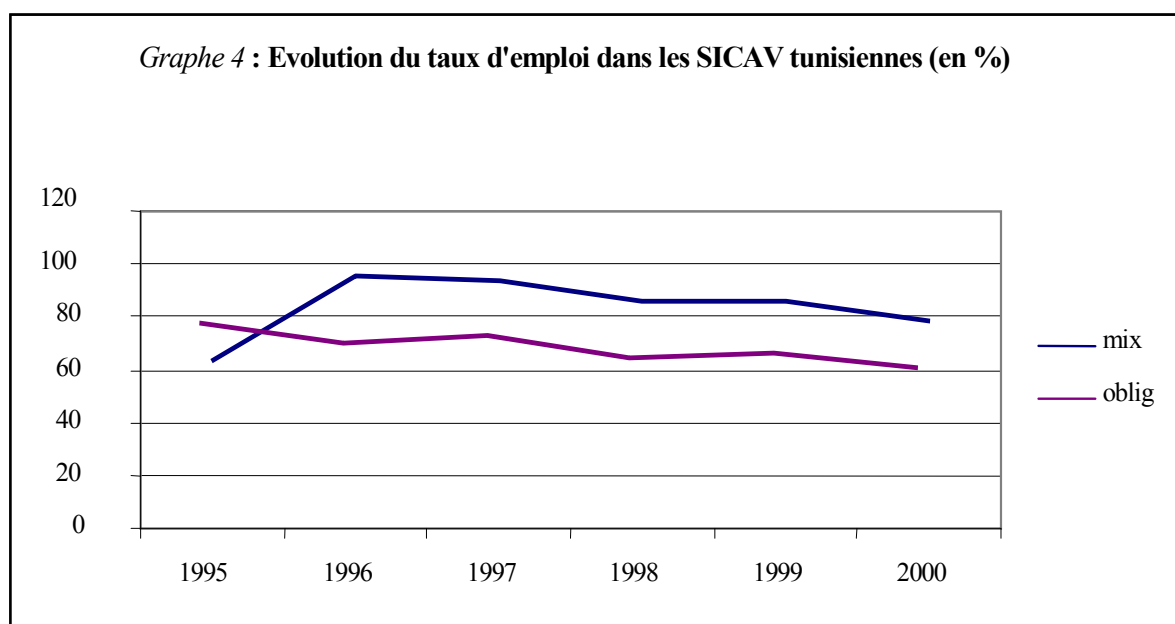
Sources : BCT, BVMT, CMF

Tableau 16–5 : Allocation des actifs des fonds de retraite européens (en %)

Pays	Actions domestiques	Autres Actions de la zone euro	Obligations Domestiques	Autres obligations de la zone euro	Actions Etrangères	Obligations Etrangères	Immobilier	Placements monétaires et autres
Autriche	13.0	-	54.0	-	20.0	12.0	0.5	0.5
Belgique	10,2	-	14.7	-	42.8	18.3	4.4	9.6
Danemark	17.0	-	50.5	-	20.5	2.9	6.0	3.1

Finlande	10.0	2.0	58.0	16.0	2.0	1.0	8.0	3.0
France	5.0	7.5	26.8	24.8	0.6	0	1.9	33.4
Allemagne	9,4	10.2	0.4	38.8	16.3	0.4	6.1	18.4
Irlande	18,6	14.9	7.9	10.2	37.0	2.4	5.5	3.5
Italie	5,5	0.1	37.2	0.4	1.4	9.4	45.0	1.0
Hollande	14,6	-	30.4	-	29.3	17.8	5.3	2.6
Norvège	12.0	17.0	27.0	-	22.0	19.0	12.0	8.0
Portugal	9.0	14.9	54.0	-	6.0	4.0	2.0	8.0
Espagne	10,6	-	31.7	10.0	10.2	1.1	1.4	20.1
Suède	24.0	-	41.0	-	16.0	13.0	4.0	2.0
Suisse	20	-	22.0	-	11.0	11.0	24.0	12.0
R-U	52.8	-	8.1	-	23.1	7.9	2.4	5.7

Source : W.M. Mercer, *European Pension Fund Managers' Guide 2001*



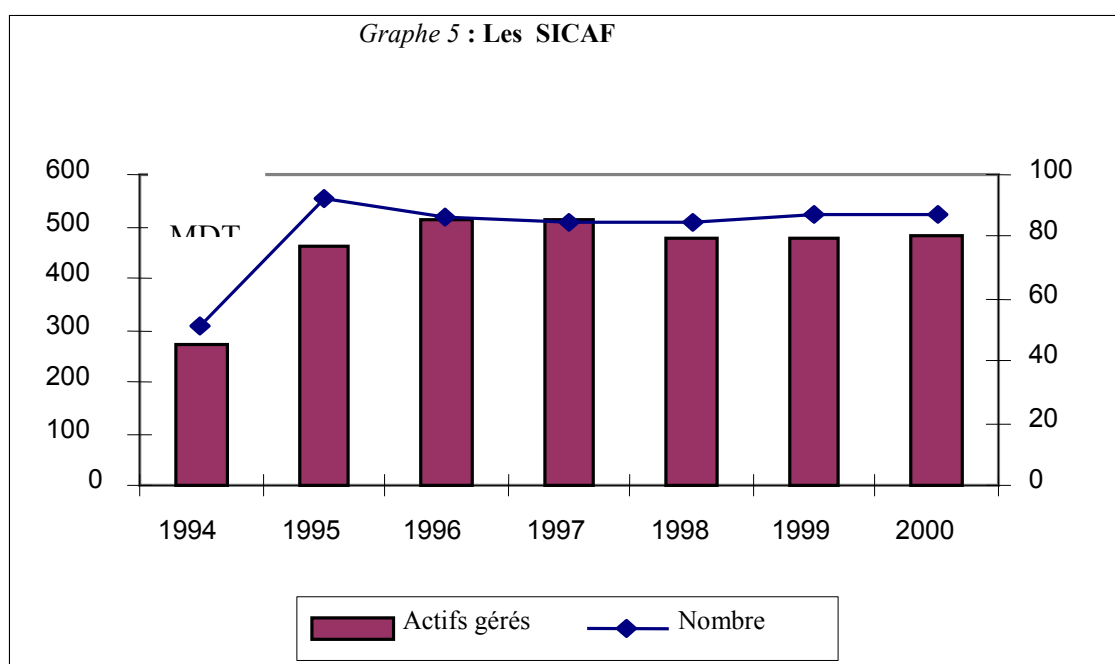


Tableau 16-6 : Corrélation entre capitalisation boursière et investissements institutionnels (en %)

Pays	CAPI/PIB	Actif financier des Institutionnels / PIB
Bulgarie	2,67	6
Pologne	8,67	15
Brésil	32,25	23,7
Mexique	35,25	8
Portugal	27,72	45,6
Turquie	30,11	3,8
Tunisie	16,10	10%
Royaume-Uni	146,22	249,6
Etats-Unis	118,47	261,8

Source : FIBV, Smart

Tableau 16-7 : Rendements des SICAV et des placements bancaires (1993-2000)

Fin de l'année	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Rendement
31/12/1993 =									
Base 100									%
Dépôts bancaires	100	105	111	116	121	126	130	134	34
TMM	100	107	115	122	128	136	142	149	49
Bons du Trésor	100	108	116	125	133	141	149	157	57
SICAVs oblig.	100	108	116	124	131	139	146	153	53
SICAVs mixtes	100	115	125	123	72	72	80	87	-13
BVMT	100	202	253	227	182	185	323	568	468
Inflation	100	105	111	115	120	123	127	130	30

Tableau 16-8 : Rendements des SICAV et des placements bancaires (1997-2000)

Fin de l'année	1997	1998	1999	2000	Période
31/12/1997 Base 100					%
TUNINDEX	100	103	134	162	62
Dépôts bancaires	100	104	107	111	11
TMM	100	106	111	116	16
Bons du Trésor	100	106	112	118	18
SICAVs oblig.	100	106	111	117	17
SICAV mixtes	100	100	112	121	21
Inflation	100	103	106	109	9

XII - ANNEXE 17 : SICAV ACTIONS LONG TERME

Principales caractéristiques

- ***Des dispositions statutaires pour les souscriptions et les rachats avec une périodicité mensuelle d'entrée et trimestrielle de sortie***

La valeur liquidative de la SICAV serait calculée quotidiennement mais des dispositions statutaires prévoiraient que les rachats et les souscriptions ne pourraient se faire que moyennant certaines conditions et sur la base de la valeur liquidative du dernier jour ouvrable du mois. Sur cette base, les souscriptions pourront être effectuées à la condition que le conseil l'autorise. Cette décision reste du ressort du conseil d'administration de la société en fonction de sa politique générale mais aussi de critères tels que la taille optimale recherchée des actifs gérés. Le conseil peut autoriser des souscriptions pour couvrir des rachats attendus. D'ailleurs, il s'agit là d'un aspect crucial car il faudrait essayer de prévenir le risque de réduire fortement les actifs de la société.

Pour cela, nous recommandons également de :

- ***Prévoir les rachats à l'avance et les plafonner***

Après une période d'immobilisation de quelques mois qui serait statutaire (exemple : 12 mois), la possibilité de racheter les parts par certains actionnaires pourrait être autorisée. Si aucune souscription n'est possible pour couvrir ce rachat et que la société est fortement investie en titres, il faut qu'elle ait la possibilité de vendre une partie de son portefeuille pour répondre à la demande de l'actionnaire sortant. Un délai doit être prévu dans les statuts pour permettre le déroulement de cette opération correctement (exemple 1 mois). Le rachat se fera à la valeur liquidative inconnue du mois suivant. De même, cette possibilité de rachat doit être plafonnée à 10% maximum de l'actif de la société. Si plusieurs demandes de rachat arrivaient en même temps, la réponse sera faite au prorata de chaque demande par rapport au maximum autorisé. La possibilité de rachats devrait être fixée selon une base trimestrielle alors que les souscriptions pourraient être autorisées selon une périodicité mensuelle.

- ***Rechercher un compromis entre la liquidité et la stabilité des actifs gérés***

Ce schéma permet d'assurer une certaine liquidité à partir d'une date donnée sans que celle-ci ne risque d'engendrer de grands déséquilibres au niveau des actifs gérés. En même temps, une certaine stabilité de

l'actif peut être garantie compte tenu des règles et contraintes régissant les souscriptions et les rachats. Les fonds gérés par ce type de sociétés ne connaîtront pas de grandes variations comme celles qu'ont connues les SICAV mixtes.

La question de liquidité nous paraît cruciale car elle évite aux investisseurs l'immobilisation totale de leurs fonds et les décotes liées à la cotation généralement observées sur les sociétés d'investissement cotées.

- ***Cibler des investisseurs avertis et disposant de moyens importants***

Ce type de SICAV doit être ouvert à des investisseurs avertis conscients des risques associés à ce type d'investissement. La taille minimale des souscriptions devrait être dès le départ fixée à un montant élevé (exemple : 5 000 DT). Pour avoir une certaine taille, le capital minimum de départ pourrait être fixé à 3 Millions de Dinars par exemple. Nous pensons que, dans la pratique, l'actionnariat sera réduit à environ une vingtaine d'actionnaires.

Ces SICAV cibleraient en priorité :

- Les investisseurs institutionnels (assurances, caisses de retraite, banques...)
- Les sociétés disposant d'importants excédents de Trésorerie
- Les particuliers à hauts revenus

- ***Un avantage fiscal à la sortie moyennant une durée de détention minimale***

Le seul avantage fiscal qui nous paraît de nature à attirer les investisseurs personnes morales vers ce type de sociétés est une exonération de la plus-value pour les souscripteurs personnes morales qui s'engageraient à détenir leurs actions pour une période minimale de 5 ans. Dans le cas où la société d'investissement dégage une plus-value importante, les actionnaires qui auront gardé leurs actions pendant une période assez longue pourront avoir ainsi une prime de fidélité. C'est également un moyen de stabiliser les fonds détenus par les gros investisseurs parmi les personnes morales. En fonction de l'évolution de la valeur liquidative de la société, une fois que la période d'immobilisation statutaire sera achevée, ils pourront alors arbitrer entre une sortie soumise à l'impôt et une sortie défiscalisée après 5 années. Globalement, nous pensons qu'un avantage fiscal à la sortie plutôt qu'à l'entrée est le meilleur moyen d'attirer des investisseurs vers ce type de sociétés et de les fidéliser.

- ***L'obligation de l'indépendance de la gestion comme condition clé de réussite***

La question qui subsiste est celle relative à la gestion de ces SICAV actions qui demandent une expertise et un savoir-faire plus élevés que les autres types de SICAV. Nous pensons que le succès de ces SICAV repose sur une séparation entre le gestionnaire et les principaux actionnaires. En plus des règles applicables aux OPCVM en matière de concentration de risques qui pourront être étendues à ces sociétés, nous pensons qu'il est nécessaire que la gestion soit confiée à des sociétés de gestion ayant une certaine indépendance par rapport aux actionnaires du fonds. Cette indépendance est certes difficile à mesurer mais nous pensons qu'un fonds créé et contrôlé par un groupe d'actionnaires appartenant à un même groupe ne doit pas être confié à la société de gestion promue et contrôlée par ce même groupe. Une condition de ce type pourrait être prévue : la société de gestion promue et contrôlée par la société X ne peut pas gérer un fonds détenu directement et indirectement à plus de 30% par la société X.

Il nous paraît très important à ce stade qu'une gestion neutre et indépendante puisse s'exercer afin d'assurer la réussite et les performances des fonds d'investissement. Il ne suffit pas de créer des nouveaux produits tels que ce type de SICAV, il faudrait surtout que la qualité de la gestion puisse assurer la pérennité et développement de ce produit.

XIII - ANNEXE 18 : LA COMPARAISON EUROPEENNE EN MATIERE DE REGULATION

D'une manière générale, les informations requises, la périodicité de ces informations, les événements qui doivent amener à une information spontanée, la conception du prospectus pour des opérations exceptionnelles, un prospectus simplifiée pour une cotation au hors cote (OTC), ...sont des standards européens. Les différences se retrouvent dans les standards comptables puisque chacun suit ses standards nationaux et requiert que les documents émanant d'émetteurs internationaux soient établis au standard IAS avec un commentaire indiquant les principaux effets des différences avec le standard national pour la description de l'opération. Les différences existent aussi en matière de visa des informations présentées au delà des seuls comptes, en matière de publication de l'information, le minimum étant la communication aux Autorités du Marché (une ou deux suivant les pays). Les différences existent enfin en matière de traitement des sanctions.

En France :

Le système français distingue l'instance disciplinaire qu'est le CMF, qui agit avec modération à l'intérieur des différentes professions sous son autorité, des instances de droit commun le plus souvent civiles ou pénales en cas de dépôt de plainte du public. Pour les plaintes concernant une société faisant appel public à l'épargne, l'avis de la COB est toujours sollicité. En cas d'infraction pénale, cette dernière peut saisir les tribunaux. Son expérience, soit à l'occasion des quelques poursuites qu'elle avait initiées, soit à l'occasion de poursuites qui avaient été initiées par des actionnaires suite à des opérations sur lesquelles elle avait eu à se prononcer, ont renforcé sa circonspection.

Depuis trois ans, ce dispositif est complété à l'intention du public par une possibilité de médiation sous les auspices de la COB. Cette procédure n'affecte en rien les procédures de droit commun, simplement en y recourant, les parties s'interdisent de faire état dans toutes autres instances soit des propos, soit des documents propres à la procédure de médiation qui auront pu être échangés. Au titre de cette procédure, la COB aura reçu en 2000, 177 requêtes, 99 auront été résolues dans l'année, dont 39 véritables médiations. Dans 23 cas, ces requêtes auront été inutiles, 10 fois parce que le requérant n'aura pas donné suite, 13 fois parce que l'intermédiaire aura opté dès le départ pour la procédure judiciaire.

En Pologne :

Le système polonais joint au sein de la Commission de Bourse Polonaise ces différentes organisations que sont la COB et le CMF Français. Eu égard aux tailles respectives des marchés, la Commission Polonaise a une tendance plus répressive en matière disciplinaire. La comparaison est encore plus flagrante en matière pénale puisque la Commission a saisi 33 fois le Procureur pour des offres de valeurs mobilières sans autorisation, pour des prestations de service sans habilitation, pour des infractions aux règles d'information des émetteurs, pour des délits d'initié et pour des manipulations de cours.

En matière d'informations, citons, sans être exhaustif, parmi les informations requises des candidats à la cotation au marché OTC en Pologne :

- en ce qui concerne le prospectus initial d'introduction
 - une présentation résumée de l'offre et les risques potentiels
 - les références du responsable de la communication financière
 - une présentation de l'émission
 - une présentation de l'émetteur
 - une présentation de l'activité économique de l'émetteur

- une présentation de ses hypothèses
- une présentation de l'organisation opérationnelle de l'émetteur.

Ces documents comportent le « business plan » comprenant donc les hypothèses prévisionnelles et les comptes prévisionnels qui en découlent (y compris le compte de financement), la présentation des comptes simples ou consolidés, s'il y a lieu, certifiés l'analyse financière des 3 derniers exercices, la politique de dividendes, le raisonnement par plusieurs méthodes de calcul qui ont conduit soit au prix de l'émission, soit aux fourchettes de prix envisagées.

Ce document est évidemment destiné à la Commission, il doit faire l'objet après visa d'une publication dans un journal à large diffusion en Pologne et/ou à une diffusion sur le site internet de la Commission et/ou à une impression à au minimum 3 000 exemplaires compte tenu des diffusions précédentes ; la question étant à discuter avec la Commission.

- *en ce qui concerne les rapports périodiques nous ne reviendrons pas sur les rapports trimestriels et annuels bien connus. En revanche, il nous apparaît intéressant de mentionner les événements qui doivent faire l'objet d'une information spontanée :*

- toute acquisition, perte d'un actif, conclusion ou perte d'un contrat d'une valeur significative
- toute opération sur titres ou interruption d'opérations sur titres significatives
- toute opération du même type faite par des filiales
- toute conclusion ou interruption du mandat de certification des comptes
- toute modification de la direction générale ou de la présidence
- tous comptes ou prévisions intermédiaires.

Ces rapports sont destinés à la Commission qui les met sur son site.

Au Portugal :

Le tout récent exemple Portugais mérite d'être cité, en effet le nouveau Code des Valeurs Mobilières est entré en vigueur et la nouvelle Autorité Régulatrice : « le Conseil du Marché des Valeurs Mobilières » a pris ses fonctions le 1^{er} Mars 2000. Cette dernière est une société publique indépendante avec Conseil d'Administration et Conseil Consultatif sous la tutelle du Ministère des Finances. Elle a une compétence aussi large que son homologue polonais.

En matière d'information le dispositif législatif et réglementaire va moins dans le détail que le dispositif polonais. En revanche, on retrouve la même articulation d'informations à fournir dans les prospectus, puis sur une base régulière annuelle, semestrielle, par extension trimestrielle, et enfin le recours à la notion d'informations significatives par l'effet qu'elles pourraient avoir sur les résultats ou les comptes des émetteurs inscrits à la cote. Il y a évidemment référence à la nécessité de présenter des comptes consolidés, de présenter des prévisions annuelles et d'obtenir le visa préalable d'un commissaire aux comptes sur les comptes présentés.

Au delà, le nouveau code renvoi aux règlements du nouveau CMVM, dont deux sont déjà intervenus en 2000 concernant l'information. *A ce niveau, deux remarques méritent d'être faites :*

L'accent sur la souplesse et la flexibilité du système recherchées en renvoyant très largement aux règlements du CMVM pour tout le dispositif d'application

L'accent mis sur les supports de diffusion que sont le magazines à grand tirage et les sites web : ceux du Marché, celui de la Commission, celui que la Société a ou met en place avec bien sûr identité et visa antérieurs pour toutes les informations ainsi diffusées. La brochure imprimée est toujours mentionnée comme support des intermédiaires dans leur travail. Enfin, il est clair que le dispositif en matière de support doit être approuvé par la Commission mais qu'il n'y a en la matière aucune règle intangible.

L'intégration dans le droit national de la Directive Européenne de 1997 sur la protection du petit investisseur à travers de la loi du 22 juin 1999 qui organise à hauteur maximum de € 25 000 un fonds d'indemnisation de ce dernier pour tout dysfonctionnement avéré du marché réglementé des valeurs mobilières. Cette organisation administrative est une partie de la CMVM

XIV - ANNEXE 19: PROGRAMME DE COOPERATION ENTRE LA COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE (COB) ET LA COMMISSION NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES (CNCC)

La coopération entre la COB et les commissaires aux comptes se manifeste essentiellement en amont, par les six moyens suivants¹⁹⁵ :

- en participant activement à l'élaboration des règles et normes comptables, en étant membre du Conseil National de la Comptabilité, de son Comité d'Urgence et du Comité de la Réglementation Comptable ;
- en publiant dans son bulletin mensuel des recommandations et des positions de doctrine incitant à suivre de bonnes pratiques en matière d'information financière ;
- en supervisant le système de contrôle de la qualité du travail des commissaires par le biais de contrôles de l'examen national ;
- en participant à l'élaboration de normes professionnelles appliquées au travail des commissaires aux comptes ;
- en répondant aux questions que se posent les sociétés et les auditeurs lorsqu'une opération financière pose des difficultés techniques particulières ;
- en contribuant à améliorer les normes professionnelles et la doctrine en matière d'indépendance des commissaires aux comptes.

¹⁹⁵ Philippe DANJOU, COB, Revue Finances et Développement au Maghreb, n°25

XV - ANNEXE 20 : LE CONTROLE DE L'INFORMATION PREVISIONNELLE PAR LES COMMISSAIRES AUX COMPTES EN FRANCE

Au-delà des seuls comptes annuels et du rapport de gestion, la COB a imposé l'établissement d'un prospectus aux entreprises faisant appel public à l'épargne. En octobre 2000, la Commission Nationale des Commissaires aux Comptes a publié une révision provisoire de la norme 354 (devenue norme 6-801 dans le nouveau manuel) qui précise les informations entrant dans le champ de la mission des auditeurs et celles qui, par nature, ne sont pas soumises à l'avis du commissaire aux comptes.

1. Le prospectus est établi sous la responsabilité du dirigeant.

La COB a défini un modèle pour chaque opération financière (émission d'instruments financiers, OPA, ...). Le prospectus est destiné à fournir aux investisseurs des informations leur permettant de se forger une opinion sur le patrimoine, la situation financière, l'activité économique, les résultats et les perspectives d'avenir.

Au titre des perspectives d'avenir, la norme préconise la présentation d'états prévisionnels : un compte de résultat, un bilan et un plan de financement. Ces états doivent être commentés grâce à des notes annexes indiquant les hypothèses retenues et mesurant la sensibilité du résultat à un changement de ces hypothèses. En outre, les données prévisionnelles isolées issues des comptes prévisionnels ou celles qui ne se rapportent pas à ses comptes mais résultant d'un système d'information fiable, doivent être intégrées dans le prospectus.

L'information prévisionnelle, très appréciée des investisseurs, est sans lien direct avec les comptes à proprement parler. Elle doit donc faire l'objet d'une lecture appropriée. Cette lecture appropriée consiste à, d'une part, identifier les éléments erronés, d'autre part, à relever les incohérences significatives entre les informations contenues dans le prospectus et celles qui justifient un avis de sincérité du commissaire aux comptes.

2. Le commissaire aux comptes effectue une lecture appropriée des comptes prévisionnels à partir de la connaissance générale qu'il a acquise durant sa mission légale. Sa mission tient compte du degré de difficulté et du caractère significatif des informations communiquées dans le prospectus. **Les diligences reposent sur :**

3.

