

# التقرير السنوي

1996



## إلى سامي عناية سيادة رئيس الجمهورية

سيادة رئيس الجمهورية،

يشرفني أن أرفع إلى سامي عنايتكم، عملا بالفصل 50 من القانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994، تقريرا عن نشاط هيئة السوق المالية لسنة 1996

لقد باشرت هيئة السوق المالية أعمالها بصفة فعليّة منذ بداية سنة 1996، وذلك بعد أن تمّ تنصيبها في 18 نوفمبر 1995 وقد وجهت الهيئة مجهوداتها، خلال السنة المنقضية إلى تجسيم مختلف الإصلاحات التي جاء بها قانون 14 نوفمبر 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية

وقد سارعت الهيئة إلى تركيز مختلف هياكلها الإدارية والفنية وذلك بتجميع مصالحها في مقر يستجيب لكل متطلبات النجاعة والسلامة تتوفر فيه التجهيزات العصرية لمعالجة المعلومات وتلقيها وبتثا عن بعد كما اعتنت الهيئة بتنمية مواردها البشرية المختصة عن طريق تأهيل الأعوان الذين أحيلوا إليها من طرف بورصة الأوراق المالية سابقا وانتداب خبرات جديدة

وقد أعطت هيئة السوق المالية الأولوية إلى اعداد مجموعة من النصوص الترتيبية التطبيقية للقانون الإطاري للسوق المالية الصادر سنة 1994

ثم اعتنت الهيئة بمساعدة مختلف المتدخلين في الساحة المالية التونسية من شركات مصدرة للأوراق المالية ومستثمرين ووسطاء ماليين وبورصة... على التأقلم مع مقتضيات المحيط الجديد الناجم عن إصلاح قانون 1994، متوخية في ذلك منهج التحسيس والإرشاد قبل الإلتجاء إلى الردع.

وفي حين لم يهتد كل المتدخلين إلى التأقلم بالسرعة المطلوبة مع الوضع الجديد بسبب تشعب وجسامة الإصلاح الذي أقدمت عليه تونس في هذا الميدان، فإن غالبيتهم قد بذلوا الجهود اللازم للإستجابة للمقتضيات الجديدة خاصة مع نهاية سنة 1996 والنصف الأول من سنة 1997.

وقد ساهم توضيح قنوات الإتصال التي وقع إرساؤها مع مختلف المتعاملين في مزيد بلورة استجابتهم إلى مستلزمات عمل هيئة السوق المالية. وتجدر الإشارة في هذا الصدد بصفة خاصة إلى صغار المساهمين الذين أصبحوا يجدون في هيئة السوق المالية هيكلا يساعدهم على الحصول عن حقوقهم المشروعة في دولة القانون والمؤسسات. ويتجلى هذا بالخصوص من خلال عدد وتنوع الشكاوى التي يتقدم بها هؤلاء إلى مصالح الهيئة.

كما شهدت سنة 1996 ، في إطار تجسيم إصلاح السوق المالية، انبعاث بورصة الأوراق المالية بتونس في شكلها الجديد كشركة خاصة ذات نفع عام بمساهمة كل وسطاء البورصة.

ولم يقتصر إصلاح البورصة على الجانب القانوني بل تجاوزه ليشمل أيضا المجال التكنولوجي باعتماد بورصة تونس لنظام تداول آلي متطور مستوحى من نظام التداول المطبق في بورصة باريس. وبذلك حصل