- **L'examen des hypothèses :** le commissaire aux comptes est tenu d'apprécier la base raisonnable et la traduction chiffrée des hypothèses sur lesquelles repose l'établissement de l'information prévisionnelle contenue dans le prospectus. Les auditeurs doivent analyser la pertinence et la fiabilité du processus de décision qui a amené les organes de direction à opter pour ces hypothèses. De plus, la communication des éléments prévisionnels doit préciser qu'il s'agit d'une option fondée sur des données dont l'origine doit être identifiée dans le prospectus.

4.

- **L'examen de la sincérité des informations :** au cours de sa mission, il doit relever les informations « manifestement erronées ». Le caractère « manifestement erroné » porte sur l'information en elle-même et sur la manière avec laquelle l'information est diffusée. Autrement dit, le commissaire aux comptes doit s'assurer que la présentation du prospectus ne peut pas induire en erreur les investisseurs.

5.

6. La norme 4-101 de la CNCC relative à l'établissement des comptes prévisionnels, offre la **possibilité au commissaire aux comptes d'émettre un rapport destiné aux organes de direction de l'entité émettrice**. Pour éviter tout risque de litige et surtout toute déception du marché, le CNCC (norme 4-101) stipule que l'auditeur rend compte de son avis, favorable ou défavorable, dans un rapport non public remis aux instances de direction.

7.

8. Ces dispositions transitoires ont le mérite de simplifier la lecture de l'information financière pour les acteurs des marchés financiers. Ainsi, afin d'écarter toute incompréhension des investisseurs, les notes de bas de page sont interdites tant pour les comptes prévisionnels que pour les autres informations communiquées dans le prospectus.

9.

10. Les difficultés d'un audit portant sur des comptes prévisionnels qui, par nature, sont fondés sur des hypothèses qui ne se réaliseront peut-être jamais, ont poussé la CNCC à rechercher un niveau de diligence et d'opinion adapté aux incertitudes de ces informations.

11.

12.

13. *D'après Lionel Escaffre, auditeur, Mazars & Guérard*

14. *Option Finance, n° 692, 3 juin 2002*

15.

16.

17.

18.

19.

XVI - ANNEXE 21: CADRE JURIDIQUE DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE EN TUNISIE

A l'instar des pays développés, les économies en transition réalisent de plus en plus qu'une bonne définition et pratique de la gouvernance de leurs entreprises constituent une source de compétitivité et de progrès économique et social. Avec la globalisation, les firmes se doivent d'attirer des investisseurs locaux et étrangers et il devient évident qu'aussi bien les investisseurs individuels que les fonds d'investissement ou les banques et autres institutions financières, prennent leurs décisions d'investissement non seulement sur la base du profil de l'entreprise et ses performances mais également, et de plus en plus, sur la base de sa gouvernance et de sa transparence. Ainsi, il est difficile de prétendre développer aujourd'hui un marché financier efficace et intégré dans l'économie mondiale dans un environnement d'entreprises opaques et qui ne protège pas les droits et intérêts des actionnaires minoritaires.

Dans ce qui suit, nous essayerons dans un premier temps de définir la notion de gouvernement d'entreprise, d'en comprendre les principes et d'étudier dans quelle mesure la législation tunisienne en permet la mise en place.

XVII - I. Définition

De nombreuses définitions du gouvernement d'entreprises ont été avancées dans les différents rapports et travaux consacrés à ce thème. La plus complète nous semble être celle du Rapport Cadbury qui est le premier rapport officiel consacré au sujet et qui a été publié en Grande Bretagne à la fin de l'année 1992. D'après ce rapport, « le gouvernement d'entreprise est le système par lequel les entreprises sont dirigées et contrôlées ». Le Comité canadien consacré au même thème donne, quant à lui une définition plus large en considérant que « la gouvernance d'entreprise est un processus, une structure et les pratiques employées pour diriger, gérer et contrôler les activités d'une organisation afin de lui faciliter l'atteinte de ses objectifs et l'accomplissement de sa mission ».

Plus généralement, nous pouvons dire que le concept du gouvernement d'entreprise recouvre l'organisation du pouvoir au sein de l'entreprise, l'efficacité du contrôle et des prises de décision et la qualité de l'information financière. La pratique du gouvernement d'entreprise consiste donc à faire introduire au sein des entreprises un système de contrôle global des dirigeants afin de rendre compte de leur gestion dans la transparence. Pour ce faire, plusieurs moyens peuvent être mis en œuvre : ils constituent les principes du gouvernement d'entreprise et ils ont été définis de manière différente d'un pays à l'autre.

XVIII - II. Principes

Il n'existe pas de modèle unique de gouvernement d'entreprise. Chaque pays qui s'est doté d'un Code de Bonnes Pratiques ou d'un Guide en la matière, ou encore qui a carrément mis en place un règlement plus strict dont l'application est obligatoire, l'a fait après avoir lancé une réflexion qui lui était propre et qui s'inspirait plus particulièrement de son propre cadre juridique et de ses propres pratiques.

La base commune à tous ces modèles peut être résumée dans les principes énoncés par l'OCDE en 1998 et destinés à répondre aux besoins de ses pays membres, mais également de tout autre pays, désireux de mettre en place un cadre d'application du gouvernement d'entreprise.

Ces principes s'articulent essentiellement autour de cinq axes :

1. la protection des droits des actionnaires de profiter des bénéfices de l'entreprise, de disposer des informations qui la concernent, de participer et de voter aux assemblées générales ;
2. Le traitement équitable des actionnaires, particulièrement les actionnaires minoritaires et les étrangers ;
3. Le rôle des différentes parties prenantes dans le gouvernement d'entreprise en les autorisant à participer à la vie de l'entreprise dans les meilleures conditions ;
4. La transparence et la diffusion de l'information qui devrait porter sur la situation financière, les résultats, l'actionnariat et le système de gouvernement de l'entreprise, ;
5. Les responsabilités du conseil d'administration qui devrait indiquer les orientations stratégiques de la société, assurer un véritable suivi de sa gestion et rendre compte de ses décisions à la société et à ses actionnaires.

Les principales recommandations des rapports consacrés au gouvernement d'entreprise dans le monde ont ainsi concerné :

- L'efficacité du conseil d'administration qui doit garantir la présence d'administrateurs indépendants ainsi que la dissociation de la fonction de Président et de Directeur Général ;
- La fiabilité et la disponibilité de l'information à travers la mise en place de comités d'audit ;
- L'amélioration des conditions de participation des actionnaires aux assemblées générales.

La mise en place en Tunisie d'un Code de Bonnes Pratiques de gouvernement d'entreprise doit venir compléter le dispositif existant pour définir les règles de fonctionnement des sociétés anonymes faisant appel public à l'épargne.

C'est en identifiant les insuffisances de ce dispositif dans sa forme actuelle qu'il pourra en être enrichi à travers des recommandations à suivre par les entreprises dans un souci d'amélioration de l'exercice du pouvoir entre les dirigeants et l'ensemble des actionnaires.

XIX - III. Examen du cadre juridique tunisien

Nous examinons dans cette partie les principaux textes juridiques régissant les sociétés anonymes faisant appels public à l'épargne à savoir le nouveau Code des Sociétés Commerciales (CSC) promulgué par la loi 2000-93 du 3 novembre 2000, la loi 94-117 portant réorganisation du marché financier et l'arrêté du ministre des finances du 17 novembre 2000 portant visa du règlement général du Conseil du Marché Financier.

A.1. Les droits des actionnaires

L'OCDE reconnaît parmi les droits fondamentaux des actionnaires, *« le droit de bénéficier de méthodes fiables d'enregistrement de leurs titres, de pouvoirs céder ou transférer des actions, d'obtenir en temps opportun et de façon régulière des informations pertinentes sur la société, de participer et de voter aux assemblées générales de actionnaires, d'élire les membres du conseil d'administration et de percevoir de leur part les bénéfices de la société »*.

La législation tunisienne a prévu dans ses textes relatifs au droit des sociétés et à l'organisation du marché financier le respect de ces droits fondamentaux, notamment en obligeant toute société à tenir un registre d'actionnaires mettant en place la STICODEVAM comme organisme centralisateur du règlement-livraison des titres et en garantissant, dans la limite du possible, la liquidité des titres à travers un système de cotation fiable et des mécanismes de négociation précis à la BVMT.

Par ailleurs, le Code des Sociétés Commerciales a défini le rôle et les conditions de réunion des assemblées générales des actionnaires. Le législateur tunisien donne à l'assemblée une compétence générale : 'Elle prend toutes les décisions...' ; ce qui signifie que théoriquement elle peut intervenir dans toutes les décisions. En fait, les attributions les plus importantes de l'assemblée se résument au contrôle des actes de gestion de la société, à l'approbation des comptes annuels ainsi que la nomination et la révocation des organes d'administration ou de surveillance. Les règles de convocation à l'assemblée ont été également clairement définies pour permettre aux actionnaires d'être informés à temps de la tenue de l'assemblée et de son ordre du jour, et de participer au vote sur les décisions devant être prises. Ainsi, après la publication au JORT et dans deux quotidiens, dont l'un en arabe, de l'avis de convocation de l'assemblée, au moins 15 jours avant la date de la tenue de la réunion, les dirigeants doivent mettre à la disposition des actionnaires, au siège de la société, pendant les quinze jours au moins précédents la date de l'assemblée, tous les documents leur permettant d'être informés de la situation de la société et des décisions devant être prises.

Il y a lieu toutefois de noter une insuffisance de la législation tunisienne en matière du droit des actionnaires à la participation effective à l'assemblée générale et à son information concernant l'activité de la société.

En effet, l'article 283 du CSC a strictement limité les délibérations de l'assemblée aux questions inscrites à son ordre du jour qui doit être précisé par l'auteur de la convocation à la réunion. L'article permet cependant à un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 5% du capital d'inscrire des projets de résolutions supplémentaires à l'ordre du jour, à condition de les adresser par lettre recommandée avant la tenue de l'assemblée. Une telle disposition nous paraît limitative de l'exercice par tout actionnaire de son droit d'être informé de la bonne marche de la société et de pouvoir poser les questions qu'il estime pertinentes au conseil d'administration ou au directoire. Tout en veillant à assurer un bon déroulement aux réunions de l'assemblée générale, il y a lieu d'assouplir les procédures relatives à ces délibérations.

La législation a par ailleurs garanti aux actionnaires l'exercice de leur droit de vote en prévoyant notamment la représentation des absents et le vote par correspondance, ce qui constitue une disposition à laquelle sont particulièrement sensibles les investisseurs étrangers.

B.2. Le traitement équitable des actionnaires

Selon les principes de l'OCDE, *« les règles régissant le gouvernement d'entreprise devrait assurer un traitement équitable de tous les actionnaires, y compris les actionnaires minoritaires et les étrangers »*. Sur ce plan, si le législateur tunisien a garanti l'équité dans l'exercice du droit de vote pour tous les actionnaires, il n'en est pas de même pour d'autres aspects. Ainsi, la possibilité d'inscrire des questions supplémentaires à l'ordre du jour de l'assemblée générale n'a été donnée qu'aux actionnaires détenant au moins 5% du capital, tout comme le droit d'obtenir communication, à tout moment, d'une copie des documents sociaux concernant les trois derniers exercices, qui n'est accordé qu'aux actionnaires détenant un minimum de 10% du capital, alors que ce droit était permis par l'ancien Code de Commerce, à tous les actionnaires. De même, la convocation de l'assemblée générale ne peut être provoquée par un ou plusieurs actionnaires que s'ils détiennent au moins 15% du capital, contre 5% en Allemagne et 10% en Grande-Bretagne. Enfin, la possibilité de demander l'annulation de décisions prises contrairement au statut ou portant atteinte aux intérêts de la société ou prises dans l'intérêt d'un ou de plusieurs actionnaires ou au profit d'un tiers, n'est accordée qu'aux actionnaires détenant 20% au moins du capital. Il est clair ainsi que le seuil d'équité entre les divers actionnaires n'est pas encore harmonisé pour l'ensemble des droits pouvant être invoqués.

Le CSC a toutefois apporté une nouveauté en refusant aux sociétés de préciser dans leurs statuts un nombre minimum d'actions permettant de participer aux assemblées générales puisqu'il limite ce nombre à dix actions.

Concernant les actionnaires étrangers, mis à part une autorisation requise pour les investissements dépassant 49% du capital des sociétés cotées, aucune mesure discriminatoire n'est prévue dans la réglementation tunisienne qui n'a assorti le rapatriement des dividendes et des produits de vente de titres d'aucune condition.

C.3. La transparence et la diffusion de l'information

Ce principe de l'OCDE énonce clairement que *« les règles régissant le gouvernement d'entreprise doivent garantir la diffusion en temps opportun d'informations exactes sur tous les éléments pertinents à l'entreprise, notamment la situation financière, les résultats, l'actionnariat et le système de gouvernement de cette entreprise. »*

Les questions relatives à ce thème ont été largement débattues dans la partie consacrée à l'information financière et aux besoins de transparence des investisseurs. Rappelons à ce niveau que le fonds doit toujours primer sur la forme et que le contenu des informations fournies doit permettre aux investisseurs de comprendre l'activité de l'entreprise et ses perspectives. Il nous semble évident que des textes étudiés ont cherché à répondre aux besoins des investisseurs mais que la pratique reste à améliorer. Le CMF a bien identifié les obligations des sociétés en matière d'information et s'est doté, dans les textes, des moyens de les faire respecter. La mise en place de principes de gouvernement d'entreprise doit permettre aux sociétés de s'acquitter de ces obligations vis à vis de ses actionnaires, sans l'intervention du CMF. A défaut et dans une phase transitoire, ce dernier doit assister l'entreprise pour mettre à la disposition de ses actionnaires l'ensemble des informations qu'elle accepte de divulguer à la demande du CMF notamment lors de l'établissement des prospectus. Il s'agit ainsi de généraliser la mise à jour annuelle de l'actionnariat, de l'administration, de l'organisation, de la direction, de la situation des filiales, de la stratégie et des objectifs ainsi que des prévisions de l'entreprise. Les données comptables doivent également être présentées de manière complète, détaillée, comparative et pertinente.

Les membres du conseil d'administration, ou du directoire et du conseil de surveillance, ainsi que les principaux dirigeants de la société doivent être présentés aux actionnaires qui pourront ainsi apprécier l'expérience et les qualifications qu'ils possèdent et évaluer les risques de conflits d'intérêt qui peuvent se poser.

L'OCDE accorde également dans ses principes une place de choix à la vérification des comptes par des commissaires aux comptes indépendants selon des normes reconnues au niveau international. Sur ce plan, le nouveau référentiel comptable adopté en 1997 s'inspire largement des standards internationaux et le CSC a défini les aspects juridiques du statut et du rôle du commissaire aux comptes.

La notion d'indépendance a ainsi été précisée dans l'article 262 du CSC par référence aux incompatibilités de fonction puisque, ne peuvent être nommés commissaires aux comptes d'une société :

- *les administrateurs ou les membres du directoire ou les apporteurs en nature et tous leurs parents ou alliés, jusqu'au quatrième degré inclusivement (contre le deuxième degré uniquement selon l'ancien Code de Commerce) ;*
- *les personnes recevant sous une forme quelconque à raison de fonctions autres que celles des commissaires, un salaire ou une rémunération des administrateurs, des membres du directoire ou de la société ou de toute entreprise possédant le dixième du capital de la société ou dont la société possède au moins le dixième du capital ;*
- *les personnes auxquelles il est interdit d'être membre d'un conseil d'administration ou d'un directoire ;*
- *les conjoints des personnes ci-dessus visées.*

Ces dispositions viennent compléter celles prévues par la loi 88-108 du 18 août 1988 portant refonte de la profession d'expert-comptable qui interdisait déjà l'exercice de la fonction de commissaire aux comptes de sociétés dans lesquelles l'expert-comptable *détient directement ou indirectement des participations de quelque nature que ce soit.*

Toutefois, il nous apparaît que ces précisions demeurent insuffisantes dans la mesure où elles ne tiennent pas compte d'une part de relations telles que celles qui peuvent lier un commissaire aux comptes à une banque,

par exemple (client-fournisseur), et d'autre part, de celles qui lient un expert-comptable à une société à travers une autre structure telle que le conseil financier¹⁹⁶.

D'une manière générale, l'indépendance des commissaires aux comptes a été renforcée dans la plupart des pays par la mise en place des comités d'audit rattachés au conseil d'administration ou du directoire que nous traitons dans la partie suivante.

D.4. Les responsabilités du conseil d'administration ou du directoire

Selon les principes de l'OCDE, *le conseil d'administration, ou le directoire, doit indiquer les orientations stratégiques de la société, assurer un véritable suivi de la gestion et rendre compte de ses décisions aux actionnaires.*

Le législateur tunisien a défini dans le nouveau CSC les modalités de l'administration des sociétés anonymes. Le plus considérable apport de la réforme consiste en l'introduction du mode de gestion dualiste basé sur le directoire et le conseil de surveillance, à côté du mode classique basé sur le conseil d'administration.

Ce dernier s'est vu apporter certaines modifications, notamment l'abandon de l'exigence de la qualité d'actionnaire pour être administrateur et ce, sauf disposition contraire des statuts. Cette innovation peut être considérée comme une étape vers l'acceptation des administrateurs indépendants au sein du conseil mais elle demeure entachée de la possibilité laissée aux statuts pour restreindre cette pratique. De même, le CSC permet, sauf disposition contraire des statuts, à un salarié d'être administrateur mais sous certaines conditions en l'obligeant à justifier d'une ancienneté au sein de l'entreprise d'au moins 5 ans, et à exercer un travail effectif. Ces deux conditions sont ainsi destinées à garantir l'efficacité, la compétence et l'indépendance du salarié-administrateur en le mettant à l'abri des pressions pouvant être exercées par le conseil et touchant à la précarité de son poste ou l'incertitude de sa rémunération s'il s'agit d'un emploi de complaisance. A ce niveau, le législateur tunisien n'a pas limité le nombre des salarié-administrateurs à l'instar de son homologue français qui l'a plafonné au tiers du conseil. Si les efforts pour instaurer la participation d'indépendants au conseil d'administration se limitent sur le plan juridique à ces deux cas, il y a lieu de signaler la recommandation, encore informelle, faite par le CMF pour les nouvelles sociétés introduites en Bourse et qui consiste à réserver deux sièges d'administrateurs pour représenter les petits porteurs. Toutefois, la notion d'administrateur indépendant n'étant pas définie dans notre législation, il apparaît difficile de vérifier réellement l'indépendance de ces membres et leur représentativité des actionnaires minoritaires.

Sur le plan de la dissociation des fonctions de président et de directeur général, le modèle classique tunisien, contrairement au modèle français, laisse le choix aux sociétés de dissocier ou de cumuler les deux fonctions.

Une SA administrée par un conseil d'administration peut ainsi être dirigée par un Président-Directeur Général et un (ou plusieurs) Directeur(s) Général(aux) Adjoint(s) ou par un Président du Conseil et un Directeur Général. Contrairement à l'idée répandue, la tendance mondiale en la matière est plutôt partagée

¹⁹⁶ Une étude américaine portant sur 563 entreprises a montré que pour 1 dollar de prestations d'audit facturées, 2,69 dollars de prestations hors audit étaient chargées au même client.

puisque, si près de 90% des entreprises britanniques l'ont adoptée, seulement 20% des sociétés américaines dissocient les deux fonctions. Les autres pays recommandent plutôt le mode dual pour garantir la séparation de droit de ces fonctions, tel est le cas en Allemagne, aux Pays-Bas, en Belgique, en Suède et, à une moindre échelle, en Italie et en Espagne. La France, tout comme la Tunisie, est l'un des rares pays à permettre le choix entre les deux modes d'administration et il est intéressant de noter que si la structure duale a été adoptée par 2 à 3% des sociétés françaises, elle a été mise en œuvre par 20% des sociétés du CAC 40.¹⁹⁷ La forme duale semble ainsi mieux s'adapter aux sociétés faisant appel public à l'épargne.

En effet, ce mode d'administration repose sur la distinction entre la fonction de gestion qui est assurée par le directoire et la fonction de contrôle qui est assurée par le conseil de surveillance. Le directoire est ainsi investi des pouvoirs les plus larges pour agir au nom de la société et regroupe des membres, pas nécessairement des actionnaires, nommés par le conseil de surveillance et dont le nombre ne peut dépasser cinq personnes. Leur révocation par contre doit être décidée par l'assemblée générale sur proposition du conseil de surveillance, l'assemblée générale peut ainsi jouer le rôle d'arbitre entre le directoire et le conseil de surveillance. Contrairement au conseil d'administration qui n'est tenu de présenter qu'un rapport d'activité annuel à l'assemblée générale des actionnaires, le directoire doit en plus en remettre un au conseil de surveillance au moins une fois par trimestre. Le conseil de surveillance peut à toute époque de l'année opérer des contrôles et consulter les documents qu'il demande, il vérifie le rapport annuel et présente à l'assemblée générale ses observations sur ce rapport. Les membres du conseil de surveillance sont nommés par l'assemblée générale et doivent être actionnaires de la société avec un nombre minimum d'actions fixé par les statuts. Les membres du directoire encourent les mêmes responsabilités que les administrateurs tandis que les membres du conseil de surveillance, de par la simple mission de contrôle dont ils sont investis, ne répondent pas des actes de gestion. Enfin, pour permettre au conseil de surveillance et au directoire, mais aussi au conseil d'administration, d'éviter les conflits d'intérêt et de consacrer suffisamment de temps aux tâches qui leur incombent, le CSC a limité le nombre de mandats qu'ils peuvent détenir dans des sociétés différentes, et hormis le directoire, a réduit la durée du mandat de 6 à 3 ans afin de permettre le renouvellement des organes de contrôle.

Ainsi, aussi bien pour le mode classique que dual, le législateur a laissé aux sociétés le soin de préciser dans leurs statuts le nombre de réunions du conseil et les conditions générales d'exercice de sa mission. Il y a donc lieu d'enrichir le cadre juridique tunisien des divers aspects garantissant le bon déroulement de la fonction de contrôle par les membres de conseil, notamment en matière de disponibilité et de fiabilité de l'information.

Tel est le rôle et l'objectif du comité d'audit qui a été mis en place dans la totalité des modèles de gouvernement d'entreprise et qui s'est même érigé en force de loi pour les entreprises cotées dans certains pays comme les Etats-Unis ou la Grande Bretagne.

En France, où il n'est que recommandé, 83% des sociétés du CAC 40 en disposaient selon une étude menée en 2000¹⁹⁸ contre 65% en 1997¹⁹⁹. Le cadre tunisien, à travers le Règlement Général de la Bourse a mis en place les prémices du comité d'audit en exigeant que les sociétés cotées en Bourse disposent d'une structure dédiée à l'audit interne. Plus particulièrement, les normes comptables relatives au contrôle interne et à l'organisation comptable dans les établissements bancaires et les compagnies d'assurances recommandent la création de comités d'audit rattachés aux conseils d'administration et « ayant pour rôle :

¹⁹⁷ Rapport Viénot II, 1999

¹⁹⁸ Le gouvernement d'entreprise des sociétés du CAC 40, Sylvie FRONTEZAK, COB, 2000

¹⁹⁹ Statistiques KPMG France, 1999

- de définir, de contrôler et de coordonner les activités de la structure d'audit interne et le cas échéant les travaux des autres structures (...) chargées de missions de contrôle ;
- l'examen des insuffisances de fonctionnement du système de contrôle interne relevées par les différentes structures (...) et autres organes chargés de missions de contrôle ;
- l'adoption des orientations permettant la correction et le suivi des insuffisances des procédures de contrôle interne. »

XX - ANNEXE 22 : PRATIQUES DES SOCIETES COTEES TUNISIENNES EN MATIERE DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Afin de bien cerner les pratiques des sociétés tunisiennes cotées en Bourse, nous avons élaboré un questionnaire, scindé en quatre parties, qui regroupent les plus importants principes du gouvernement d'entreprise. Les quatre parties du questionnaire sont les suivantes :

- Actionnariat des sociétés ;
- Administration des sociétés ;
- Fonctionnement du conseil d'administration ou de surveillance ;
- Et comités de conseil.

Les résultats du questionnaire, qui couvre la situation des sociétés cotées en Bourse à fin 2001, ont été résumés dans le tableau ci-dessous.

Actionnariat des sociétés	
Public	<u>37%</u>
Privé	<u>63%</u>
	CHAPITRE 21 100%

Administration des sociétés	
Conseil d'Administration	<u>93,5%</u>
Conseil de surveillance	<u>6,5%</u>

CHAPITRE 22 100%

Fonctionnement du Conseil d'administration ou de surveillance

Le conseil d'administration ou de surveillance est régi par :

- Statuts de la société*	100%
- Règlement intérieur du Conseil*	0%
- Charte d'administration ou de membres*	2,2%

Le conseil d'administration ou de surveillance est composé de :

- 3 à 4 membres	2,2%
- 5 à 6 membres	4,2%
- 7 à 8 membres	37%
- 9 à 10 membres	28,3
- 11 à 12 membres	28,3
	100%

Le Conseil se réunit en moyenne :

- 2 à 4 fois par an	97,8%
- 5 à 8 fois par an	2,2%
- plus de 8 fois par an	0%
	100%

Les réunions du Conseil durent en moyenne :

- Une à 2 heures	<u>6,5%</u>
- de 2 à 4 heures	<u>91,3%</u>
- plus de 4 heures	<u>2,2%</u>

	100%
--	------

Des membres indépendants sont-ils présents au sein du Conseil ?

- Oui	10,9%
- Non	89,1%
	100%

La proportion des membres indépendants au sein du Conseil est :

- De 0%	89%
- De 1 à 25%	4,4%
- De 25 à 50%	4,4
- De 50 à 75%	0%
- plus de 75%	2,2%
	100%

La notion d'administrateur ou de membre indépendant est-elle définie par la société ou le Conseil ?

- Oui	4,3%
- Non	95,7%
	100%

Les fonctions de Président-Directeur Général et de Directeur Général sont-elles dissociées ?

- Oui	17,4%
-------	-------

- Non	82,6%
-------	-------

CHAPITRE 23 100%

Comités de conseil

- Comité d'audit*	4,3%
- Comité de nomination*	0%
- Comité des rémunérations*	0%
- Comité de financement*	10,9%

Le nombre moyen des membres des comités de conseil :

- De 1 à 3 membres	63%
- De 4 à 7 membres	2,3%
- 8 membres ou plus	21,7%
	100%

La proportion des membres indépendants au sein de ces comités de conseil est :

- De 0 à 25%	0%
- De 25 à 50%	0%
- De 50 à 75%	0%
- De plus de 75%	2,2%
	100%

Le nombre moyen des réunions de chaque comité de conseil :

- Une à 2 fois par an	<u>65,9%</u>
- 3 à 4 fois par an	<u>34,1%</u>
- plus de 4 fois par an	<u>0%</u>

* pourcentage des sociétés cotées en Bourse.

Concernant la partie administration, 6,5% seulement des sociétés cotées en Bourse ont opté pour la forme duale de gestion à savoir une structure de gestion formée par un Directoire et un Conseil de Surveillance, alors que 93,5% d'entre elles sont restées fidèles à la forme classique de gestion – Conseil d'Administration – qui a montré souvent ses limites en matière de transparence et de gestion interne (prise de décision optimale pour la société). Il est à noter que les trois sociétés qui ont adopté la forme duale de gestion sont la BIAT, la BNA et la STB, toutes les trois appartenant au secteur bancaire.

Dans le même volet, on constate que le fonctionnement des organes de gestion est régi principalement par les statuts des sociétés. En effet, aucune société ne possède un règlement intérieur pour son Conseil alors que 2,2% (une seule) seulement ont prévu une charte d'administration ou de membres.

Par ailleurs, le nombre moyen de membres au sein des Conseils est à 93,6% supérieur à 7. ce résultat reste, toutefois, positif puisqu'il favorise la notion de collégialité des Conseils et la qualité des décisions prises pour la bonne marche de l'entreprise. Ceci dit, le nombre des membres du Conseil doit être proportionnel à la taille des entreprises, chose qui n'est pas vérifiée pour quelques sociétés souffrant soit d'un sur-nombre (charges de gestion gonflées) ou d'un nombre insuffisant de membres qui peut bien être un handicap majeur pour la société.

À propos du nombre moyen des réunions des Conseils, il est à 97,8% entre deux et 4 fois par an alors qu'une seule société connaît une fréquence de réunions de son Conseil de 5 à 8 fois par an. En effet, même si une fréquence de réunions de deux à 4 fois par an reste suffisante pour gérer une société, elle l'est beaucoup

moins pour répondre à des exigences de communication sur le marché. Ajoutons à cela que 97,8% de ces réunions ne durent pas plus que 4 heures.

S'agissant de la présence de membres indépendants au sein des Conseils d'administration, 10,9% seulement des sociétés ont déclaré qu'ils ont des membres indépendants dans des proportions de présence qui ne dépassent pas les 50% dans plus de 80% des cas. Pour mieux affiner les résultats des deux dernières questions, il convient d'y ajouter que 4,3% seulement des sociétés cotées en Bourse ont défini la notion de membre indépendant en l'occurrence à travers leurs statuts. A ce niveau, les sociétés cotées en Bourse se trouvent privées d'un apport en savoir-faire et de la neutralité vis-à-vis des prises des décisions, chose qui ne peut être apportée que par des membres indépendants, souvent spécialistes dans leurs domaines.

D'autre part, plus de 82% des sociétés cotées en Bourse gardent une situation de cumul des fonctions du Président-Directeur Générale et celle du Directeur Générale.....

Le quatrième volet de ce questionnaire a été axé sur la notion de comités de conseil qui sont selon la notion de gouvernement d'entreprise les garants d'un contrôle interne indépendant. En effet, 4,3% seulement des sociétés cotées en Bourse ont des comités d'audit ; sachant que le secteur bancaire est représenté à hauteur de 24% dans le marché et que l'existence d'un tel comité est obligatoire pour ces derniers. A ce niveau, on constate un manque de respect des obligations en matière de contrôle. D'un autre côté 10,9% des sociétés cotées ont un comité de financement alors qu'aucune desdites sociétés n'a de comité de nomination ou de rémunération. Ceci reflète bien retard important pour bâtir un système de gestion transparent.

Concernant la présence des membres indépendant dans les comités d'audit et de financement, elle reste très faible puisque on trouve qu'une seule société parmi celle qui ont des comités d'audit et de financement (11 sociétés) a des membres indépendants. Ajoutons à cela la faiblesse de la fréquence des réunions – 65% des sociétés ont déclaré une fréquence de réunion inférieure

I - ANNEXE 23 : PROGRAMME MARKETING DE LA BOURSE DE PARIS

La Bourse de Paris a articulé son programme marketing autour de cinq axes :

- Un comité d'actionnaires individuels qui regroupe des personnes détenant des titres de sociétés cotées réunies en un forum de discussion et de consultation qui a initié un certain nombre de mesures en faveur de l'actionnariat populaire ; ce dernier représente 5,2 millions de Français, soit 15% de la tranche des hauts cadres et professions libérales ;
- Des Points Bourse qui s'élèvent aujourd'hui à 650 en collaboration avec 80 sociétés de Bourse et banques et qui constituent des espaces d'apprentissage de la culture boursière et de vulgarisation financière avec une information en temps réel et des outils pédagogiques distribués et expliqués aux clients ;
- Un programme de formation destiné aux investisseurs et professionnels désireux d'améliorer leurs connaissances ; cette Ecole de Bourse est présente aujourd'hui dans 45 centres et a dispensé une formation à plus de 10 000 personnes ;
- Un Guide de l'Actionnaire consultable sur le site de la Bourse de Paris avec 4,4 millions de pages visitées mensuellement, soit 160 000 pages par jour, et une liste de 17 000 abonnés ;
- Une campagne publicitaire basée sur le slogan « *OUI à l'actionnaire individuel* ».

CHAPITRE 24 ENQUETE SUR LES MODES DE
CHAPITRE 25 FINANCEMENT DES ENTREPRISES

La seconde phase de notre étude a consisté en une enquête menée auprès d'un échantillon d'entreprises et destinée à identifier un modèle de financement de l'entreprise tunisienne et à évaluer sa perception du marché financier.

En effet, l'entreprise tunisienne a toujours eu un modèle de financement externe reposant essentiellement sur le crédit bancaire qui était alors la principale ressource disponible. Par conséquent, l'entreprise tunisienne a longtemps privilégié une approche classique de financement qui combine crédit bancaire et auto-financement. Avec l'introduction de nouvelles sources de financement telles que le leasing, le marché financier, les SICAR, elle dispose désormais d'un choix plus grand. Il devient dès lors intéressant d'étudier son évolution en matière de pratiques de financement. Le but recherché par cette enquête est donc d'approfondir les mécanismes de financement des entreprises tunisiennes. La méthodologie retenue est de procéder à une collecte de données combinée à un questionnaire.

I - I- Etendue de l'enquête

Il s'agit d'analyser exclusivement les méthodes de financement à moyen et long terme de l'entreprise. Tous les financements courts ne seront pas étudiés car le marché financier n'offre pas de solutions à ce niveau.

II - II- Outils de l'enquête

- Collecte des données financières relatives au financement de la société (Bilan, description détaillée des financements, ...)
- Questionnaire à effectuer auprès des responsables de toutes les sociétés de l'échantillon.

III - III- Le questionnaire

A.1. Contenu du questionnaire

Nous avons élaboré deux questionnaires : l'un destiné aux groupes et l'autre aux sociétés individuelles. Chaque questionnaire tient compte des caractéristiques de chaque sous-population.

D'une manière générale, les questionnaires devront nous permettre de :

- identifier la structure de l'actionnariat de la société/ du groupe pour dégager un profil de la société/ du groupe (fermée, ouverte, mixte...)

- Recenser l'ensemble des modes de financement auxquels recourt l'entreprise/ le groupe et dégager pour chaque mode les avantages et les inconvénients qui lui sont associés. Par là, nous voulons comprendre les motivations ou obstacles qui orientent les choix de financement de l'entreprise/ le groupe.
- évaluer le poids de chaque mode de financement dans le total des financements à moyen et long terme de l'entreprise. Une confrontation avec les données chiffrées collectées sera effectuée afin de dégager les écarts.
- recueillir des informations générales sur la société / le groupe (croissance du chiffre d'affaires, coût des ressources bancaires...) afin d'avoir une appréciation générale sur les performances de gestion la société / le groupe. Ces informations seront complétées par le traitement des données comptables de l'entreprise.

B.2. Présentation des questionnaires

Les deux questionnaires destinés aux groupes de sociétés pour l'un et aux sociétés non affiliées à des groupes pour l'autre sont présentés dans les annexes A et B.

IV - IV- L'échantillon d'entreprises

Le choix de l'échantillon a nécessité une large réflexion et plusieurs investigations. Les entretiens effectués nous ont permis d'identifier certains des candidats mais nous avons également mené nos propres recherches afin de compléter la constitution de l'échantillon.

A ce niveau, hormis pour les sociétés faisant appel public à l'épargne, les informations collectées et disponibles restent souvent générales (effectif, date de création, chiffre d'affaires,...). Nous avons par ailleurs procédé à une appréciation qualitative de ces sociétés (solidité, viabilité, réputation) qui nous permet à ce stade de retenir déjà des candidats appropriés à notre étude. L'enquête nous permettra par la suite d'approfondir les questions spécifiques relatives au financement des sociétés.

Globalement, nous nous sommes attachés dès le départ au niveau de l'échantillon au respect des conditions générales suivantes :

- Une grande diversité des secteurs et des activités sélectionnés. Dans l'ensemble, 9 grands secteurs de l'économie et environ 30 activités ont été retenus.
- Une grande diversité dans l'actionnariat des sociétés et groupes de sociétés. Il y a ainsi des groupes familiaux, des groupes à actionnariat institutionnel, des groupes à participation étrangère, des groupes cotés. Pour les sociétés, il y a également des sociétés totalement fermées, des sociétés à actionnaires multiples, des sociétés avec une participation de SICAR, des sociétés avec des partenaires étrangers.

- Une différenciation au niveau de la taille. Il y a ainsi des groupes de grande taille qui ont un chiffre d'affaires supérieur à 200 MD mais aussi d'autres de petite et moyenne taille. Pour les sociétés également, la taille mesurée alternativement par le chiffre d'affaires, le capital ou toute autre indicateur différera sensiblement entre les divers candidats retenus.
- Identification de sociétés et groupes de sociétés qui évoluent dans des environnements différents et qui présentent des perspectives différentes. Ici, il s'agit globalement d'aspects tels que le degré de concurrence dans le secteur / l'activité, secteur à maturité/ secteur en croissance, secteur protégé/ non protégé, marché domestique/ marché à l'export, secteur stable/ à forte innovation technologique...

Une certaine couverture géographique qui regroupe essentiellement les 6 premiers gouvernorats et les 3 plus grandes villes du pays.

A.1. Critères de sélection

La constitution de l'échantillon a requis la mise en œuvre de plusieurs étapes de sélection qui peuvent être globalement résumées dans les critères de choix décrits ci-dessous :

1. Rester dans le cadre de la problématique de notre sujet qui est liée au faible recours des sociétés tunisiennes au marché financier. Il était donc nécessaire de cibler des sociétés qui avaient un profil de candidats potentiels à la Bourse. Pour cela, les sociétés ou groupes de sociétés sélectionnées devaient répondre à des critères tels qu'une bonne situation financière, une bonne notoriété, une certaine taille, une pérennité plus ou moins certaine... Nous avons dès lors éliminé les sociétés peu connues, de petite taille, ayant des difficultés financières, non rentables, n'ayant pas un bon projet d'avenir...
2. Obtenir une bonne représentativité de l'économie tunisienne. Si l'on excepte les secteurs majoritairement contrôlés par l'Etat tels que l'énergie, la distribution de l'eau et de l'électricité..., nous avons essayé de retenir les secteurs phares de l'économie et en même temps ceux qui constituent les points forts de la Tunisie. Ainsi, des secteurs tels que le tourisme, les industries exportatrices (textile, mécanique, services), les biens de consommation mais aussi l'agro-alimentaire sont fortement représentés dans notre échantillon.
3. Nous avons décidé d'exclure les entreprises publiques dont les décisions de financement relèvent le plus souvent des autorités publiques. De même, leurs projets d'émissions en Bourse tels qu'un programme d'introduction s'insère dans le cadre du programme de privatisation et ne peut pas être décidé librement par le chef d'entreprise en tant que solution de financement. De plus, il se peut que les caractéristiques des sociétés publiques soient tellement similaires qu'elles peuvent introduire un biais dans notre échantillon (ex : sous-capitalisation, financement bancaire exclusivement...). En ne choisissant que des sociétés privées dans des secteurs différents, nous souhaitons éliminer ce biais et construire un échantillon plus significatif.
4. Le critère de taille, déjà cité, a été appréhendé par un facteur principal et un facteur secondaire. Le facteur principal est celui du chiffre d'affaires qui a été fixé à un minimum de 1 Million de Dinars. Nous n'avons pas une estimation du chiffre d'affaires de certaines sociétés mais il est clair que celui-ci est largement supérieur au minimum retenu. Le facteur secondaire est le

capital qui normalement devait se situer à un minimum de 250 000 DT. Seules 2 sociétés ne répondent à cette condition mais nous les avons quand même retenues car elles répondent aux autres conditions citées précédemment et pour garder quelques entreprises de petite taille mais qui présentent tout de même un potentiel de croissance.

5. Nous avons essayé de choisir en majorité des sociétés qui ont soit procédé à des investissements ou qui ont des projets d'investissement afin de pouvoir analyser leurs méthodes récentes ou envisagées de financement. Il s'agit donc en majorité de sociétés qui ont des besoins de financement à moyen et long terme significatifs et pour qui l'alternative boursière pourrait être envisagée.
6. Nous avons choisi des sociétés de différents âges. Certaines ont été créées depuis 60 ans tandis que d'autres ne datent pas de plus de 4 ans. En moyenne, l'âge moyen se situe entre 20 et 25 ans. Par déduction et sauf exceptions, les sociétés de notre échantillon qui ont plus de 20 ans d'existence opèrent dans des secteurs matures tandis que celles qui ont été créées au cours des 10 dernières années évoluent dans des secteurs émergents.
7. La croissance est très variable entre les sociétés sélectionnées. Bien évidemment, ce critère est difficile à mesurer a priori²⁰⁰ et demande à être défini de manière précise (croissance des ventes, des bénéfices avant amortissements et impôts, bénéfices nets...). Nous avons toutefois essayé également de prendre comme référence la croissance du secteur auquel appartient la société (ex : croissance modérée dans les matériaux de construction, croissance forte dans les services informatiques).
8. Il nous a été très difficile de distinguer clairement entre sociétés individuelles et groupes de sociétés. La définition de groupe reste encore floue. Au niveau de l'INS, nous n'avons trouvé aucune liste de groupes tout comme il existe peu de données publiques qui peuvent nous permettre de faire des classifications. Dans les guides économiques et dans les classements de certaines revues, on trouve tantôt des données de groupes et tantôt uniquement des données de sociétés appartenant à des groupes. Souvent, des sociétés qui fonctionnent comme des sociétés individuelles peuvent être assimilées juridiquement à des groupes car elles ont plusieurs filiales.
9. Nous avons décidé de retenir 10 groupes de différentes tailles reconnus en tant que groupes. Ne connaissant pas exactement le périmètre de ces groupes, nous pensons tout de même restreindre ce périmètre aux seules filiales majoritairement détenues. A partir de là, nous avons essayé de qualifier le groupe en fonction de ses activités les plus importantes (ex : SFBT est un groupe spécialisé dans les boissons même s'il a une filiale financière, immobilière...).

Par ailleurs, nous avons retenu 10 sociétés très importantes de 10 autres groupes qui sont souvent représentatives d'un pôle d'activité important de ce groupe. Dans plusieurs cas, ces sociétés sont véritablement les sociétés phares du groupe et peuvent être assimilées à des sociétés mères.

10. Dans notre échantillon, 8 sociétés et 1 groupe ne sont pas situés dans le Grand Tunis. Une dixième a 4 de ses 5 sites de production en dehors de Tunis. Le gouvernorat de Sfax est représenté par trois candidats tandis que le gouvernorat de Sousse et de Nabeul ont chacun également deux représentants. Si l'on ajoute les implantations des

²⁰⁰ Seules nos propres investigations sur quelques sociétés et des chiffres publiés dans la presse nous ont permis d'estimer la croissance. Seule l'enquête en définitive nous aidera à valider les estimations et les chiffres disponibles.

filiales des groupes sélectionnés à l'intérieur du pays (SFBT et TTS notamment), la couverture du territoire devient presque totale.

B.2. Composition de l'échantillon

Au total dans cet échantillon nous avons retenu :

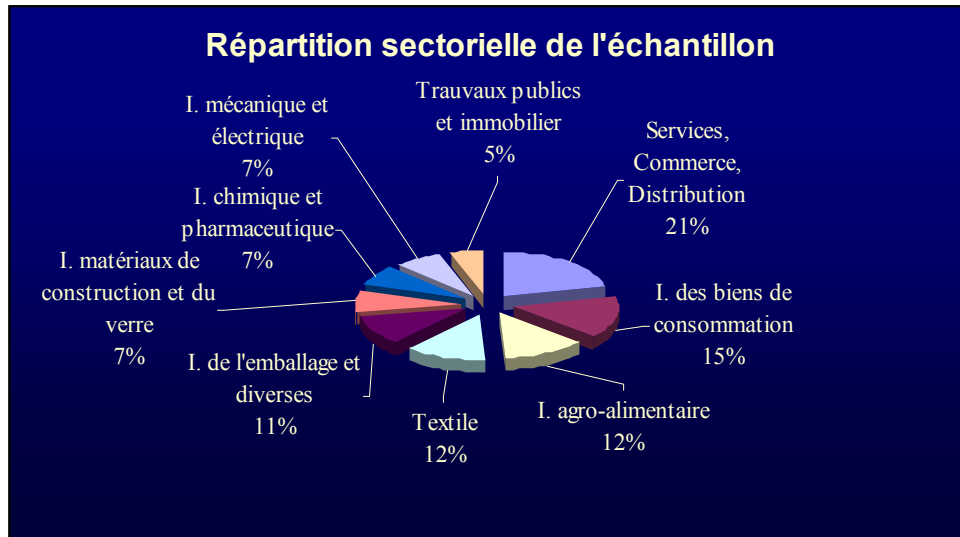
Au niveau des groupes :

- 4 groupes diversifiés
- 2 groupes touristiques
- 1 groupe de distribution
- 1 groupe financier
- 1 groupe agro-alimentaire (boissons)
- 1 groupe industriel (produits d'hygiène)

Au niveau des sociétés appartenant à des groupes et aux sociétés individuelles:

- Le textile (confection, filature, étiquettes) : 5
- L'industrie mécanique et électrique (batterie, semi-remorque) : 2
- Matériaux de construction (ciment, céramique, briques, verrerie) : 4
- Industrie chimique et pharmaceutique (engrais, médicaments sous licence, génériques) : 3
- Industrie de l'emballage : 2
- Industrie alimentaire (yaourts, jus, huiles, beurre) : 2
- Biens de consommation (cosmétiques, brosses, quincaillerie, matelas, composants) : 5
- Autres industries (assemblage) : 1
- Services (informatiques, télécommunications, pétroliers, assurance) : 5
- Travaux publics : 1
- Promotion immobilière : 1

En procédant à une répartition sectorielle plus poussée, nous obtenons approximativement les résultats suivants :



La comparaison de cet échantillon avec les poids de ces secteurs dans le PIB (hors agriculture) est très difficile car la classification de la BCT est différente et parce que plusieurs secteurs ont été exclus de notre échantillon pour les raisons expliquées précédemment. De plus, la défalcation exacte des activités des groupes diversifiés par secteur est aussi très difficile.

Néanmoins, sur ce qui est comparable, une certaine homogénéité peut être observée. Le textile par exemple contribue à concurrence de 10% dans le PIB (hors agriculture) contre 12,5% pour notre échantillon. Pour les travaux publics, la contribution est de 7% contre 5% pour notre échantillon.

C.3. Présentation de l'échantillon

L'échantillon retenu à ce niveau est présenté dans l'annexe C.

V -

VI - V. Les résultats de l'enquête

La composition finale de notre échantillon sera sensiblement différente de celle qui a été retenue dans notre échantillon cible. Environ 13 groupes de sociétés et sociétés ont refusé soit de donner de une suite favorable

à notre demande soit, pour quelques unes, répondu au questionnaire seulement. Nous avons dû les remplacer par d'autres groupes de sociétés et sociétés individuelles ce qui a eu pour effet de modifier plusieurs hypothèses émises dans la composition initiale de notre échantillon (taille, représentation sectorielle, implantation géographique...)

L'analyse financière des états financiers des sociétés et groupes de sociétés de notre échantillon se basera sur les comptes de l'année 2000²⁰¹.

Au niveau des groupes retenus, cinq groupes nous ont remis des états consolidés qui ne sont toutefois pas certifiés par un commissaire aux comptes²⁰². Tous les autres groupes ne nous ont communiqué que quelques états financiers des sociétés de leurs groupes qui étaient toutefois les sociétés les plus importantes de ces groupes. On estime que les états financiers obtenus sont représentatifs de plus de la moitié de l'activité des groupes étudiés.

La liste nominative des entreprises qui ont participé à notre enquête est présentée dans l'annexe D. Les résultats du dépouillement des questionnaires des groupes se trouvent résumés dans l'annexe E et ceux des sociétés dans l'annexe F. Un tableau synthétique avec les comparaisons entre groupes et sociétés sont dans l'annexe G et l'annexe H reprend les ratios financiers de l'échantillon.

Au niveau des groupes, il faut noter qu'hormis cinq groupes qui avaient des comptes consolidés, il a fallu reconstituer des quasi-comptes consolidés sur la base des états financiers disponibles. Il ne s'agissait pas des véritables comptes du groupe mais d'une reconstitution d'une partie du groupe.

Pour respecter certaines significations économiques spécifiques à la vie des groupes, nous avons procédé à des méthodes simplifiées de regroupement des comptes²⁰³ tenant compte des informations disponibles sur les niveaux de participations des sociétés mères ou assimilées dans les autres filiales du groupe. On a procédé en premier lieu par différencier les types de contrôle existants entre contrôle exclusif ou notable en fonction des participations directes et indirectes dont nous disposons. Cette méthodologie a pour objectif de reproduire l'image la plus fidèle qui soit de la structure financière en éliminant certains mouvements de fonds et transactions intra-groupes que nous avons pu relever. Pour quatre groupes de l'échantillon on a procédé à un regroupement en utilisant les méthodes classiques de consolidation (intégration globale, intégration proportionnelle et mise en équivalence). Nous jugeons les résultats obtenus comme reflétant relativement bien le patrimoine des groupements constitués, ayant pu dégager des politiques de financement assez cohérentes entre les filiales et leurs sociétés mères et entre les filiales elles même. Pour 7 autres « groupes » pour lesquels nous n'avons pas pu identifier clairement une société mère ou holding ou que celle-ci n'existait pas, nous avons utilisé des comptes agrégés en veillant à éliminer les opérations réciproques entre filiales ce qui nous fait éviter de comptabiliser les mêmes comptes permettant ainsi de préserver une vision cohérente sur la structure financière de l'entité résultante.

²⁰¹ Sauf dans un seul cas de groupe qui nous a remis les états financiers 1999.

²⁰² Deux états consolidés de sociétés cotées ont été arrêtés par des commissaires aux comptes tandis que les trois autres de sociétés non cotées nous ont été remis par les sociétés elles mêmes

²⁰³ La consolidation est dans ce cas un terme inapproprié en l'absence de pratiques comptables de ce genre dans la majorité des groupes étudiés.

Toutefois, le nombre de filiales composant les entités étudiées variera en fonction de la taille du groupe. Plus le groupe a des filiales, plus le nombre de sociétés étudiées dans le périmètre de ce même groupe sera élevé. Le critère d'importance des filiales dans le groupe a été prépondérant pour se rapprocher d'une bonne représentativité du périmètre analysé.

Pour l'analyse de notre enquête sur l'échantillon des groupes et des sociétés ciblées, nous avons distingué entre les groupes de sociétés d'une part et les sociétés que nous appellerons individuelles d'autre part. La distinction n'a pas été facile puisque certaines sociétés classées en tant que sociétés individuelles auraient pu être classées comme groupe de société. Nous avons donc plutôt décidé de procéder à une classification par rapport à des critères tels que la taille, l'effectif et le nombre de filiales.

A.1- L'analyse des groupes de sociétés

1. 1.1 Le profil des groupes étudiés

La notion de groupe reste une notion purement théorique et est encore²⁰⁴ sujette à l'interprétation des uns et des autres. La seule tentative de délimiter la notion de groupe est venue de la Banque Centrale afin de cerner les engagements des groupes de sociétés avec le système bancaire. Sur un plan pratique, plusieurs difficultés sur des questions cruciales (périmètre, maison mère, holding...) subsistent qui ne nous permettent pas d'étudier d'une manière très précise les groupes enquêtés.

Au niveau des groupes, il faut distinguer les deux catégories que nous avons rencontrées :

- Les groupes diversifiés : Après un démarrage dans l'industrie, les services ou le commerce, ces groupes ont commencé à se diversifier en fonction des opportunités du marché. Ces groupes contrôlent une multitude de sociétés qui opèrent dans différents secteurs. En règle générale, ils sont dotés d'un département ou de quelques responsables qui suivent les affaires du groupe et centralisent les informations pour le PDG du groupe. Compte tenu de l'absence d'un cadre juridique de groupe, ils n'ont pas de véritable maison mère ou de vraie holding du groupe. Ce rôle est souvent joué par la première société créée dans le groupe ou parfois par la société la plus prospère qui a dû réinvestir pour la création de nouvelles sociétés. L'élément fiscal est souvent le facteur déterminant et explicatif des structures fortement enchevêtrées de ces groupes et de la démultiplication du nombre de filiales. On retrouve souvent dans le périmètre de ces groupes des SICAF qui ont servi à défiscaliser une partie des bénéfices des autres sociétés du groupe. Les fonds ainsi défiscalisés par les SICAF ont été dans la plupart des cas réinvestis dans les sociétés du groupe. Au niveau de la présentation des comptes, seuls deux groupes de surcroît cotés en Bourse ont procédé à un essai de consolidation.
- Les groupes spécialisés : Il s'agit pour l'essentiel de groupes dont la création est plus récente et de taille relativement plus petite que les groupes diversifiés. Après la création d'une société dans telle ou telle activité, l'expansion de celle-ci nécessite de nouveaux investissements en amont et en aval qui passent par la création de sociétés complémentaires. Les synergies ici sont

²⁰⁴ Nous n'avons pas pu tenir compte de la loi sur les groupes qui a été promulguée au moment de la rédaction de ce rapport.

plus fortes et la maîtrise de son secteur d'activité plus développée. Il s'agit souvent de leaders dans leurs secteurs et ont comme concurrents des sociétés de groupes diversifiés ou des sociétés individuelles. Dans le cas des groupes spécialisés de moyenne taille, la maison mère est clairement identifiée.

Indicateurs généraux des groupes étudiés :

Les groupes enquêtés se retrouvent pour la plupart dans une phase de maturité avancée, avec une notoriété plus ou moins établie. En moyenne, ces groupes ont été créés il y a de cela 29 ans. Les groupes enquêtés regroupent en moyenne 11 sociétés pour un chiffre d'affaire moyen de 108 MD. L'évolution de l'activité sur les trois dernières années fait ressortir un taux de croissance moyen de 15% pour les groupes. Ce rythme de l'activité est assez soutenu et reflète bien la croissance réelle de l'économie tunisienne (+5% sur les trois dernières années). L'effectif moyen est de 1071 salariés avec des extrêmes qui se situent entre 25 et 7000 personnes.

Une proportion élevée, soit 70% des groupes enquêtés sont contrôlés, à plus de 50% par un noyau dur familial. Ce premier constat valide la forte concentration des structures familiales dans les groupes tunisiens. L'actionnariat des groupes a subi des changements au cours des dernières années. En effet, 65% des groupes enquêtés ont confirmé le changement de leur actionnariat suite à des opérations d'augmentation de capital (69% des cas) ou de cessions de parts (31% des cas). L'ouverture du capital est positivement corrélée à la taille atteinte par les groupes. En général, plus les groupes deviennent grands et ont des besoins de financement élevés, plus ils ouvrent le capital des sociétés de leurs groupes à des investisseurs extérieurs.

2. 1.2 Les sources de financement des investissements

Les deux principales sources de financement des investissements effectués sur une période récente²⁰⁵ par les groupes étudiés sont l'autofinancement et le crédit bancaire à moyen terme.

Près de 80% de l'investissement des sociétés est financé grâce à l'autofinancement et au crédit bancaire. Selon les cas, l'autofinancement sera plus élevé pour dépasser même les 50% tandis que dans d'autres cas l'endettement bancaire sera plus élevé. Les autres formules de financement sont respectivement, l'emprunt obligataire, le leasing, l'ouverture du capital à de nouveaux investisseurs et accessoirement d'autres financements.

Il faut tout de même noter qu'il y a de grandes disparités entre les groupes étudiés en fonction de leurs situations au moment du choix des modes de financements. Ainsi, un groupe endetté peut ne pas avoir recouru au financement bancaire au cours d'une période récente parce qu'il a atteint un

²⁰⁵ Nous avons retenu une période de 3 ans pour délimiter les investissements effectués par la société sur une période récente.

niveau d'endettement bancaire trop élevé qui l'a obligé à recourir à l'ouverture du capital ou au marché obligataire. Un autre groupe, par exemple peu endetté, peut avoir quand même continué à recourir à l'autofinancement parce qu'il estime que c'est le meilleur moyen d'optimiser la rentabilité.

a) 1.2.1 Les financements par fonds propres

L'autofinancement

Il constitue la première source de financement par fonds propres et représente en moyenne dans notre échantillon 32% du financement des investissements. Dans 25% des cas, l'autofinancement dépasse même les 50% du financement de l'investissement. Ceci s'applique surtout aux activités à forte valeur ajoutée et génératrices de cash. Les dégrèvements fiscaux sont également une incitation forte au réinvestissement des bénéfices des sociétés du groupe. Ces avantages ont également fortement contribué au développement des participations intra-groupes pour répondre aux besoins de défiscalisation des sociétés du groupe.

L'émission d'actions

L'émission de nouvelles actions est la deuxième source de financement par fonds propres.

Dans la pratique, les anciens actionnaires, s'ils n'ont pas souscrit à travers les sociétés de leurs groupes (autofinancement), ne participent que faiblement aux nouvelles émissions (~10%) et renoncent à leurs droits de souscription au profit de nouveaux actionnaires. Il s'agit donc d'augmentations de capital réservées à de nouveaux actionnaires. Ces opérations se font essentiellement selon les trois schémas suivants :

- Ouverture à des SICAR et à des banques dans le cadre d'un plan de développement ou encore dans le cadre du programme de mise à niveau.
- Ouverture à des investisseurs privés, soit par une opération d'appel public à l'épargne, soit par des opérations de gré à gré. L'argument fiscal est prédominant dans ce type d'opérations.
- Ouverture au public dans le cadre d'une introduction en Bourse

Les ouvertures à des SICAR, établissements financiers et aux investisseurs privés étaient fréquemment assorties d'une obligation de rachat et donc correspondaient à des portages. Seules quelques opérations effectuées auprès de certaines SICAR ne contenaient pas une obligation de revente des actions acquises mais prévoyaient quand même des conditions de sortie qui pouvaient être exercés à l'initiative des SICAR. Dans ces cas, le promoteur ne cherchait pas à racheter les actions au bout d'une période déterminée.

En moyenne dans notre échantillon, l'émission d'actions a représenté 14% du financement des investissements. Même si 40% des groupes seulement ont procédé à l'émission d'actions pour financer des investissements, en moyenne la part de l'investissement qui a été financée grâce à cette méthode a été élevée (33%). Il faut tout de même noter qu'une grande partie des actions émises, que nous estimons à 50%, sont des portages et donc ne pourraient pas être qualifiées véritablement de fonds propres. D'ailleurs, ce sont souvent certaines sociétés du groupe qui s'engagent à racheter les actions émises par d'autres sociétés du groupe. Selon nous, ces opérations s'apparenteraient plus à des crédits qu'à de véritables financements en fonds propres. Par un retraitement des émissions d'actions en portage, l'investissement financé par émission d'actions retomberait à environ 7%.

Au niveau de l'émission d'actions en Bourse²⁰⁶, seuls 4 groupes de notre échantillon y ont fait appel au cours de la période récente, dont trois à travers l'introduction en Bourse et une par appel public à l'épargne. Il faut remarquer que dans un seul cas, la société introduite a été la société la plus représentative du groupe. Pour les autres, il ne s'agissait que de filiales certes importantes mais qui ne représentaient qu'une partie du groupe.

Par ailleurs, il faut noter que dans notre échantillon les deux autres groupes cotés depuis une période assez longue (> à 6 ans) n'ont pas levé depuis leurs introductions des capitaux par émission d'actions.

D'ailleurs, les groupes de notre échantillon qui sont déjà en Bourse ne jugent pas leur expérience très concluante à cause surtout de la volatilité du marché qui empêche une valorisation correcte de leurs titres en Bourse. Des excès à la hausse et à la baisse sont souvent observés ce qui ne permet pas de fidéliser l'actionnariat et de compter sur la Bourse pour se financer plus régulièrement.

D'une manière générale, les groupes ont classé les apports de ce financement comme suit :

- 1-La diversification des sources de financement (8 fois)
- 2- La liquidité (6 fois)
- 3-La notoriété (5 fois)
- 4-La rigueur dans la gestion et la transparence (2fois)
- 5-La réalisation d'une partie du patrimoine (1 fois)

Quant aux inconvénients de la Bourse, ils énumèrent les raisons suivantes :

- 1-la volatilité du marché (10 fois)
- 2- l'incertitude et la dilution de contrôle (5 fois)
- 3- l'image altérée de la société (2 fois)
- 4- les obligations d'information (2 fois)
- 5- une culture d'investissement à long terme insuffisante (1 fois)
- 6- Intrusion des concurrents (1 fois)
- 7- Marge de manœuvre réduite (1 fois)

Dans notre échantillon, 2 groupes ont affirmé avoir des projets imminents d'introduction tandis que 4 autres projettent cela sur un horizon à moyen et long terme.

²⁰⁶ Nous avons considéré pour une introduction par voie d'OPV que l'argent levé a été réinvesti dans le groupe.

Selon les premières constatations de notre enquête, la perception de l'avantage fiscal est très mitigée. Beaucoup pensent encore que par rapport à ce qu'ils paient déjà (taux proche du minimum d'impôt de 20%), l'avantage fiscal est insuffisant (50% des cas).

Pour les groupes qui ont des activités exportatrices, l'argument fiscal perd encore plus de sa substance et n'est pas suffisamment incitatif pour l'introduction en Bourse. D'un autre côté, dans certains groupes, des sociétés importantes de création récente sont encore déficitaires et ne paient pas encore l'impôt. Compte tenu de leur importance dans le groupe, la sensibilité des dirigeants actionnaires à l'argument fiscal est très faible. Il faut dans ce cadre remarquer que les conditions très difficiles de bénéfice de l'intégration fiscale ne permettent pas aux groupes d'intégrer pleinement l'impact du taux réduit sur le résultat fiscal consolidé à l'échelle du groupe.

Il n'empêche que certains (40% des répondants) pensent que le paiement d'un taux réduit de 20% est suffisant car il permet d'éviter le recours à des réinvestissements exonérés.

Le taux d'imposition au niveau du groupe reste très difficile à déterminer compte tenu de l'absence de comptes consolidés d'une part et de fiscalité de groupe d'autre part. Néanmoins, environ 60% des groupes interrogés affirment payer un taux d'impôt proche des 20%. Grâce aux multiples possibilités de réinvestissement que ce soit financiers ou physiques, les sociétés du groupe arrivent à réduire au maximum le paiement de l'impôt.

b) 1.2.2 Le financement par dettes

Le financement par emprunt bancaire

Il constitue le financement dominant des investissements puisqu'il y a participé à concurrence de 44%. Le crédit moyen terme a été utilisé par tous les groupes tandis que quatre seulement ont eu recours également à un crédit à long terme. Selon nos estimations, pour le financement des investissements, le crédit moyen terme représenterait à lui seul plus de 90% du financement bancaire.

La disponibilité du crédit bancaire et sa compétitivité par rapport aux autres formes comparables expliquent sa prédominance dans le financement des groupes. Les conditions moyennes du crédit bancaire moyen terme varient entre $TMM + 0,5\%$ à $TMM + 3\%$ avec une moyenne se situant à $TMM + 1,5\%$. Dans certains cas, les conditions sont encore plus avantageuses dans le cadre de lignes de crédit bilatérales servant à financer l'acquisition d'équipements des pays prêteurs (taux variant entre 4 et 5%).

Hormis un seul cas, les crédits sont assortis de garanties classiques (hypothèque et nantissement) et parfois des garanties personnelles. D'une manière générale, les garanties couvrent bien les engagements contractés auprès des banques. Aucun groupe n'a émis des critiques particulières sur les garanties exigées.

Pour 75% des groupes interrogés, leur engagement bancaire total ne semble pas très élevé. De plus, 35% des répondants estiment que ce sont les crédits à court terme et les engagements par signature qui sont plutôt liés au financement de l'exploitation qui augmentent sensiblement le niveau de leurs engagements bancaires.

Le financement par emprunt obligataire

L'emprunt obligataire commence à se développer mais ne représente encore que 5% du financement des investissements. Seuls 4 groupes²⁰⁷ de notre échantillon ont eu recours à l'emprunt obligataire. Il s'agissait soit des sociétés-mères ou de sociétés d'une certaine taille et qui ont lancé des emprunts afin de diversifier leurs sources de financement (75% des cas) soit de re-financer un ancien emprunt à de meilleures conditions (25% des cas).

D'une manière générale, pour les groupes de notre échantillon, le principal avantage cité par 60% des répondants reste la diversification des sources de financement. La durée est également citée comme second avantage par 40% des répondants et enfin l'initiation au marché financier par 25% des répondants.

En général, hormis pour les institutions financières, l'emprunt obligataire est perçu comme étant un financement de rechange lorsque les plafonds bancaires ont été atteints. Il est donc davantage perçu comme un financement complémentaire que comme un financement à part entière. La comparaison entre les taux bancaires et les taux obligataires perd alors beaucoup de son sens. De toute manière, l'absence de notation chez la plupart des groupes de notre échantillon rend impossible une comparaison précise entre l'emprunt bancaire et l'emprunt obligataire. Pour les groupes notés et ayant émis un emprunt obligataire, un léger avantage ressort pour le crédit bancaire (entre 20 et 40 points de base).

Pour les groupes n'ayant pas recouru au marché obligataire et ayant motivé leurs non recours, seulement 30% avancent l'argument du coût pour expliquer le non recours aux obligations. Les autres réponses sont très générales mais reviennent souvent à la disponibilité d'autres sources de financement et accessoirement à la méconnaissance des conditions du financement obligataire. Ceci est surtout vrai pour les groupes de taille moyenne qui, en ignorant les particularités et les conditions d'émission de l'emprunt obligataire, excluent cette possibilité car ils considèrent à tort qu'ils n'y sont pas éligibles. Ils ont tendance à croire que cette forme de financement est réservée aux grandes sociétés qui ont des émissions de 5 MD et plus.

Mais d'une manière générale, sur l'ensemble de l'échantillon étudié, les obligations de transparence constituent le premier inconvénient lié à l'émission des obligations (30% des répondants). Les règles strictes d'émission et les délais de mise en place sont à égalité le deuxième inconvénient le plus fréquemment cité (25% pour chacun). La taille minimale de l'emprunt, ses modalités de remboursement, ou encore sa durée minimale restent dissuasives pour certaines sociétés du groupe qui n'ont pas des besoins en adéquation avec les règles d'émission des obligations.

Le leasing

Le recours au leasing est très répandu au sein des groupes (60% de l'échantillon) mais essentiellement pour financer le matériel roulant et accessoirement pour de l'immobilier. Au total, le financement par du leasing ne représente qu'environ 4% de l'investissement total.

La rapidité de mise en place est le principal avantage puisqu'elle a été mentionnée par 83% des groupes qui y ont recours. La fiscalité est le deuxième avantage (41% des cas y ayant recours) puisqu'elle permet de procéder à des amortissements accélérés ou encore de générer une TVA déductible. Dans certaines situations (25% des groupes y ayant recours), sans qu'il n'y ait d'avantages particuliers, le leasing se présente comme étant le financement de dernier recours et donc permet de réaliser l'investissement envisagé rapidement et facilement. D'ailleurs, le recours au leasing est le plus souvent fait à l'initiative de la société emprunteuse (9 cas/12) plutôt que par démarchage (4 cas/12).

²⁰⁷ Un 5^{ème} groupe financier a recours à l'emprunt obligataire pour financer son activité de crédit et non pas pour financer des investissements.

Pour plusieurs groupes, ces avantages compensent en partie le coût plus élevé lié à l'opération. Il s'agit d'ailleurs du premier inconvénient du leasing bien que plusieurs groupes aient reconnu une nette amélioration des tarifs du leasing. La durée est le deuxième inconvénient mentionné surtout pour le leasing mobilier qui ne dépasse pas les 3 années avec de surcroît des remboursements mensuels.

Les crédits intra-groupe

A l'intérieur des groupes, le phénomène des financements intra-groupe est fréquent (50% de notre échantillon) mais est surtout mis en œuvre lorsqu'il s'agit de financer un besoin de Trésorerie (80% des groupes qui y ont recours). Souvent, les dirigeants du groupe préfèrent affecter les excédents de Trésorerie d'une société du groupe à une autre qui a des besoins de Trésorerie plutôt que de s'adresser aux banques et de subir une marge d'intermédiation sur le crédit et une autre sur le placement. Il s'agit donc là d'une optimisation financière qui est à la base même des synergies des groupes.

Le financement de l'investissement d'une société du groupe par une autre société ou par la société mère du groupe a été cité par 40% des groupes qui y ont recours. Selon les cas, il s'agissait de financer une filiale en difficulté et donc non bancable, de financer le lancement d'une nouvelle filiale en cours de création (crédit de démarrage, avance en compte associé,...), ou encore de financer l'investissement d'une société du groupe de signature moyenne (qui bénéficiera de meilleures conditions grâce à une meilleure signature d'une société plus connue).

Parfois le crédit intra-groupe est converti en participation au capital et donc en actions.

En définitive, les financements intra-groupe ne sont qu'un outil d'optimisation des flux financiers des sociétés à l'intérieur d'un groupe et ne constituent pas selon nous un point central du financement des groupes. Il ne s'agit donc que d'une simple ré-allocation des flux financiers puisqu'à l'échelle du groupe, les besoins de financement resteront toujours les mêmes.

Les emprunts privés

La forme la plus répandue des emprunts privés reste le billet de Trésorerie qui est souvent contracté via la banque qui trouve la contrepartie prêteuse. Toutefois, le recours à cet instrument se limite à financer un besoin à court terme qui n'excède pas les 12 mois. Souvent, le billet de Trésorerie est utilisé comme un crédit-relais qui précède le déblocage d'un autre crédit ou encore pour couvrir un dépassement non autorisé par la banque. Il ne s'agit donc pas à proprement parler d'un instrument de financement des investissements.

Pour les emprunts privés à moyen terme, seuls deux groupes y ont eu recours avec une durée moyenne de 3 ans. Si pour le premier groupe, il s'agissait d'un emprunt privé de petite taille pour un besoin déterminé, le deuxième groupe a en fait appelé à des emprunts privés classiques pour des montants assez importants. Le cumul des emprunts privés a représenté pour ce groupe jusqu'à 14% du total du financement de ses investissements.

Le recours à ces emprunts s'explique encore une fois par le niveau élevé des engagements bancaires qui a nécessité une diversification des sources de financement. Au total l'emprunt privé représente

moins de 1% du financement des investissements de notre échantillon et reste encore un financement de circonstances.

Il faut noter que l'un des groupes a eu recours il y a de cela 4 ans à un autre type d'emprunt privé en l'occurrence l'obligation convertible. Celle-ci a été souscrite par une SICAR avec une option de remboursement pour l'émetteur et une option de conversion pour le souscripteur. L'émetteur a fait savoir lors de notre entretien qu'il comptait plutôt faire jouer la clause de remboursement ce qui donne à l'obligation convertible un caractère de dette. Bien que le mécanisme utilisé ait été innovateur, on voit bien que la volonté de ne pas subir de dilution de contrôle reste marqué au sein de certains groupes.

Les crédits fournisseurs

Ce financement est très présent en tant que financement de l'exploitation au sein des groupes dont les 2/3 déclarent en avoir bénéficié. Les délais moyens fournisseurs calculés sur la base des données comptables retraités montrent quelques différenciations sectorielles. Ils sont plus longs dans le commerce de détail, l'industrie agro-alimentaire et chimique, moins longs dans les secteurs de textile et assez courts dans les secteurs de l'investissement et des services.

Les dirigeants déclarent bénéficier de crédits fournisseurs de maturités allant jusqu'à 270 jours mais qui s'établissent à une moyenne de 130 jours.

Par opposition aux fournisseurs de matières premières ou de produits finis qui donnent des crédits servant à financer l'exploitation, nous nous sommes intéressés au fournisseur d'équipements ou d'immobilisations. Nous avons identifié un crédit pour l'acquisition d'un équipement industriel dans un cas et un autre crédit pour l'acquisition d'immobilisations dans un autre cas. Cette pratique reste toutefois assez rare et ne représente qu'une petite proportion du financement des investissements par les groupes.

3. 1.3 L'analyse de la structure financière

L'analyse financière de notre échantillon se base sur l'examen des comptes de 19 groupes de sociétés seulement puisque nous en avons exclu un en raison de la non comparabilité de son activité (leasing).

La structure du passif des groupes étudiés varie sensiblement d'un cas à l'autre. Pour le ratio d'autonomie financière, le taux varie **de 22% à 100%**. En particulier 6 groupes étudiés ont un ratio inférieur ou égal à 50% ce qui indique d'ores et déjà une faible capitalisation de ces groupes.

En moyenne, ce ratio s'élève à **66%** reflétant bien une prépondérance des fonds propres par rapport aux dettes à moyen et long terme. Cependant, comme nous l'avons souligné dans notre diagnostic précédent, une bonne partie des fonds propres proviennent de contrats de portage et seraient selon nous des quasi-fonds propres car leur rachat est calqué sur les modalités de remboursement des instruments de dettes. Selon nos estimations, un retraitement de ces capitaux propres en dettes ferait baisser ce ratio à environ **60%**, soit une structure où les fonds propres représenteraient 1,5 fois les dettes à moyen et long terme.

Toutefois, en termes d'endettement total par rapport aux fonds propres, le ratio passe à 157% reflétant assez bien le poids important des dettes à court terme dans le passif des groupes étudiés (3 groupes ont un ratio qui dépasse les 300% ce qui confirme la sous-capitalisation déjà signalée). Le ratio moyen des dettes à court terme par rapport aux dettes à moyen et long terme fait ressortir une

légère supériorité des dettes courtes (**117%**) soulignant l'importance des crédits courants de gestion dans les bilans des groupes.

Dans notre échantillon, les ressources stables représentent **59%** du total du bilan ce qui indique une dotation satisfaisante des ressources en capitaux permanents. Cependant, l'échantillon révèle des différences sensibles entre les groupes étudiés en fonction de la nature de l'activité, du cycle d'exploitation et des modalités de paiement dans le secteur. D'une manière générale, plus les délais de stockage et de paiement des clients sont longs, plus le ratio sera faible et inversement.

4. Ratios		Groupes
Autonomie	Capitaux propres / ressources stables	66%
Stabilité du financement	Ressources stables / Passif Total	59%
Levier financier	Endettement financier /Capitaux propres	157%

En dépit de ratios de structure financière satisfaisants, 50% des responsables des groupes ne se sont pas déclarés satisfaits de leurs ratios actuels. Le problème évoqué ne concerne pas le haut du bilan mais plutôt le poids de l'endettement à court terme qui affecte la structure financière et grève la rentabilité.

Au niveau de l'adéquation emplois longs – ressources longues, le ratio est de **88%** indiquant un ratio acceptable sans toutefois atteindre l'unité considérée en général comme étant un bon niveau. L'explication est qu'une partie non négligeable du BFR est financée par des concours bancaires à court terme. Cette situation n'est pas sans risques pour les groupes qui ont structurellement des besoins en fonds de roulement car il s'agit de besoins durables qui sont couverts par des crédits bancaires de Trésorerie qui doivent être renouvelés périodiquement. La couverture du besoin en fonds de roulement par des concours bancaires dépasse même en moyenne les **77%**. Lorsque l'activité est en forte croissance, ce déséquilibre risque de se creuser en augmentant de manière significative les crédits courts du groupe en question, et de fragiliser ainsi sa rentabilité et sa solvabilité.

Compte tenu d'un découvert bancaire assez élevé et d'un compte fournisseurs important²⁰⁸, les passifs non courants ne représentent que **49%** des passifs courants illustrant encore une fois la prédominance des crédits courts par rapport aux crédits longs dans les bilans des groupes étudiés. Il faut tout de même noter qu'au niveau du compte fournisseurs, il y a parfois des crédits à moyen terme qui sont accordés par les fournisseurs d'immobilisations ce qui ne permet pas une classification précise de l'endettement par maturité pour certains groupes. Par ailleurs, il faut également noter de plus en plus une importance accrue des crédits fournisseurs qui en se renouvelant de manière régulière et quasi automatique cessent d'être un financement ponctuel de l'exploitation mais deviennent en quelque sorte un crédit permanent.

Structure financière	Groupes
Ressources stables / Capitaux investis (actifs)	88%

²⁰⁸ Varie, sauf cas extrêmes en moyenne entre 60 et 180 jours du volume des achats. Il est en moyenne sur notre échantillon de 108 jours.

immobilisés + BFR)	
Passif non courant / passif courant	49%
Concours bancaires courants / BFR	77%

Nous avons procédé pour 5 groupes de notre échantillon qui présentaient une inadéquation importante entre les ressources et les emplois longs et pour lesquels nous avons identifié des crédits à court terme permanents finançant des emplois fixes et permanents, au reclassement des dettes à court terme en dettes à long terme afin d'obtenir une meilleure image de la vraie structure des capitaux permanents. Le ratio d'autonomie financière se détériore de 3 points pour se situer à 62%. En incluant l'impact du retraitement des fonds propres sous forme de portage en dettes à moyen long terme, on se rapproche de l'équilibre entre fonds propres et dettes à moyen et long terme au niveau des groupes étudiés.

Les groupes tunisiens dégagent une rentabilité économique plutôt satisfaisante qui leur permet de faire face aux charges de financements et autres charges d'amortissement. En moyenne, la rentabilité économique est de 19% avec des groupes qui affichent des ratios de 35% et 38%. En revanche, la rentabilité financière moyenne qui s'établit à 8% est assez faible pour permettre de rémunérer correctement les actionnaires du groupe. Nous avons compté qu'il n'y avait que 8 groupes ayant une rentabilité financière supérieure ou égale à 10% et pouvait avoir une politique de dividendes intéressante surtout pour des actionnaires minoritaires. En général, les groupes qui dégagent une faible rentabilité sont ceux qui évoluent dans des secteurs très concurrentiels à faibles marges, soit ceux qui ont engagé des investissements récents importants et enfin ceux qui ont des charges financières relativement importantes consécutives à un endettement important.

Les charges financières rapportées au résultat brut d'exploitation restent à un niveau relativement élevé de 36%. Il faut tout de même noter une certaine disparité puisque certains groupes affichent des ratios proches de 50%, voire supérieurs à l'unité. Dans ce cas, l'importance des charges financières dans le résultat brut d'exploitation provient soit d'une rentabilité économique insuffisante soit d'une activité particulière qui génère des besoins de financement élevés. Rapporté au chiffre d'affaires, le poids des charges financières demeure élevé avec un niveau de 5% surtout si l'on compare avec les marges très serrées qu'on observe dans certains secteurs.

D'une manière générale, la capacité d'autofinancement rapportée à l'endettement total affiche un ratio moyen de 32% ce qui indique une capacité de remboursement moyennement satisfaisante. En moyenne, il faut 3,1 années de cash-flow pour rembourser la dette totale financière. Ce ratio est légèrement inférieur à la maturité moyenne de la dette qui se situerait selon nos estimations dans une fourchette comprise entre 2,5 et 3 années. Ce résultat doit être nuancé par la faiblesse de la capacité d'autofinancement de certains groupes à la date étudiée car souvent cet indicateur est appelé à évoluer positivement lorsque la société atteint son seuil de rentabilité ce qui pourrait permettre une meilleure couverture de l'endettement financier.

	Groupes
Charges financières / CA	5%
Charges financières / Résultat brut d'exploitation	36%
Résultat brut d'exploitation / capitaux économiques	19%
Bénéfice / fonds propres*	7%

Capacité d'autofinancement / Endettement total	32%
--	-----

** En y intégrant le groupe de leasing*

5. 1.4 L'analyse de la gouvernance des groupes

Les groupes enquêtés ont pour l'ensemble une bonne organisation et ont des dirigeants de très bon niveau. En fonction de la taille et de l'ouverture du groupe, le nombre de dirigeants non actionnaires aura tendance à être grand. La délégation des pouvoirs semble être grande avec la présence des dirigeants dans le conseil d'administration des sociétés qu'ils dirigent.

Le comité d'audit composé d'administrateurs qui ne travaillent pas dans le groupe existe dans un seul des groupes enquêtés, tout comme la présence d'administrateurs indépendants. Par contre, 40% des groupes ont des auditeurs internes.

Au niveau de l'ouverture de leur capital à de nouveaux actionnaires, 6 groupes dont 4 qui ne sont pas encore en Bourse, se sont déclarés favorables et étudient des projets d'introduction en Bourse. En revanche, 4 groupes sont totalement hermétiques à l'ouverture.

Enfin, 80% des groupes admettent que, s'ils ne sont que virtuellement organisés sous forme de groupe, la gestion des sociétés composant le groupe reste plus ou moins décentralisée et qu'une vraie gestion de groupe n'est pas encore en place. Ils attribuent cela à l'inexistence d'un cadre juridique de groupes. Avec la promulgation récente d'un nouveau cadre légal, les groupes envisagent de réfléchir à une organisation et une structure de groupe.

6. 1.5 Quel apport des groupes privés à la Bourse ?

Sur les 17 groupes de notre échantillon dont les maisons-mères ne sont pas cotées, nous avons calculé que les capitaux propres cumulés étaient d'environ 340 MD. Il faut toutefois noter que deux groupes totalisent à eux seuls 225 MD soit les 2/3 du total.

Sur la base d'une hypothèse de valorisation de ces groupes de 2 fois leurs capitaux propres, nous obtenons une capitalisation potentielle de 680 MD. Par rapport à la capitalisation actuelle du marché d'environ 3 300 MD, l'introduction en Bourse de ces 17 groupes n'apporterait au marché qu'à peine plus que 20% de capitalisation additionnelle.

7. Comme on peut le voir dans cet exemple et bien que cette estimation soit assez simpliste, le potentiel des groupes privés à l'enrichissement de la cote de la Bourse reste relativement limité. Sur notre échantillon où il y a des groupes de différentes taille (grande, moyenne, petite), la capitalisation moyenne d'un groupe dans notre échantillon est d'environ 40 MD. Si l'on retient cette capitalisation moyenne comme référence, il faudrait que 82 groupes rentrent en Bourse pour doubler la capitalisation du marché boursier. Cet objectif semble à priori très improbable même sur un horizon de 5-10 ans.

8. En matière de financement par dettes, l'endettement bancaire à moyen et long terme des groupes étudiés²⁰⁹ au 31/12/2001 s'est élevé à 255 MD tandis que l'endettement obligataire s'est élevé à 21,8 MD. Comme on peut le voir dans notre échantillon, le financement obligataire n'atteint même pas 8% de l'endettement financier total à moyen et long terme. Ce résultat suggère qu'il existe un potentiel important de développement des émissions obligataires par les groupes privés surtout avec les nouvelles règles édictées par la BCT sur les groupes ayant plus de 25 MD d'engagements auprès du système financier. Au cours des dernières années, imaginons que le financement obligataire des groupes de notre échantillon avait représenté 30% de leur endettement financier à moyen et long terme, il y aurait eu plus de 60 MD d'émissions obligataires additionnelles au cours des dernières années. Ceci représente plus que 50% des émissions obligataires réalisées au cours des 4 dernières années²¹⁰ par les entreprises non financières.

9. Dans le contexte actuel de resserrement du crédit bancaire, un élargissement du cercle des émetteurs obligataires et un accroissement des émissions sont très probables. A moyen terme le développement des émissions obligataires va surtout dépendre du niveau des investissements projetés, de la capacité du marché obligataire à les financer dans de bonnes conditions. Cette dernière condition nous renvoie à un problème récurrent du financement à travers le marché financier : Y aura-t-il la demande nécessaire en cas d'accroissement significatif de l'offre obligataire?

B.

C.2. L'analyse des sociétés individuelles

1. 2.1 Le profil des sociétés étudiées

Les sociétés de l'échantillon étudié se caractérisent par leur taille relativement moyenne avec un effectif moyen de 148 personnes. Ces sociétés sont majoritairement contrôlées par des familles puisque 75% d'entre elles ont un actionnariat principalement familial mais nous avons noté la présence de plus en plus fréquente d'actionnaires institutionnels, particulièrement les banques et les SICAR, observée dans 40% des cas. Moyennement, l'actionnariat de notre échantillon se compose à hauteur de 64% d'un noyau dur familial, de 16% d'actionnaires institutionnels, de 9% de partenaires étrangers et de 11% d'actionnaires divers. Par contre, en pondérant la répartition du capital par le montant des capitaux propres qui représentent la véritable richesse des actionnaires et en excluant les valeurs extrêmes, l'actionnariat de l'échantillon devient composé à hauteur de 57% d'un noyau dur familial, de 23% d'actionnaires institutionnels, de 8% de partenaires étrangers et de 13% d'actionnaires divers. On remarque ainsi que la participation des actionnaires individuels et des actionnaires divers est d'autant plus importante que la taille de l'entreprise, au sens de sa capitalisation, est grande.

²⁰⁹ Compte non tenu du groupe financier de notre échantillon.

²¹⁰ Le montant des émissions s'est élevée à 112,5 MD.

L'actionnariat a cependant tendance à être de moins en moins stable car 55% des enquêtés ont subi des changements dans leurs structures d'actionnaires durant les trois dernières années. Dans 64% de ces cas, la cession d'actions est source de ce changement alors que 36% des cas ont vu changer leur structure de capital suite à une émission d'actions.

Il s'agit à 70% de sociétés anonymes qui opèrent dans des secteurs d'activité variés même si l'industrie est dominante, et qui ont été créées pour plus de 50% d'entre elles depuis plus de 20 ans mais nous avons tout de même noté 32% de cas créés il y a moins de 13 ans. En moyenne, ces sociétés présentent une croissance appréciable de 15,5% sur les trois dernières années, sachant qu'une seule entreprise affiche une régression de ses ventes. En excluant cette société, la croissance moyenne de notre échantillon s'établirait à 18% et nous avons noté 35% d'entreprises dépassant 25% de taux de croissance.

Indicateurs	Moyenne de l'échantillon
Age	25
Chiffre d'affaires (MD)	16,3
Effectif	148
Taux de croissance du CA (sur 3 ans)	15,5%

2. 2.2 Les sources de financement

Les pratiques des sociétés en matière de financement de l'investissement nous ont montré que l'autofinancement constituait la principale source, suivi de près par l'endettement bancaire, puis l'émission d'actions et par le leasing. Les entreprises de notre échantillon financent leurs investissements à 47,9% sur leurs fonds propres, à 33,2% par du crédit bancaire, à 11,3% par augmentation de capital en numéraire et à 7,3% par le leasing. En revanche, aucun recours à l'emprunt obligataire n'a été observé.

Les sociétés de notre échantillon estiment pour la majorité qu'elles optimisent le financement de leurs investissements puisque 70% d'entre elles se disent satisfaites de leur structure financière, le reste en étant moyennement satisfaites alors qu'une seule société estime sa structure financière peu satisfaite : il s'agit en fait de la seule société affichant un résultat déficitaire.

a) 2.2.1 Les financements par fonds propres

L'autofinancement

L'autofinancement représente la première source de financement des investissements dans notre échantillon en y participant à hauteur de 47,9%.

Nous avons noté également que l'autofinancement couvrait entièrement l'investissement dans 25% des cas et qu'il dépassait les 50% du montant dans 45% des cas. Le montage le plus courant est celui qui associe le crédit bancaire et l'autofinancement que nous avons retrouvé dans 30% des entreprises de l'échantillon alors que 15% des cas intègrent également dans ce montage d'autres sources de financement.

Nous avons par ailleurs noté que parmi les entreprises qui financent leurs investissements à plus de 50% par leurs fonds propres, près de 78% sont des entreprises ayant un actionnariat concentré autour d'un noyau dur familial ou étranger et exceptionnellement d'une SICAR. La concentration du capital **profite** ainsi à la rétention des bénéfices qui constitue un préalable indispensable à l'autofinancement.

La prépondérance de l'autofinancement s'explique également souvent par l'exigence des banques qui conditionnent l'octroi des crédits par l'apport en fonds propres ainsi que par le dégrèvement fiscal accordé pour le réinvestissement des bénéfices. Enfin, l'optimisation des primes dans le cadre du programme de mise à niveau a poussé certaines sociétés à augmenter la part de l'investissement autofinancé.

L'ouverture du capital

L'ouverture du capital à de nouveaux actionnaires est moins fréquente pour les sociétés que pour les groupes (35% de notre échantillon). Il s'agit essentiellement d'une ouverture à des SICAR et à des banques plus à travers des augmentations de capital (67% des cas) que des cessions d'actions.

Il est intéressant de noter que 30% des entreprises de notre échantillon ont procédé à des émissions d'actions pour financer leur investissement et que parmi celles-ci, 67% (soit 20% de l'échantillon total) font appel à cette occasion à de nouveaux actionnaires. La part que représente l'augmentation de capital dans le financement de l'investissement demeure néanmoins de 11,3% en moyenne.

• Les SICAR

Le financement à travers les SICAR a été observé dans 20% des entreprises de notre échantillon. Dans 50% des cas, cette opération est motivée par le financement d'un développement ou d'un investissement alors que seulement 25% des entreprises enquêtées qui ont ouvert leur capital à des SICAR le font dans le but de renforcer leurs fonds propres et les 25% d'autres y recourent dans le cadre du programme de mise à niveau.

Le recours aux SICAR se fait dans trois-quarts des cas suite au démarchage de la SICAR alors que nous n'avons noté aucun cas d'orientation par la banque vers ce type de financement. Ceci est d'ailleurs confirmé par l'absence de SICAR bancaires dans l'actionnariat des entreprises de notre échantillon. Dans 75% des cas, d'ouverture du capital à des SICAR est assortie d'un contrat de portage, donc avec un engagement de rétrocession en faveur du principal actionnaire.

Les SICAR semblent par ailleurs très appréciées pour l'expertise et le conseil qu'elles apportent au sein de l'entreprise puisque 100% des celles qui ont fait cette expérience y ont noté ce principal

apport. L'accès à nouveaux débouchés est considéré comme le second avantage à l'ouverture du capital à une SICAR. Ceci nous montre qu'au delà du rôle de simple apporteur de fonds, les entreprises attendent désormais des SICAR qu'elles les accompagnent concrètement dans leur travail de gestion, particulièrement sur le plan stratégique. En revanche, 67% de ces entreprises continuent à considérer que la dilution du contrôle est le principal inconvénient de leur association avec les SICAR suivi par les désagréments liés à l'obligation de reporting régulièrement effectué pour les informer de la bonne marche de la gestion. 17% des cas seulement se plaignent des conditions de sorties des SICAR. Ainsi, les chefs d'entreprises que nous avons rencontrés semblent toujours aussi peu enclins à partager le pouvoir au sein de leurs sociétés même s'ils s'avouent convaincus des avantages que procurent la participation d'un actionnaire institutionnel averti.

Enfin, nous avons pu constater au cours de notre enquête que certains dirigeants rencontrés semblaient largement méconnaître les mécanismes, les avantages et les inconvénients du capital risque. Nous avons pu estimer leur part à 21%.

• *Le marché financier*

L'ouverture du capital à travers le marché financier n'a été observée que dans deux entreprises de notre échantillon, choisies d'ailleurs à ce titre, et dont l'une vient de reprendre le statut d'une société fermée. D'ailleurs, ces sociétés ont simplement procédé à la cotation de leurs titres sans toutefois lever des capitaux à travers le marché financier. Ce faible recours pourrait s'expliquer pour la grande majorité des cas étudiés par la taille relativement moyenne des entreprises et leur non affiliation à des groupes importants, mais aussi, comme nous le verrons à travers certaines réponses, par l'absence de besoin pour ce type de financement.

Les raisons évoquées pour justifier le non recours à l'émission d'actions sur le marché financier sont par ordre d'importance :

- les **conditions d'admission** de la Bourse qui ont été citées dans 44% des cas ; ces entreprises estiment ne pas pouvoir se conformer aux exigences légales pour s'adresser au marché financier,
- la **dilution du capital** et donc du contrôle au sein de l'entreprise et **l'incertitude sur l'évolution des cours** qui ont été citées chacune par 33% des entreprises,
- les **obligations en matière d'informations** et de publication des comptes pouvant servir la concurrence ont été évoquées dans 22% des cas,
- et nous notons que **l'absence de besoin de financement** pouvant amener les entreprises à s'adresser au marché financier a été invoquée également dans 22% des cas.

Nous avons par ailleurs estimé à 20% les dirigeants méconnaissant totalement les possibilités de financement à travers le marché financier. D'ailleurs, 55% des entreprises de l'échantillon ne procèdent pas à des placements en Bourse estimant à 64% d'entre elles que le risque y est trop important.

Les sociétés interrogées sur les avantages supposés de la cotation en Bourse ne semblent pas convaincues de l'existence de tels avantages puisque le taux de réponse à cette question est à peine de 30%. La notoriété a été citée par 67% des répondants, suivie de la diversification des sources de financement (50%) puis la diversification de l'actionnariat. Les deux sociétés ayant déjà eu recours à la Bourse ont été unanimes sur l'apport de cette dernière en matière de notoriété mais très partagées sur les autres avantages.

Les inconvénients de la Bourse, par contre, suscitent plus de réaction chez les interviewés puisque le taux de réponse à la question afférente a été de 75%. L'inconvénient le plus fréquemment cité (67% des réponses) concerne la volatilité

du marché financier, devançant de loin les obligations en matière d'informations (citées par 27% des répondants) alors que la dilution du capital n'a été évoquée que par 13% des répondants. Par contre, une société a soulevé l'inconvénient de la faible marge de manœuvre laissée à la société qui s'adresse à la Bourse, notamment dans le cadre de négociation d'accords avec certains de ses partenaires et dans lesquels l'intérêt stratégique ou commercial peut primer sur l'intérêt financier. Enfin, le stade actuel de maturité du marché financier a également été cité comme inconvénient.

D'une façon générale, l'avantage fiscal accordé aux entreprises qui ouvrent au moins 30% de leur capital en Bourse est jugé insuffisant pour 62,5% des répondants ce qui semble logique puisque le taux d'imposition moyen de l'échantillon est de 19,1%. Ce taux très bas est atteint grâce à des exonérations pour réinvestissements (rappelons que l'autofinancement est la principale source de financement de l'échantillon) ainsi qu'aux activités exportatrices auxquelles se livrent certaines entreprises, parfois même à titre exclusif. A l'inverse, 37,5% des répondants estiment ce taux suffisant pour attirer les sociétés en Bourse puisqu'il permet la réduction de la facture fiscale sans avoir à procéder à des réinvestissements exonérés.

Seulement 39% des répondants procèdent à des placements en Bourse, le reste estime à 64% que le risque y est trop élevé.

Ainsi, le marché financier nous apparaît être perçu par les entreprises comme étant un marché risqué où l'incertitude sur l'évolution des cours est trop importante et où les conditions d'admission sont trop strictes. A cela viennent s'ajouter la volonté de ne pas diluer le pouvoir au sein de l'entreprise et celle de ne pas communiquer sur ses performances et sa stratégie. Peu de dirigeants semblent conscients de l'intérêt de la cotation en Bourse d'autant plus que l'avantage fiscal est jugé insuffisant. Nous avons enfin pu estimer à 20% la part des répondants méconnaissant la Bourse.

b) 2.2.2 Le financement par dettes

Le financement par emprunt bancaire

L'endettement bancaire constitue le deuxième mode de financement des investissements puisqu'il y contribue à hauteur de 33,2%. Les entreprises qui ont recours au financement bancaire représentent 70% de notre échantillon et près de 69% des crédits sont exclusivement des crédits à moyen terme. Nous avons par contre rencontré un seul cas où le crédit était à long terme, un autre cas où le crédit à moyen terme était complété par un crédit à long terme et un autre cas, enfin, où les trois types de crédits étaient associés.

Nous avons également pu observer que 81% des crédits sont assortis de garantie : il s'agit presque toujours d'une hypothèque sur immobilisations (terrain, construction ou matériel) et d'un nantissement de titres. Nous avons également rencontré un cas où les deux types de garantie étaient associés. 67% des répondants jugent que la garantie exigée par les banques couvre largement leurs engagements et 17% estiment que cette couverture est moyenne. En revanche, 8% la trouvent plus que large et autant la considèrent carrément faible.

L'engagement moyen (hors court terme) des entreprises de l'échantillon se situe autour de 1,8 MD sachant que seulement 80% de celles qui ont recours à l'endettement bancaire nous ont répondu à cette question. Il est intéressant de noter que 53% des répondants estiment que leur niveau d'engagement bancaire est faible, les 34% restants le jugent acceptable, alors que seulement 13% se considèrent comme lourdement engagée auprès du système bancaire.

Il est vrai que comparativement au capitaux propres moyens de l'échantillon (8,5 MD) l'engagement bancaire déclaré par les entreprises ne représente que 21,2%.

Les taux du crédit bancaire moyen terme contactés par les sociétés individuelles varient entre TMM + 1,25% à TMM + 3% avec une moyenne se situant à TMM + 1,95%. Pour les lignes de crédit européennes, les taux obtenus par 3 sociétés étudiées sont proches de 5%.

Le financement par emprunt obligataire

Parmi toutes les sociétés composant notre échantillon, aucune d'entre elle n'a fait appel à un financement par emprunt obligataire. Les raisons justifiant l'absence de ce mode de financement sont, principalement, les rigidités qui lui sont associées comparativement à l'emprunt bancaire, plus facilement accessible. 10% des répondants trouvent quand même que l'emprunt obligataire présente un coût plus élevé, en tenant compte des diverses commissions qui lui sont associées (placement, gestion, aval ...). Autant de répondants invoquent l'obligation de recourir à la garantie bancaire ou à la notation pour justifier leur non recours aux emprunts obligataires. Enfin, 10% des répondants parlent également de la contrainte d'un montant d'émission minimum qui est souvent largement supérieur au besoin de financement. Cependant, la principale raison faisant que les entreprises ne s'orientent pas vers le marché obligataire est l'accès plus facile et moins contraignant au crédit bancaire. Cette explication citée dans 63% des réponses fait que le besoin de recourir aux emprunts obligataires ne se fait pas ressentir chez les entreprises qui trouvent auprès de leurs banques le financement souhaité.

D'ailleurs, ces entreprises trouvent, d'une manière plus générale, que l'emprunt obligataire présente de nombreux inconvénients, principalement les règles strictes qui le régissent, cités dans 50% des réponses, et l'obligation de transparence qui lui est associée, cités par 36% des répondants, tout en ayant pour 21% de l'échantillon, un coût élevé comparativement au crédit bancaire. Ce que nous notons également, c'est que 20% des répondants ne trouvent aucun avantage aux emprunts obligataires alors que 50% y voient une diversification des bailleurs de fonds.

Globalement, nous avons estimé que 20% de l'échantillon ne connaissent pas très bien les règles d'émission de l'emprunt obligataire et pensent ne pas remplir les conditions d'éligibilité. Le financement par emprunt obligataire est encore perçu comme étant réservé à une élite de sociétés.

Le leasing

Le leasing est la dernière source de financement des investissements auquel il participe à concurrence de 7,3%. Les entreprises qui ont recours au leasing représentent 30% de l'échantillon et le matériel roulant est le poste d'immobilisations qui est le plus souvent financé par du leasing. Ce mode de financement, relativement récent en Tunisie, semble à présent totalement intégré dans les pratiques de financement puisque 83% de ceux qui y recourent s'adressent de leur propre initiative aux compagnies spécialisées et se disent satisfaits de leur expérience. Là encore, les banques n'orientent jamais leurs clients vers le leasing même si la plupart d'entre elles détiennent des filiales dans le secteur.

Pour les 70% des entreprises de notre échantillon qui ne se financent pas par leasing, 64% d'entre elles citent le coût élevé qui lui est associé comme principale raison. Plus globalement, 72% des répondants reconnaissent au leasing l'avantage de sa simplicité et de sa rapidité de mise en

œuvre, et 33% apprécient sa fiscalité avantageuse tandis que 17% citent également la possibilité d'inscrire ce financement en hors-bilan.

Autres formes de financement

Dans 30% des cas, nous avons rencontré un recours à des emprunts privés : il s'agit généralement de billets de Trésorerie destinés à financer un besoin de Trésorerie plutôt qu'un investissement, ou encore, pour une entreprise, d'un prêt contracté auprès de l'actionnaire majoritaire pour combler un besoin ponctuel de trésorerie. Un cas de factoring a été également noté et couvre en moyenne à peine 0,5% du montant des investissements.

3. 2.3 L'analyse de la structure financière

L'analyse financière de notre échantillon se base sur l'examen des comptes de 19 sociétés seulement puisque nous en avons exclu une en raison de la non comparabilité de son activité (assurances).

L'échantillon étudié de sociétés individuelles a fait ressortir de très bons ratios de structure financière. Le ratio de l'autonomie financière se situe en moyenne à 82% et dans plus de 84% des cas observés, il dépasse les 70%, ce qui traduit la prépondérance des capitaux propres dans le haut du bilan et leur couverture des dettes à moyen et long terme. Ceci confirme d'ailleurs les réponses à notre questionnaire selon lesquelles l'endettement moyen et long terme n'est pas particulièrement important.

De même, l'endettement total rapporté aux fonds propres atteint en moyenne 53% montrant également le faible impact du concours bancaire à court terme et d'ailleurs dans 15,8% des cas seulement ce ratio dépasse l'unité. En retraitant les valeurs extrêmes de notre échantillon, la moyenne s'élève à 44%, ce qui signifie que les capitaux propres couvrent plus que deux fois l'endettement financier des entreprises. D'une manière générale, l'endettement financier représente une part acceptable dans le bilan des entreprises enquêtées (28%) tout comme dans leur endettement total (39%).

Ces bons indicateurs sont confirmés également par la part dominante des ressources stables dans le financement des sociétés de l'échantillon. En effet, ces dernières représentent en moyenne 63% du total du bilan et leur niveau n'est inférieur à 30% dans aucune entreprise de l'échantillon, ce qui prouve le bon niveau des capitaux permanents observé. Il est donc compréhensible de trouver 70% des entreprises satisfaites de leur structure de financement.

4. Ratio		5. Moyenn e
<i>Autonomie</i>	Capitaux propres / ressources stables	82%
<i>Stabilité du financement</i>	Ressources stables / Passif Total	63%
<i>Levier financier</i>	Endettement financier / Capitaux propres	53%

En termes d'adéquation des ressources aux emplois, le ratio ressources stables rapportées aux capitaux investis dépasse largement l'unité (126%) ce qui démontre encore une fois la structure financière parfaitement équilibrée de l'échantillon. Même en retraitant des valeurs extrêmes, ce ratio reste supérieur à l'unité. D'ailleurs, dans 58% des cas, ce ratio dépasse les 100% et il n'est inférieur à 70% que dans moins de 11% des cas. En moyenne, la couverture du

besoin en fonds de roulement par les concours bancaires et autres passifs financiers se situe à 33,5% (en excluant un ratio non significatif où le BFR est négatif) ce qui montre qu'une majeure partie du BFR est financée par des ressources stables.

Compte tenu du faible endettement à moyen et long terme des entreprises de notre échantillon, les passifs non courants ne représentent en moyenne que 45% des passifs courants. Cependant, une grande disparité existe au sein de l'échantillon : en excluant les valeurs extrêmes, la moyenne se situe autour de 25%. Les crédits fournisseurs se situent à un niveau acceptable sur le plan de la structure financière en ne constituant en moyenne que 36% des passifs totaux des entreprises, pourtant ils représentent en moyenne 102 jours d'achats pour tout l'échantillon et 88 jours en excluant une valeur extrême de 353 jours d'achats.

Ces ratios sont ainsi largement justifiés par le recours plutôt faible au crédit bancaire et par la prédominance de l'autofinancement identifiée à travers les réponses au questionnaire.

6. Structure financière	7. Moyenne
Ressources stables / capitaux investis (actifs immobilisés + BFRE)	105,1%*
Passifs non courants / passifs courants	25,4%*
Concours bancaires et autres passifs financiers / BFR	33,5%*

* Hors valeurs extrêmes ou valeurs non significatives

Sur le plan de la rentabilité, les entreprises non affiliées à des groupes présentent une rentabilité financière et économique satisfaisante. La rentabilité financière de l'échantillon est de 16% en moyenne et de la même valeur en excluant un cas certain biaisé par sa sous-capitalisation et autre affichant une rentabilité négative. L'échantillon se caractérise cependant par une large disparité à ce niveau mais nous avons pu décompté plus de 29% des cas où la rentabilité financière dépasse 20% et près de 59% dépassant les 15%. Si ce niveau de rentabilité peut permettre aux sociétés de rémunérer des actionnaires minoritaires, à travers une politique de distribution de dividendes intéressante, nous notons que celles dont la capitalisation dépasse 5 MD ne représente qu'à peine 12% (hors celles qui font ou ont fait appel à l'épargne). Nous avons également constaté une corrélation positive entre la rentabilité élevée et l'autofinancement des investissements. La rentabilité économique moyenne se situe quant à elle à 34 et 35%, toujours en retraçant les mêmes cas que pour la rentabilité financière.

Ces bons niveaux de rentabilité peuvent se justifier par le faible endettement démontré précédemment. En effet, les charges financières qui grèvent en général la rentabilité des entreprises ne représentent dans notre échantillon que 17% du résultat brut d'exploitation (hors valeur extrême représentant une entreprise déficitaire). Ce ratio ne dépasse les 25% que dans 72% des cas, mais il est supérieur à 50% dans 16% des cas, en intégrant l'entreprise déficitaire pour laquelle il atteint presque 400%. Rapportées au chiffre d'affaires, ces charges financières représentent à peine 2,7%, ce qui est un niveau plutôt bas et qui est uniforme pour l'ensemble des entreprises de l'échantillon, mis à part la société déficitaire pour laquelle ce ratio atteint 13%.

D'une manière générale, la capacité d'autofinancement rapportée à l'endettement total affiche un ratio moyen retraité pour l'échantillon de 185%, indiquant ainsi une excellente capacité de remboursement justifiée à la fois par la bonne rentabilité et le faible endettement des entreprises de l'échantillon.

8. Ratios	Moyenne
Charges financières / CA	2,7%
Charges financières / Résultat brut d'exploitation	17%*
Résultat brut d'exploitation / capitaux économiques	35%*
Bénéfice / fonds propres	16%*
Capacité d'autofinancement / Endettement total	185%*

** Hors valeurs extrêmes ou valeurs non significatives*

9. 2.4 L'analyse de la gouvernance des sociétés individuelles

Les sociétés individuelles sont encore gérées par les principaux actionnaires qui sont souvent les membres de la famille fondatrice. Ces sociétés sont en général fermées et ne sont pas prêtes à mettre en place de nouvelles règles de gouvernance. La gestion demeure encore largement centralisée et les conseils d'administration pour les sociétés anonymes regroupent essentiellement les représentants du noyau dur familial. La réticence à l'ouverture et à la communication financière est encore prédominante. La taille et l'organisation de ces sociétés ne semblent pas pouvoir permettre une modification sensible des pratiques actuelles de gestion.

10. 2.5 Quel apport des sociétés individuelles privées pour la Bourse ?

Malgré la taille moyenne des sociétés de notre échantillon, elles ne représentent, hors celles qui sont ou ont été cotées en Bourse, qu'un cumul de capitaux propres d'environ 125 MD. Nous notons cependant que trois d'entre elles totalisent à elles seules les 2/3 de ce montant et que l'une d'elle en représente carrément 40%. Cette dernière est en fait la filiale d'une grande multinationale étrangère cotée dans son pays d'origine.

En supposant une valorisation boursière de 2 fois les capitaux propres de ces sociétés, leur introduction en Bourse générerait une capitalisation potentielle additionnelle qui s'élèverait à 250 MD (hors la filiale étrangère, cette capitalisation serait de 150 MD), soit à peine 7,6% (4,5%) de la capitalisation boursière actuelle (à 3 300 MD).

Cette illustration montre que la surface financière plutôt réduite des sociétés tunisiennes, même celles supposées être de taille moyenne (en termes d'effectif ou de ventes), constitue une limitation considérable à l'enrichissement de la cote de la Bourse. En excluant la plus importante capitalisation, la capitalisation moyenne potentielle par société serait de moins que 8 MD, ce qui est faible pour s'introduire en Bourse.

VII - VI. Synthèse des résultats de l'enquête

Remarque préliminaire

1. L'échantillon qui a été constitué pour les besoins de notre enquête est composé de sociétés et de groupes qui ont des profils de candidats potentiels à la Bourse. Les sociétés/groupes sélectionnés sont quasiment toutes des entités connues, rentables, pérennes, solides financièrement et solvables. Ce choix était motivé par la nécessité de se conformer à la problématique centrale de notre étude relative au faible recours par ce type de sociétés au marché financier. Nous voulons insister sur cet aspect car les résultats de notre étude ne reflètent pas les pratiques de financement et les caractéristiques de la majorité des sociétés tunisiennes (telles que décrites dans le diagnostic) mais plutôt d'une élite de sociétés et de groupes de sociétés.

B.1. Analyses comparative et sectorielle

1. 1.1 Analyse comparative groupes – sociétés

Il ressort de l'analyse comparative (annexe H) que les groupes de sociétés ont un endettement beaucoup plus important que celui des sociétés. Il ressort souvent que la différence provient essentiellement des crédits à moyen et long terme qui sont très modestes au niveau des sociétés individuelles. De même, il n'y a pas de recours de la part des sociétés individuelles à d'autres sources longues de financement. La taille des investissements au niveau des groupes est largement supérieure à celle des sociétés individuelles ce qui engendre de grandes différences au niveau des besoins de financement à moyen et long terme. Pour ce même besoin, la société individuelle aura tendance à privilégier un financement par fonds propres comme le montre son ratio élevé de fonds propres par rapport aux capitaux permanents. D'ailleurs, l'endettement total des sociétés individuelles ne représente qu'un modeste **63%** de leurs fonds propres contre **157%** pour les groupes. Au niveau de l'adéquation ressources - emplois, la couverture des capitaux investis par les ressources stables est supérieure à l'unité pour les sociétés individuelles ce qui démontre encore une bonne dotation de ces sociétés en capitaux permanents. Il en découle un niveau beaucoup plus faible des concours bancaires qui financent le besoin en fonds de roulement des sociétés individuelles (33% contre 76% pour les groupes).

A partir de là, on remarque que le poids des charges financières sur le résultat brut d'exploitation est assez faible ce qui permet de dégager une rentabilité financière supérieure à celle des groupes. Il s'agit d'un différentiel de rentabilité qui est destiné à couvrir le risque supplémentaire pris par les actionnaires des sociétés individuelles.

Il faut remarquer par ailleurs qu'aucun effet de levier n'a été identifié au niveau des groupes, la rentabilité financière moyenne restant en deça de celle des sociétés individuelles moins endettées. Selon nous, la taille actuelle des groupes et les investissements importants effectués sur une période récente ne permettent pas encore de faire jouer l'effet de levier. Par ailleurs, avec des financements

courts encore assez importants, le coût moyen pondéré de la dette resterait selon nous assez élevé ce qui ne permet pas une optimisation de la rentabilité financière.

Pour les groupes qui ont des besoins de financement élevés comparativement aux sociétés individuelles, le recours plus important au marché financier va dépendre de la possibilité d'avoir des financements bon marché et compétitifs par rapport aux sources comparables afin d'optimiser leur coût de financement et partant de là, d'améliorer leur rentabilité.

2. 1.2 Analyse sectorielle

Les sociétés et groupes de notre échantillon ont des caractéristiques très disparates qui ne nous permettent pas d'établir des pratiques sectorielles homogènes de financement.

Cependant, l'analyse intersectorielle (annexe I) des pratiques de financement a révélé des tendances lourdes qui reflètent certaines des spécificités de chacune des activités étudiées.

L'inclusion des groupes hôteliers (secteur à fort levier) implique nécessairement l'émergence de comportements de financement différents de ceux des autres individus. Ces groupes sont beaucoup plus tenus de financer leurs pointes saisonnières et de gérer l'effet cyclique de leur besoin en fonds de roulement.

Le coefficient de capital est nettement plus élevé dans les secteurs du Tourisme et du Bâtiment/Immobilier. Ces secteurs se caractérisent par une disproportion entre les facteurs de production et la richesse interne créée et par l'accroissement rapide de l'investissement en actifs physiques. Il ressort qu'à valeur ajoutée égale, le capital économique engagé dans une entreprise hôtelière tunisienne est deux fois plus élevé que celui d'une entreprise de la distribution ou de l'agroalimentaire. Les ressources longues destinées à le financer y sont plus élevées également, constituées à majorité par l'endettement à terme qui représente 3,1 fois les fonds propres. Le poids des charges financières qui atteint jusqu'à 90% du RBE pour un groupe hôtelier étudié contre 36% en moyenne dans notre échantillon est symptomatique du poids de l'endettement sur la rentabilité brute d'exploitation.

Contrairement aux sociétés hôtelières, les sociétés industrielles tunisiennes semblent agir sur l'autofinancement pour réduire leur dépendance financière vis à vis des sources de financement externes. Mais cette attitude ne doit être jugée favorable qu'en apparence, car elle est en partie imputable à la décélération de l'investissement productif et à un effort moins soutenu sur les facteurs de croissance. Ce constat se confirme par l'observation des comptes de la nation pour les sociétés non financières sur les deux dernières décennies (annexe J).

On a remarqué que, par rapport à la moyenne de l'échantillon, le taux d'investissement chez les sociétés manufacturières est moins élevé que celui des entreprises hôtelières ou du bâtiment. Ce constat rejoint l'idée générale selon laquelle l'investissement privé dans les industries manufacturières vit une situation paradoxale²¹¹. Celle-ci consiste à opposer à l'amélioration continue

des taux de marge des entreprises manufacturières un certain repli dans l'effort de l'investissement qui semble profiter à l'épargne. Au prix de ce rationnement des besoins de financement, la rentabilité économique des sociétés manufacturières reste bien solide avec un taux proche de 21%. Leur situation financière est nettement meilleure avec un ratio capitaux empruntés/ Fonds propres légèrement supérieur à l'unité contre un ratio estimé à 123% pour la moyenne.

C.2. Quel avenir pour le recours au marché financier ?

1. 2.1 Des investissements importants sont prévus mais sont très sensibles à la conjoncture

Les sociétés étudiées sont des sociétés qui, en moyenne, ont soit procédé à des investissements sur une période récente soit envisagent de le faire dans un avenir proche. Pour une majorité des sociétés ou des groupes industriels de notre échantillon, les investissements ont été initiés dans le cadre de la mise à niveau. En adhérant à ce programme, la société peut bénéficier d'avantages importants tels qu'une prise en charge de 70% des frais d'étude et une prime d'investissement qui varie entre 20% et 30%. Le programme de mise à niveau a donc permis d'inciter les sociétés à l'investissement. L'existence d'avantages fiscaux est également un stimulant important à l'investissement car il permet déjà de minimiser la charge d'impôts.

Au niveau de la taille des investissements, il faut noter qu'au niveau de 80% des sociétés individuelles étudiées et de 40% des groupes étudiés, les besoins d'investissement sont relativement faibles et pourront être financés par les sources de financement classiques internes et bancaires. En revanche, pour un peu plus de la moitié des groupes étudiés et les entreprises individuelles de grande taille soit au total une estimation de 16 sociétés, les besoins d'investissement futurs auront une certaine taille (entre 5 et 20 MD/an) qui nécessitera vraisemblablement de plus en plus la diversification des sources de financement. Il est clair toutefois que la taille et la réalisation de ces investissements dépendra de l'évolution macro-économique du pays et microéconomique des sociétés étudiées et du contexte international qui reste déterminant surtout pour des secteurs tels que le tourisme, le textile et les sociétés exportatrices.

Nous avons pourtant observé que certains programmes ont déjà été lancés ou devraient l'être au cours des prochaines années. Les sociétés qui opèrent dans des secteurs de grande consommation, ou encore des secteurs qui présentent une bonne visibilité sont en particulier engagés dans de nouveaux investissements afin d'augmenter leurs capacités de production/de vente. Parmi les groupes qui ont des partenaires étrangers, l'un d'eux a même lancé un nouveau projet de production totalement destinée à l'export.

²¹¹ Enquête annuelle des entreprises de l'INS (1999).

2. 2.2 Vers une augmentation du recours des groupes/grandes sociétés à l'emprunt obligataire

Les nouvelles règles de la BCT pour les sociétés ou groupes ayant plus de 25 MD d'engagements auprès du système financier, dont l'application est entrée en vigueur depuis le début de l'année 2002, vont diminuer les possibilités de recours exclusif aux banques pour le financement des gros projets. De plus en plus, les groupes ou les sociétés devront diversifier leurs sources de financement et chercher auprès du marché de nouvelles ressources. Sur la base du gisement de sociétés/groupes que nous avons identifiés comme candidats potentiels au marché et dont les $\frac{3}{4}$ ont un endettement modéré ou acceptable, nous pensons que le recours à l'emprunt obligataire sera privilégié. Ceci sera facilité surtout par l'obtention de notes satisfaisantes compte tenu de leurs bons fondamentaux. En revanche, le problème reste posé pour les groupes déjà fortement endettés pour lesquels tout accroissement de l'endettement, même sous forme obligataire, risque de détériorer leur profil de risque et de ne pas pouvoir susciter l'adhésion des investisseurs. Dans ces cas, le recours aux émissions en actions est recommandé.

3. 2.3 Les processus d'introduction seront plus longs et exigeront beaucoup de préalables

Si le besoin d'un capital actions a été identifié pour 4 groupes de notre échantillon dont 3 non cotés et que d'autres sociétés/groupes pourraient décider d'opter pour le financement actions, nous pensons tout de même que le recours à des émissions d'actions via l'introduction en Bourse sera un processus un peu plus long compte tenu de toutes les conditions préalables.

D'après notre enquête, les principaux candidats à la Bourse sont les maisons-mères ou les holding de groupes. Avec la promulgation d'un nouveau cadre légal de groupes, les groupes devront entreprendre une réflexion approfondie sur la mise en œuvre d'une structure de groupe avant de venir en Bourse. Ceci passera par une importante restructuration de leur portefeuille de participations, par une réorientation stratégique, ainsi que par une réorganisation de la gestion, du système d'information,... Cette phase devra permettre de s'adapter à ce nouvel environnement désormais réglementé des groupes et de proposer par la suite à la Bourse une structure transparente, compréhensible et attractive à la fois. Les groupes spécialisés seront vraisemblablement les premiers candidats en raison de la relative simplicité de leur structure déjà existante. En revanche, les groupes diversifiés exigeront un travail plus long. Il serait peut être recommandable que ces groupes s'organisent en plusieurs pôles d'activité et de définir lequel de ces pôles est le plus à même d'aller en Bourse. L'objectif recherché ici est de pouvoir proposer à l'investisseur tunisien encore peu sophistiqué un produit simple et performant. D'ores et déjà, à partir de l'analyse de notre échantillon, nous pensons que le potentiel à court terme d'introductions en Bourse reste relativement limité.

1. Le défi du développement du financement direct

4. 4.1 L'expérience récente de la diversification des modes de financement

a) 4.1.1 Le profil des sociétés ayant fait appel au marché financier

Si l'on exclut les institutions financières, la part des émissions obligataires de sociétés non financières n'a pas dépassé les 30 MD/an au cours des quatre dernières années tandis que les levées

de capitaux sous forme d'actions sur la cote de la Bourse se sont établis à 13 MD/an. Globalement, le financement à travers le marché financier des sociétés non financières a été modeste et n'a attiré que très peu de sociétés qui ont des caractéristiques particulières.

L'examen des catégories d'émetteurs sur le compartiment obligataire par exemple montre la prépondérance de certains secteurs fortement consommateurs de capitaux longs (le tourisme a représenté 45% et 53% des émissions totales en 1999 et en 2000 respectivement) et de quelques groupes qui ont beaucoup investi sur une période récente générant ainsi des besoins de financement très importants (46% des émissions sur 4 ans ont été le fait de deux groupes considérés comme étant endettés). Sur les 14 émetteurs obligataires (sociétés non financières), 3 se sont faits noter et ont obtenu des notes moyennes (notes les plus récentes : A+ , BBB-, BB+) tandis que les autres émetteurs ont bénéficié de garantie bancaire, ce qui suggère en moyenne un risque relativement élevé.

b) 4.1.2 Les motivations de la diversification

L'analyse des sociétés de notre échantillon ayant eu recours à d'autres financements que l'autofinancement et le crédit bancaire montre que cette diversification a été motivée essentiellement par les raisons suivantes : augmentation sensible de la taille des investissements, accroissement des engagements bancaires au delà des limites acceptées, impossibilité pour les actionnaires d'origine de renforcer les fonds propres.

La société peut alors décider de recourir à l'ouverture du capital à des SICAR ou à la Bourse, à l'émission d'emprunts obligataires, d'emprunts privés...Bref, dans la quasi majorité des cas, il s'agit donc de solutions provisoires au départ mais qui sont appelées à être renouvelées régulièrement par la suite. La diversification des sources de financement n'est pas spontanée mais imposée. Ceci explique pourquoi le recours au marché financier n'a été jusqu'à présent que limité et surtout sans réel engagement et conviction de la part de la société. Nous avons pu par exemple vérifier dans notre échantillon l'existence d'une corrélation forte chez certains groupes entre le niveau d'engagements bancaires et le recours au marché financier. Le recours au marché financier ne se fait, le plus souvent, que lorsque le risque financier (mesuré par le poids de l'endettement) devient assez élevé. Dans ces conditions, le marché financier n'est pas en mesure de proposer des conditions très compétitives. Il s'agit là du problème central du marché financier : comment peut-il parvenir à assurer un bon compromis pour l'émetteur entre son risque et le coût de son financement ?

5. 4.2 L'adéquation de l'offre et de la demande sur le marché financier comme condition-clé de réussite

Dans sa phase de maturation et compte tenu des préférences déjà décrites des sociétés en matière de financement, le marché financier continuera à attirer des sociétés qui se doivent de diversifier leurs sources de financement (car ne pouvant plus recourir aux banques) ce qui leur donne un profil de risque relativement élevé. Ce type d'offre s'il s'accroît de manière significative n'est pas encore tout à fait adapté aux attentes des investisseurs qui continuent en général à privilégier la sécurité. En revanche, les bons risques pour qui la demande d'investissement est importante sont restés jusqu'à présent en dehors du marché.

Cette inadéquation empêche, à l'heure actuelle, le marché financier de jouer un rôle plus important dans le financement de l'économie. La demande existante ne trouve pas toujours l'offre qui lui convient tandis que l'offre potentielle risque de ne pas trouver la demande correspondante.

Cette situation de déséquilibre est caractéristique de tous les marchés émergents. Toutefois, le vrai défi actuellement est de faire en sorte qu'elle ne soit que conjoncturelle et de provoquer le déclic nécessaire à la dynamisation réelle et durable du marché tunisien. Ceci exigera la mise en place de réformes à plusieurs niveaux et la poursuite d'une politique très volontariste de libéralisation et de déréglementation qui créera un environnement propice au développement de règles et de pratiques de marché. La transition d'une culture bancaire vers une culture de marché permettra alors de résoudre l'équation de l'offre et de la demande et de faire du financement direct une composante majeure du financement de l'économie.

ANNEXE A : QUESTIONNAIRE POUR LES GROUPES

CARACTERISTIQUES DU REpondant

1. Quelle est la raison sociale de la société mère ou de la holding du groupe ?

.....

2. Quelle est la date de création de la société mère ou de la holding du groupe ?

.....

3. Quelle est la forme juridique de la société mère ou de la holding du groupe ?

☐ S.A.

☐ S.A.R.L.

4. Quel est le capital social de la société mère ou de la holding du groupe ?

.....

5. Quel est le nom du principal responsable du groupe ?

.....

6. Quels sont les principaux secteurs d'activité du groupe et dans quelles proportions ?

.....

7. Combien de sociétés font partie du groupe ?

.....

8. Quel est le chiffre d'affaires consolidé du groupe?

.....

9. Quel est votre taux de croissance depuis les 3 dernières années ?

.....

10. Quel est l'effectif du groupe ?

.....

11. L'actionnariat du groupe est-il :

- ☐ 100% familial
- ☐ Noyau dur familial + autres actionnaires
- ☐ Familial + Institutionnel (SICAR, SICAF...)
- ☐ Dispersé auprès de plusieurs actionnaires
- ☐ Mixte (partie tunisienne + partie étrangère)
- ☐ Autres (préciser :)

12. L'actionnariat a-t-il subi des changements ces 3 dernières années ?

- ☐ Oui
☐ Non

13. Si oui, ces changements ont-ils été sous forme :

- ☐ D'augmentations de capital ?
☐ De cessions d'actions ou de parts ?
☐ Autres (préciser :)

14. Comment la société finance-t-elle ses investissements ? (par ordre d'importance)

- ☐ Par auto - financement
☐ Par émission d'actions
☐ Par emprunt bancaire
☐ Par emprunt obligataire
☐ Par leasing
☐ Autres :

15. Comment jugez-vous votre structure de financement ?

- ☐ Satisfaisante
☐ Moyennement satisfaisante
☐ Peu satisfaisante

FINANCEMENT PAR DETTES

FINANCEMENT BANCAIRE

16.Quelle proportion représente chaque type de crédit bancaire dans le financement de vos investissements ?

☐ Long terme :

☐ Moyen terme :

☐ Court terme :

17.Ces financements Moyen et Long Terme sont-ils assortis d'une garantie ?

☐ Oui

☐ Non

18. Quel est le type de cette garantie ?

☐ Hypothèque

☐ Nantissement de titres

☐ Autres (Préciser :

19. Estimez-vous que cette garantie couvre votre engagement ?

☐ Plus que largement

☐ Largement

☐ Moyennement

☐ Faiblement

20. A combien s'élève votre engagement auprès des banques ?

.....

21. Comment jugez-vous votre engagement auprès des banques ?

- ☐ Important
- ☐ Acceptable
- ☐ Faible

22. En pourcentage de vos financements à moyen et long terme, que représente en moyenne, le financement bancaire ?

.....

FINANCEMENT PAR EMPRUNT OBLIGATAIRE

23. Avez vous envisagé de vous financer par émission d'emprunt obligataire ?

- ☐ Oui
- ☐ Non

Si Oui, passez directement à la question n° 25.

24. Si non, pour quelles raisons ?

- ☐ L'obligation de la garantie bancaire ou de la notation
- ☐ Coût élevé
- ☐ Délais de visa longs
- ☐ Limitation du montant
- ☐ Durée inadaptée
- ☐ Autre (préciser :)

Passez directement à la question n° 26

25. Comment s'est fait votre recours au marché obligataire ?

- ☐ A votre propre initiative
- ☐ Sur le conseil de votre banquier
- ☐ Suite à un contact initié par un intermédiaire en Bourse
- ☐ Autre (préciser :)

26. Quels sont les avantages liés à ce type de financement ? (par ordre d'importance)

- ☐ Durée
- ☐ Diversification des bailleurs de fonds
- ☐ Initiation au marché financier
- ☐ Autre (préciser :)

27. Quels sont les inconvénients liés à ce type de financement ? (par ordre d'importance)

- ☐ Règles strictes
- ☐ Obligation de transparence
- ☐ Coût élevé
- ☐ Autre (préciser :)

28. Comment évaluez-vous cette expérience ?

- ☐ Satisfaisante
- ☐ Moyenne
- ☐ Non satisfaisante

29. En pourcentage de votre financement à LMT, que représente en moyenne le financement par emprunt obligataire ?

.....

FINANCEMENT PAR EMPRUNTS PRIVES

30. Avez-vous déjà eu recours à des emprunts privés ?

- ☐ Oui
- ☐ Non

Si non, passez directement à la question n° 36

31. Si oui, comment évaluez-vous cette expérience ?

- ☐ Satisfaisante
- ☐ Moyenne
- ☐ Non satisfaisante

32. Trouvez-vous que, comparativement aux conditions des autres emprunts, les conditions des emprunts privés sont :

- ☐ Plus avantageuses
- ☐ Comparables
- ☐ Moins avantageuses

33. Par rapport aux autres emprunts, la maturité des emprunts privés est-elle généralement :

- ☐ Plus longue
- ☐ Similaire
- ☐ Plus courte

34. Par rapport aux autres emprunts, le coût des emprunts privés est-il généralement :

- ☐ Plus élevé
- ☐ Similaire
- ☐ Moins élevé

35. En pourcentage du financement à MLT, que représente en moyenne le financement à travers les emprunts privés ?

.....

FINANCEMENT PAR LEASING

D.36. Avez vous envisagé de vous financer par leasing ?

- ☐ Oui
☐ Non

Si Oui, passez directement à la question n° 38

36. Si non, pour quelles raisons ?

- ☐ Coût
☐ Durée
☐ Fiscalité
☐ Périodicité de paiement
☐ Autres (Préciser :)

Passez directement à la question n° 39

37. Comment s'est fait votre recours au leasing ?

- ☐ A votre propre initiative
☐ Sur le conseil de votre banquier
☐ Suite à un contact initié par une société de leasing
☐ Autre (préciser :)

38. Quels sont les avantages liés à ce type de financement ? (par ordre d'importance)

- ☐ Rapidité de mise en œuvre
☐ Fiscalité (TVA, amortissement accéléré)
☐ Financement en hors bilan

- ☐ Flexibilité des paiements (loyers modulables en fonction du cycle d'activité)
- ☐ Autre (préciser :)

39. Quels sont les inconvénients liés à ce type de financement ? (par ordre d'importance)

- ☐ Coût
- ☐ Durée
- ☐ Fiscalité
- ☐ Périodicité de paiement
- ☐ Absence de période de grâce
- ☐ Autres (Préciser :)

40. Comment évaluez-vous cette expérience ?

- ☐ Satisfaisante
- ☐ Moyenne
- ☒ Non satisfaisante

41. En pourcentage de vos financements à MLT, que représente en moyenne le financement par leasing ?

.....

E.

FINANCEMENT INTRA-GROUPE

42. Procédez-vous à des financements intra-groupe ?

- ☐ Oui
- ☐ Non

Si non, passez directement à la question n° 48

43. A quoi sont-ils destinés ?

- ☐ A financer un investissement
- ☐ A financer un besoin de Trésorerie
- ☐ A alimenter un compte courant d'associés
- ☐ Autre (Préciser :)

44. Quels sont les avantages liés à ce type de financement ? (par ordre d'importance)

.....

45. Quels sont les inconvénients liés à ce type de financement ? (par ordre d'importance)

.....

46. En pourcentage des besoins à MLT des filiales, que représente en moyenne le financement intra-groupe ?

.....

FINANCEMENT PAR FONDS PROPRES

FINANCEMENT PAR LES SICAR

47. Avez-vous eu recours à des SICAR pour un financement en fonds propres ?

- ☐ Oui
- ☐ Non

Si Non, passez directement à la question n° 55

48. S'agit-il d'une SICAR :

- ☐ bancaire
- ☐ non bancaire

49. Le financement à travers la SICAR était-il assorti d'une clause de rachat ?

- ☐ Oui
- ☐ Non

50. Pour quelle raison avez-vous eu recours à la SICAR ?

- ☐ Renforcer vos fonds propres
- ☐ Financer un nouveau développement / investissement
- ☐ Ouvrir le capital de la société
- ☐ Autres (préciser :)

51. Comment s'est fait votre recours à la SICAR ?

- ☐ A votre propre initiative
- ☐ Sur le conseil de votre banquier
- ☐ Suite à un contact initié par la SICAR
- ☐ Autre (préciser :)

52. Quel a été l'apport de la SICAR ? (par ordre d'importance)

- ☐ Expertise et conseil de gestion
- ☐ Amélioration du profil de risque de l'entreprise
- ☐ Nouveaux débouchés
- ☐ Autre (.....)

53. Quels sont les inconvénients liés à ce type de financement ? (par ordre d'importance)

- ☐ Reporting
- ☐ Conditions de sortie
- ☐ Dilution de contrôle
- ☐ Autre (préciser :)

FINANCEMENT PAR ACTIONS

54. Avez-vous déjà fait appel à la Bourse pour vous financer ?

- ☐ Oui
- ☐ Non

Si Oui, passez directement à la question n°57

55. Si non, pour quelles raisons ?

- ☐ Absence de cadre juridique et comptable de groupe
- ☐ Obligation d'informations
- ☐ Dilution du contrôle
- ☐ Conditions d'admission à la Bourse
- ☐ Incertitude sur l'évolution des cours
- ☐ Autres (préciser :)

56. Avez-vous été sollicité ou démarché pour vous introduire en Bourse ?

- ☐ Oui
- ☐ Non

Si non, passez directement à la question n°60

57. Si oui, par qui ?

- ☐ Votre banque
- ☐ Un intermédiaire en Bourse affilié à votre banque
- ☐ Un intermédiaire en Bourse indépendant
- ☐ Autres (précisez :)

58. Quel a été l'apport de la Bourse? (par ordre d'importance)

- ☐ Notoriété
- ☐ Liquidité
- ☐ Diversification de l'actionnariat
- ☐ Diversification des sources de financement
- ☐ Autre (.....)

59. Quels sont les inconvénients liés à la Bourse ? (par ordre d'importance)

- ☐ Obligations d'informations

- ☐ Volatilité du marché financier
- ☐ Perte de contrôle
- ☐ Autre (préciser :)

60. En pourcentage du financement à MLT, que représente en moyenne le financement par actions en Bourse ?

.....

61. Comment jugez-vous l'avantage fiscal accordé aux sociétés qui s'introduisent en Bourse?

- ☐ Suffisant
- ☐ Insuffisant

62. Quel est le taux d'impôt réel payé sur le bénéfice fiscal ?

.....

63. Votre groupe procède-t-il à des placements en Bourse ?

- ☐ Oui
- ☐ Non

64. Si non, pour quelles raisons ?

- ☐ Vous disposez de peu de liquidités
- ☐ Vous estimez que les placements boursiers ne sont pas assez rentables
- ☐ Vous estimez que les placements boursiers sont risqués
- ☐ Autres (préciser :)

ANNEXE B : QUESTIONNAIRE POUR LES SOCIETES

2. CARACTERISTIQUES DU REpondant

1. Quelle est la raison sociale de la société ?

.....

2. Quelle est la date de création de la société ?

.....

3. Quelle est la forme juridique de la société ?

☐ S.A.

☐ S.A.R.L.

4. Quel est le capital social de la société ?

.....

5. Quel est le nom du principal responsable de la société ?

.....

6. Quels sont les principaux secteurs d'activité de la société et dans quelles proportions ?

.....

7. Quel est le chiffre d'affaires de la société?

.....

8. Quel est votre taux de croissance depuis les 3 dernières années ?

.....

9. Quel est l'effectif de la société ?

.....

10. L'actionnariat de la société est-il :

- ☐ 100% familial
- ☐ Noyau dur familial + autres actionnaires
- ☐ Familial + Institutionnel (SICAR, SICAF...)
- ☐ Dispersé auprès de plusieurs actionnaires
- ☐ Mixte (partie tunisienne + partie étrangère)
- ☐ Autres (préciser :)

11. L'actionnariat a-t-il subi des changements ces 3 dernières années ?

- ☐ Oui

☐ Non

12. Si oui, ces changements ont-ils été sous forme :

- ☐ D'augmentations de capital ?
- ☐ De cessions d'actions ou de parts ?
- ☐ Autres (préciser :)

13. Comment la société finance-t-elle ses investissements ? (par ordre d'importance)

- ☐ Par auto - financement
- ☐ Par émission d'actions
- ☐ Par emprunt bancaire
- ☐ Par emprunt obligataire
- ☐ Par leasing
- ☐ Autres :

14. Comment jugez-vous votre structure de financement ?

- ☐ Satisfaisante
- ☐ Moyennement satisfaisante
- ☐ Peu satisfaisante

FINANCEMENT PAR DETTES

FINANCEMENT BANCAIRE

15.Quelle proportion représente chaque type de crédit bancaire dans le financement de vos investissements ?

☐ Long terme :

☐ Moyen terme :

☐ Court terme :

16.Ces financements Moyen et Long Terme sont-ils assortis d'une garantie ?

☐ Oui

☐ Non

17. Quel est le type de cette garantie ?

☐ Hypothèque

☐ Nantissement de titres

☐ Autres (Préciser :

18. Estimez-vous que cette garantie couvre votre engagement ?

☐ Plus que largement

☐ Largement

☐ Moyennement

☐ Faiblement

19. A combien s'élève votre engagement auprès des banques ?

.....

20. Comment jugez-vous votre engagement auprès des banques ?

- ☐ Important
- ☐ Acceptable
- ☐ Faible

21. En pourcentage de vos financements à moyen et long terme, que représente en moyenne, le financement bancaire ?

.....

FINANCEMENT PAR EMPRUNT OBLIGATAIRE

22. Avez vous envisagé de vous financer par émission d'emprunt obligataire ?

- ☐ Oui
- ☐ Non

Si Oui, passez directement à la question n° 24

23. Si non, pour quelles raisons ?

- ☐ L'obligation de la garantie bancaire ou de la notation
- ☐ Coût élevé
- ☐ Délais de visa longs
- ☐ Limitation du montant
- ☐ Durée inadaptée
- ☐ Autre (préciser :)

Passez directement à la question n° 25

24. Comment s'est fait votre recours au marché obligataire ?

- ☐ A votre propre initiative
- ☐ Sur le conseil de votre banquier
- ☐ Suite à un contact initié par un intermédiaire en Bourse
- ☐ Autre (préciser :)

25. Quels sont les avantages liés à ce type de financement ? (par ordre d'importance)

- ☐ Durée
- ☐ Diversification des bailleurs de fonds
- ☐ Initiation au marché financier
- ☐ Autre (préciser :)

26. Quels sont les inconvénients liés à ce type de financement ? (par ordre d'importance)

- ☐ Règles strictes
- ☐ Obligation de transparence
- ☐ Coût élevé
- ☐ Autre (préciser :)

27. Comment évaluez-vous cette expérience ?

- ☐ Satisfaisante
- ☐ Moyenne
- ☐ Non satisfaisante

28. En pourcentage de votre financement à LMT, que représente en moyenne le financement par emprunt obligataire ?

.....

FINANCEMENT PAR EMPRUNTS PRIVES

29. Avez-vous déjà eu recours à des emprunts privés ?

- ☐ Oui
- ☐ Non

Si non, passez directement à la question n° 35

30. Si oui, comment évaluez-vous cette expérience ?

- ☐ Satisfaisante
- ☐ Moyenne
- ☐ Non satisfaisante

31. Trouvez-vous que, comparativement aux conditions des autres emprunts, les conditions des emprunts privés sont :

- ☐ Plus avantageuses
- ☐ Comparables
- ☐ Moins avantageuses

32. Par rapport aux autres emprunts, la maturité des emprunts privés est-elle généralement :

- ☐ Plus longue
- ☐ Similaire
- ☐ Plus courte

33. Par rapport aux autres emprunts, le coût des emprunts privés est-il généralement :

- ☐ Plus élevé
- ☐ Similaire
- ☐ Moins élevé

34. En pourcentage du financement à MLT, que représente en moyenne le financement à travers les emprunts privés ?

.....

FINANCEMENT PAR LEASING

2. Avez vous envisagé de vous financer par leasing ?

- ☐ Oui
☐ Non

Si Oui, passez directement à la question n° 37

35. Si non, pour quelles raisons ?

- ☐ Coût
☐ Durée
☐ Fiscalité
☐ Périodicité de paiement
☐ Autres (Préciser :)

Passez directement à la question n° 38

36. Comment s'est fait votre recours au leasing ?

- ☐ A votre propre initiative
☐ Sur le conseil de votre banquier
☐ Suite à un contact initié par une société de leasing
☐ Autre (préciser :)

37. Quels sont les avantages liés à ce type de financement ? (par ordre d'importance)

- ☐ Rapidité de mise en œuvre
- ☐ Fiscalité (TVA, amortissement accéléré)
- ☐ Financement en hors bilan
- ☐ Autre (préciser :)

38. Quels sont les inconvénients liés à ce type de financement ? (par ordre d'importance)

- ☐ Coût
- ☐ Durée
- ☐ Fiscalité
- ☐ Périodicité de paiement
- ☐ Autres (Préciser :)

39. Comment évaluez-vous cette expérience ?

- ☐ Satisfaisante
- ☐ Moyenne
- ☒ Non satisfaisante

40. En pourcentage de vos financements à MLT, que représente en moyenne le financement par leasing ?

.....

FINANCEMENT PAR FONDS PROPRES

FINANCEMENT PAR LES SICAR

41. Avez-vous eu recours à des SICAR pour un financement en fonds propres ?

- ☐ Oui
- ☐ Non

Si Non, passez directement à la question n° 48

42. S'agit-il d'une SICAR :

- ☐ bancaire
- ☐ non bancaire

43. Le financement à travers la SICAR était-il assorti d'une clause de rachat ?

- ☐ Oui
- ☐ Non

44. Pour quelle raison avez-vous eu recours à la SICAR ?

- ☐ Renforcer vos fonds propres
- ☐ Financer un nouveau développement / investissement
- ☐ Ouvrir le capital de la société
- ☐ Autres (préciser :)

45. Comment s'est fait votre recours à la SICAR ?

- ☐ A votre propre initiative
- ☐ Sur le conseil de votre banquier
- ☐ Suite à un contact initié par la SICAR

☐ Autre (préciser :)

46. Quel a été l'apport de la SICAR ? (par ordre d'importance)

☐ Expertise et conseil de gestion

☐ Amélioration du profil de risque de l'entreprise

☐ Nouveaux débouchés

☐ Autre (.....)

47. Quels sont les inconvénients liés à ce type de financement ? (par ordre d'importance)

☐ Reporting

☐ Conditions de sortie

☐ Dilution de contrôle

☐ Autre (préciser :)

FINANCEMENT PAR ACTIONS

48. Avez-vous déjà fait appel à la Bourse pour vous financer ?

☐ Oui

☐ Non

Si Oui, passez directement à la question n°51

49. Si non, pour quelles raisons ?

☐ Absence de cadre juridique et comptable de groupe

☐ Obligation d'informations

- ☐ Dilution du contrôle
- ☐ Conditions d'admission à la Bourse
- ☐ Incertitude sur l'évolution des cours
- ☐ Autres (préciser :)

50. Avez-vous été sollicité ou démarché pour vous introduire en Bourse ?

- ☐ Oui
- ☐ Non

Si non, passez directement à la question n°54

51. Si oui, par qui ?

- ☐ Votre banque
- ☐ Un intermédiaire en Bourse affilié à votre banque
- ☐ Un intermédiaire en Bourse indépendant
- ☐ Autres (précisez :)

52. Quel a été l'apport de la Bourse? (par ordre d'importance)

- ☐ Notoriété
- ☐ Liquidité
- ☐ Diversification de l'actionnariat
- ☐ Diversification des sources de financement
- ☐ Autre (.....)

53. Quels sont les inconvénients liés à la Bourse ? (par ordre d'importance)

- ☐ Obligations d'informations
- ☐ Volatilité du marché financier
- ☐ Perte de contrôle
- ☐ Autre (préciser :)

54. En pourcentage du financement à MLT, que représente en moyenne le financement par actions en Bourse ?

.....

55. Comment jugez-vous l'avantage fiscal accordé aux sociétés qui s'introduisent en Bourse?

- ☐ Suffisant
☐ Insuffisant

56. Quel est le taux d'impôt réel payé sur le bénéfice fiscal ?

.....

57. Votre société procède-t-elle à des placements en Bourse ?

- ☐ Oui
☐ Non

58. Si non, pour quelles raisons ?

- ☐ Vous disposez de peu de liquidités
☐ Vous estimez que les placements boursiers ne sont pas assez rentables
☐ Vous estimez que les placements boursiers sont risqués
☐ Autres (préciser :)

ANNEXE C : LISTE DES SOCIETES ET GROUPES PROPOSES POUR CONSTITUER L'ECHANTILLON

GROUPES

Nom	Secteurs d'activité
GRUPE POULINA	Diversifié à dominante agro-alimentaire
GRUPE SFBT	Boissons
GRUPE BATAM	Distribution
GRUPE HACHICHA	Industrie du plastique, du montage de produits électroménagers, de la peinture...
GRUPE TTS	Tourisme et transport aérien
GRUPE TUNISIE LEASING	Services financiers
GRUPE SOTUPA	Production de produits d'hygiène féminine et de bébés et de divers produits en papier
GRUPE DRISS	Tourisme
GRUPE SOTUPA	Industriel (produits d'hygiène)
GRUPE BEN YEDDER	Diversifié (financier et agro-alimentaire)
GRUPE SASSI	Diversifié à dominante industrie mécanique

3.

SOCIETES APPARTENANT A DES GROUPES

<u>Nom</u>	<u>Secteurs d'activité</u>
Sté LA CERAMIQUE (Grp ZARROUK)	Briqueterie
Sté Confection Ras Jbel (Grp JILANI)	Textile
Etablissements SLAMA Frères (Grp SLAMA)	Agro-alimentaire
STEC (Grp DOGHRI)	Industrie chimique
Sté DELICE-DANONE (Grp MEDDEB)	Agro-alimentaire
Sté BFI (Grp BFI)	Services informatiques
Sté Jasminal (Grp Jasminal-FRIKHA)	Cosmétiques et produits d'hygiène
Cimenterie Jbel-Oust (Grp CIMPOR)	Cimenterie
Sté POLYCOQ (Grp Kriaa)	Industrie de l'emballage
Société Maille Club	Textile

(Grp Abdelmoula)	
------------------	--

4.

SOCIETES

<u>Nom</u>	<u>Secteur d'activité</u>
SOCIETE IGL	Assemblage d'ordinateurs
ASSURANCES GAT	Industrie Electro-mécanique
CONFECTION DU SUD	Industrie diverse
COMET	Industrie pharmaceutique
COTUPLAST	Industrie plastique
GLAMIVER	Industrie du Matelas et literie
LA BROSSE	Assemblage d'ordinateurs
LA GRIFFE	Services financiers
FILIATURE DE HAJEB EL AYOUN	Industrie pharmaceutique (phytosanitaire & vétérinaire)
ASSAD	Industrie plastique
UNIMED	Industrie agro-alimentaire (confiserie)
ADWYA	Industrie du verre
STQ	Industrie du ciment
OMNIACOM	Industrie de l'emballage

SOMATRAL	Construction mécanique
OXIA	Services informatiques
Top Oil Field Services	Services pétroliers
Afrique Travaux	Travaux Publics
SIFAMOS	Industrie des composants automobiles
LE LOGEMENT	Industrie composants automobiles

ANNEXE D : LISTE DES SOCIETES ET GROUPES ETUDIES DANS L'ECHANTILLON

GROUPES

<u>Nom</u>	<u>Secteurs d'activité</u>
1. GROUPE MEDDED	Production de lait et dérivés, produits frais
2. GROUPE BATAM	Distribution
3. GROUPE LE LOGEMENT	Promotion Immobilière
4. GROUPE MAILLE CLUB	Confection et distribution
5. GROUPE SASSI	Industrie mécanique – Services financiers
6. GROUPE TUNISIE LEASING	Services financiers
7. GROUPE SOTUPA	Production de produits d'hygiène féminine et de bébés et de divers produits en papier
8. GROUPE AFFES	Industrie de produits alimentaires, d'élevage, d'alimentation animale et d'emballage
9. GROUPE SFBT	Fabrication de boissons
10. GROUPE POULINA	Diverses Industries alimentaire – Matériaux de construction – Tourisme- Distribution
11. GROUPE TUNISIE CABLES	Industrie électro-mécanique

12. GROUPE TTS	Tourisme et transport aérien
13. GROUPE SOPAT	Industrie d'élevage et de transformation de volailles
14. GROUPE HACHICHA	Industrie du plastique, du montage de produits électroménagers, de la peinture...
15. GROUPE SLAMA	Industrie du raffinage et de négoce de l'huile et de la production de }argarine. Services divers
16. GROUPE SOMATRAL	Fabrication de literie et de matelas
17. GROUPE SAMARA	TOURISME
18. GROUPE KILANI	Distribution de systèmes de chauffage et de produits de quincaillerie
19. GROUPE BEN AISSA	Agro-alimentaire
20. GROUPE SOTUVER (CHAHED)	Industrie du verre

SOCIETES

<u>Nom</u>	<u>Secteur d'activité</u>
1. SOCIETE LA GRIFFE	Industrie textile
2. SOCIETE L'ACCUMULATEUR TUNISIEN ASSAD	Industrie Electro-mécanique
3. SOCIETE LA BROSSE	Industrie diverse
4. SOCIETE UNIMED	Industrie pharmaceutique
5. SOCIETE INDUSTRIELLE DES CONDUITES & ACCESSOIRES (SICOAC)	Industrie plastique
6. SOCIETE EL KHIR	Exploitation agricole
7. SOCIETE INDUSTRIE & GENIE LOGICIELS (IGL Industrie)	Assemblage d'ordinateurs
8. GROUPEMENT D'ASSURANCES DE TUNISIE (GAT)	Services financiers
9. SOCIETE INTERCHEM	Industrie pharmaceutique (phytosanitaire & vétérinaire)
10. SOCIETE COTUPLAST	Industrie plastique
11. SOCIETE GFCO	Industrie agro-alimentaire (confiserie)
12. SOCIETE GLAMIVER	Industrie du verre
13. SOCIETE CIMENTERIE DE JEBEL-OUEST	Industrie du ciment

14. SOCIETE POLYCOQ	Industrie de l’emballage
15. SOCIETE COMET	Construction mécanique
16. SOCIETE ITG	Services informatiques
17. SOCIETE SCPS	Commerce en gros des produits sanitaires
18. SOCIETE LE MOTEUR	Commerce automobile
19. SOCIETE ALKIMIA	Industrie chimique
20. SOCIETE SIFAMOS	Industrie composantes automobiles

ANNEXE E : DEPOUILLEMENT DES QUESTIONNAIRES DES GROUPES

Indicateurs Généraux	
Date de Création moyenne de la 1ère société du groupe	1973
Capital social moyen de la société mère/holding/1ère	7,3
Type de groupes	
Groupe diversifié	5
Groupe spécialisé	15
Nombre moyen de sociétés dans le groupe	10,8
CA cumulé/consolidé moyen	108
Effectif moyen	1071
Taux de croissance moyen (3 dernières années)	15%
Structure de l'actionnariat	
Familial	41%

SICAR + Institutionnel	19%
Etranger	15%
Divers	24%

5. Changement d'actionnariat

Oui	65%
Non	35%
Augmentations de capital	69%
Cessi/n d'actions	31%
Autres	8%

Modes de financement des investissements

Moyenne du poids de chaque financement en %

Autofinancement	32,2%
Emission d'actions	13,8%
Emprunt bancaire	43,7%
Emprunt obligataire	5,1%
Leasing	4,5%
Autres	0,7%

Appréciation de la structure de financement	
Satisfaisante	40%
Moyennement satisfaisante	25%
Peu satisfaisante	25%

FINANCEMENT PAR DES INSTRUMENTS DE DETTES

Crédit bancaire

F.Type de crédit bancaire

Moyen terme	95%
Long terme	20%
Court terme	5%

G.Existence d'une garantie pour le CMLT

Non	
Oui	90%
Type	
Hypothèque	70%
Nantissement	55%
Garantie personnelle	5%
Autres	
Couverture jugée	
Plus que large	20%

Large	40%
Moyenne	20%
Faible	
Niveau moyen d'engagement bancaire total (en Million de DT)	60
Niveau d'engagement jugé	
Important	25%
Acceptable	40%
Faible	15%
Emprunt obligataire	30%
Recours antérieur	
Oui	5
Comment	
Propre initiative	20%
Conseil de la banque	5%
Contact de l'intermédiaire en Bourse	
Autres	
Expérience jugée	
Satisfaisante	60%
Moyenne	

Non satisfaisante	
Non	11
Raisons	
Obligation de garantie ou notation	10%
Coût non compétitif	30%
Autres	70%
Avantages	
Durée	45%
Diversification des bailleurs de fonds	60%

Initiation au marché financier	25%
Autres	5%
Inconvénients	
Règles strictes et non adaptées	25%
Obligations de transparence	30%
Coût non compétitif	10%
Délai de mise en place	25%
Autres	10%
VIII -	
Emprunt privé	
Recours antérieur	
Non	55%
Oui	25%
Expérience jugée	
Satisfaisante	40%
Leasing	

Recours antérieurs	60%
Raisons du non recours	
Coût	37,5%
Durée	12,5%
Fiscalité	12,5%
Périodicité de paiement	
Autres	37,50%
Oui	
Suite à:	
Initiative entreprise	75%
Conseil de la banque	
Démarchage société de leasing	33%
Autres	
Expérience jugée	
Satisfaisante	75%
Moyenne	8,3%
Non satisfaisante	8,3%
Avantages	
Rapidité de mise en œuvre	83%

Fiscalité	42%
Financement en hors bilan	25%
Autres	8%
Inconvénients	
Coût	70%
Durée	35%
Fiscalité	5%
Périodicité de paiement	10%
Autres	

Financements intra-groupe	
<u>A.Recours antérieur</u>	50%
Pour financer	
Un investissement d'une société du groupe	
Un besoin de Trésorerie	40%
Alimenter un compte courant associés	80%

Financement par fonds propres

SICAR

Oui 55%

Type

Sicar Bancaire 50%

Sicar non bancaire 50%

Existence d'une clause de rachat

B. Oui 63%

Non 38%

Raisons du recours à la SICAR

Renforcement des fonds propres 64%

Financement d'un investissement 73%

Ouverture du capital 18%

Autres

Contact avec la SICAR suite à:

Initiative société 18%

Conseil de la banque 9%

Initiative SICAR 45%

Autres	
Apport de la SICAR	
Expertise et conseil	36%
Amélioration du profil de risque	18%
Nouveaux débouchés	36%
Autres	18%
Non	
Inconvénients	
Reporting	10%
Conditions de sorties	10%
Dilution du contrôle	20%
Autres	
<u>Actions</u>	
Recours antérieur à la Bourse	35%
Non	65%
Raisons:	
Obligations d'informations	23%
Dilution du contrôle	23%

Conditions d'admission	8%
------------------------	----

Incertitude sur l'évolution des cours	8%
Autres	23%
Oui	
Apport de la Bourse	
Notoriété	25%
Liquidité	30%
Diversification de l'actionnariat	0%
Diversification des sources de financement	40%
Autres	15%
Inconvénients de la Bourse	
Obligations d'informations	
Dilution du contrôle	25%
Volatilité du marché	50%
Image altérée	10%
Autres	20%
<u>C.Appréciation de l'avantage fiscal</u>	
Suffisant	40%
Insuffisant	50%

Niveau d'impôt payé	
= < 20%	60%
20 à 25%	10%
25 à 30%	20%
30 à 35%	
Placements boursiers	
Oui	40%
Non	45%
Peu de liquidités	15%
Faible rentabilité	10%
Risque important	30%
Autres	5%

ANNEXE F : DEPOUILLEMENT DES QUESTIONNAIRES DES SOCIETES

RUBRIQUES	RESULTATS
<u>Caractéristiques</u>	
Création	25 ans
Type	
<i>SA</i>	70%
<i>SARL</i>	30%
Capital social (MD)	5,3
Capitaux propres (MD)	8,4
Taille (CA en MD)	16,3
Effectif	148
Croissance moyenne sur 3 ans	15,5%
<u>Actionnariat</u>	
<i>(pondération par les capitaux propres)</i>	

Familial	57%
SICAR + institutionnel	23%
Etranger	9%
Divers	13%
Stabilité sur 3 ans	
Oui	45%
Non	55%
<i>Augmentations de capital</i>	36%
<i>Cessions d'actions</i>	64%
<i>Autres</i>	0%
Répartition des sources de financement	
Autofinancement	47,9%
Emission d'actions	11,3%
Emprunt bancaire	33,2%
Emprunt obligataire	0%
Leasing	7,3%
Autres	0,5%

Structure de financement jugée	
Satisfaisante	70%
Moyennement satisfaisante	25%
Peu satisfaisante	5%

FINANCEMENT PAR DES INSTRUMENTS DE DETTES	
<u>CREDIT BANCAIRE</u>	
Recours au crédit bancaire	70%
Type de crédit bancaire	
Long terme	15%
Moyen terme	69%
Court terme	15%
Existence d'une garantie pour le CMLT	
Non	19%
Oui	81%
Type	
Hypothèque	95%
Nantissement de titres	5%
Garantie personnelle	0%

Autres	0%
Couverture jugée	
<i>Plus que large</i>	8%
<i>Large</i>	67%
<i>Moyenne</i>	17%
<i>Faible</i>	8%
Niveau d'engagement auprès des banques (MD)	1,78
Niveau d'engagement jugé	
<i>Important</i>	13%
<i>Acceptable</i>	34%
<i>Faible</i>	53%
<u>EMPRUNT OBLIGATAIRE</u>	
Recours antérieur	
Oui	0%
Comment	-

Propre initiative	-
Conseil de la banque	-
Contant de l'IB	-
Autres	-
Expérience jugée	
Satisfaisante	-
Moyenne	-
Non satisfaisante	-

Non	100%
Raisons	
Obligations de garantie ou notation	10%
Coût élevé	10%
Délais de visa longs	0%
Limitation du montant	10%
Durée inadaptée	0%
Autres	63%
Avantages	
Durée	0%
Diversification des bailleurs de fonds	50%
Initiation au marché financier	20%
Autres	10%
Aucun	20%
Inconvénients	
Règles strictes	50%
Obligation de transparence	36%

Coût élevé	21%
Autre	0%
Méconnaissance	20%
<u>EMPRUNT PRIVE</u>	
Recours antérieur	
Non	70%
Oui	30%
<u>LEASING</u>	
Recours antérieur	
Non	70%
Raisons	
Coût	64%
Durée	7%
Fiscalité	0%
Périodicité de paiement	0%
Autres	43%
Oui	30%

Suite à:	
Initiative entreprise	83%
Conseil de la banque	0%
Démarchage société de leasing	17%
Autres	0

Expérience jugée	
Satisfaisante	86%
Moyenne	14%
Non satisfaisante	0%
Avantages	
Rapidité de mise en œuvre	72%
Fiscalité	33%
Financement en hors bilan	17%
Autres	0%
Aucun	0%
Inconvénients	
Coût	79%
Durée	5%
Fiscalité	0%
Périodicité de paiement	0%
Autres	5%
Aucun	11%

Méconnaissance	5%
FINANCEMENT PAR FONDS PROPRES	
<u>SICAR</u>	
Oui	20%
Type	
Sicar Bancaire	0%
Sicar non bancaire	100%
Existence d'une clause de rachat	
Oui	75%
Non	25%
Raisons du recours à la SICAR	
Renforcement des fonds propres	25%
Financement d'un investissement / développement	50%
Ouverture du capital	0%
Autres	25%
Contact avec la SICAR suite à:	
Initiative société	25%

Conseil de la banque	0%
Initiative SICAR	75%
Autres	0%
Apport de la SICAR	
Expertise et conseil	100%
Amélioration du profil de risque	25%
Nouveaux débouchés	25%
Autres	0%

Non	80%
Inconvénients	
Reporting	20%
Conditions de sorties	30%
Dilution du contrôle	67%
Autres	10%
Méconnaissance	10%
<u>Bourse</u>	
Recours antérieur à la Bourse (<i>levée de capitaux</i>)	
Non	100%
Raisons:	
Obligations d'informations	22%
Dilution du contrôle	33%
Conditions d'admission	44%
Incertitude sur l'évolution des cours	33%

Autres	22%
Oui	0%
Apport de la Bourse (<i>cotation</i>)	
Notoriété	67%
Liquidité	0%
Diversification de l'actionnariat	33%
Diversification des sources de financement	50%
Autres	0%
Inconvénients de la Bourse	
Obligations d'informations	27%
Dilution du contrôle	13%
Volatilité du marché	67%
Autres	27%
Méconnaissance	20%
Appréciation de l'avantage fiscal	
Suffisant	62,5%
Insuffisant	37,5%

Niveau d'impôt payé	19,1%
Placements boursiers	
Oui	39%
Non	61%
Peu de liquidités	36%
Faible rentabilité	0
Risque important	64%

ANNEXE G : TABLEAUX COMPARATIFS GROUPES/SOCIETES

Groupes	effectif < 500 salariés	effectif > 500 salariés
nombre	9	11
age moyen	29	30
chiffres d'affaires moyen	38	165
Taux de croissance moyen du CA (sur 3 ans)	13%	16%

Sociétés	effectif < 100 salariés	effectif > 100 salariés
nombre	8	12
age moyen	13	32
chiffres d'affaires moyen	3,45	24,93
Taux de croissance moyen du CA (sur 3 ans)	24%	8%

Sous-populations	groupes	Sociétés individuelles
Actionnariat		
Familial	41%	57%

SICAR + Institutionnel	19%	23%
Etranger	15%	8%
Divers	24%	13%

Stabilité de l'actionnariat		
stable (sur les 3ans)	35%	45%
changements	65%	55%
cessions de parts	31%	64%
augmentation de capital	69%	36%
Succession	8%	-

Jugement de la structure financière		
	groupes	Sociétés
Satisfaisante	40%	70%
Moyennement satisfaisante	25%	25%
peu satisfaisante	25%	5%

jugement de l'engagement bancaire		
	groupes	sociétés

important	25%	13%
acceptable	40%	34%
faible	15%	53%

ANNEXE H: LES PRINCIPAUX RATIOS

Principaux ratios par population étudiée	Groupes	Sociétés individuelles
Capital économique / Marge brute	264%	204%
Ressources stables / capitaux investis	88%	105%*
Ressources stables / total bilan	59%	63%
Capitaux propres / Ressources stables	66%	82%
Endettement / Capitaux propres	157%	53%
Passifs non courants / passifs courants	49%	25%*

Charges financières / CA	5%	2,7%
Charges financières / Résultat brut d'exploitation	36%	17%*
Résultat brut d'exploitation / capitaux économiques	19%	35%*
Bénéfice net / fonds propres	8%*	16%*
Concours bancaires et autres passifs financiers / crédit à moyen et long terme	117%	95%
CAF/ Endettement	32%*	18,5%
Concours bancaire et autres passifs financiers / BFR	77%*	33%
Crédit fournisseurs / Chiffre d'affaires	24%	17%
Crédit fournisseurs / Endettement Total	59%*	36%

Dettes commer / Achats et Sous-traitance (TTC) en jours	114	102*
Endettement obligataire / Endettement total	3%	0%

* Résultats après retraitements des valeurs extrêmes et des valeurs négatives selon la signification économique des ratios.

ANNEXE I : RATIOS SECTORIELS DES GROUPES ET SOCIETES

	Industrie s manufac turières	IAA*	Textil e*	Touris me et	Distributi on	Bâtime nt
	hors Agroali mentaire et Textile			Transp ort	et commerc e	et Génie civil
Capital économique /Marge brute	2	3	2	4	2	5
Ress stables/capitaux investis	102%	90%	81%	87%	182%	108%
Ress stables/total passif	64%	64%	56%	72%	39%	77%
Capitaux propres/Ress stables	78%	64%	78%	50%	63%	93%
Endettement/Capitaux propres	62%	113 %	62%	308%	360%	18%
Passifs non courants/passifs courants	38%	96%	29%	120%	13%	25%
Charges financières/CA	2%	6%	6%	17%	4%	4%
Charges financières/Résultat brut d'exploitation	27%	123 %	36%	90%	59%	13%

Résultat brut d'exploitation /capitaux économiques	17%	15%	22%	4%	48%	21%
Bénéfice/fonds propres	9%	-2%	10%	-18%	18%	13%
Conc bancaires et autres passifs financiers/ crédit à moyen et long terme	72%	110 %	137%	34%	93%	191%
CAF/Endettement	135%	20%	31%	16%	168%	132%
Concours bancaire et autres passifs financiers/BFR	21%	61%	60%	Ns	81%	39%
Crédit frs/CA	13%	20%	23%	12%	47%	15%
Crédit frs/Endettement	137%	47%	60%	37%	699%	94%
Dettes comm/Achats et Sous-traitance	81	94	144	108	176	74
Endettement obligataire/Endettement	0%	2%	0%	11%	14%	0%

* On distingue les secteurs de l'agroalimentaire et du textile pour respecter la représentativité de ces secteurs dans l'économie tunisienne. Ils accaparent chacun 25% de la formation Brute du capital fixe des industries manufacturières.

ANNEXE J : INVESTISSEMENT ET AUTOFINANCEMENT DES LES SOCIETES NON FINANCIERES

Moyenne de la période

	1995-99	1983-92
Taux d'investissement ²¹²	31%	33,11%
Taux d'autofinancement ²¹³	23%	19,60%

Source : Comptes de la nation. Sociétés Non Financières (SNF)

Pour appuyer les développements sur l'investissement et l'autofinancement traités dans l'analyse des comptes des sociétés enquêtées, quelques faits marquants ressortent de l'analyse de la comptabilité publique à travers le secteur des sociétés non financières qui regroupe une partie significative des sociétés privées et publiques productives.

Au cours de la période 95-99²¹⁴, l'effort d'investissement s'est stabilisé mais a enregistré une baisse de 2 points par rapport à la période de 83-92. Les SNF ont tendance à se désendetter et à accumuler de l'épargne pour renforcer leur situation financière ayant longtemps souffert du déséquilibre de leur structure financière. Depuis 1992, on a remarqué que l'Epargne des entreprises "Le financement interne" s'est manifestement consolidée malgré la diminution de la consommation annuelle en capital bénéficiant en plus de la tendance baissière des taux d'intérêts réels en milieu des années 90. En intégrant l'effet de l'amélioration des conditions de financement extérieur et des termes de l'Echange sur la valeur ajoutée produite ainsi que l'entrée en vigueur des accords de libre échange, on peut retrouver les raisons essentielles du phénomène de désendettement pour les sociétés tunisiennes qui pour beaucoup d'entre elles un accroissement additionnel de l'endettement est considéré comme un facteur de risque ce qui les incite à surveiller leurs besoins de

²¹² Formation Brute en Capital Fixe /Valeur ajoutée.

²¹³ Epargne brute/Valeur ajoutée.

²¹⁴ Période précédant l'année de référence prise dans l'analyse des comptes privés.

financement. Cette tendance devient à terme assez dommageable si elle n'est pas relayée par une relance de l'investissement productif afin de préserver la croissance de la marge d'autofinancement des entreprises.

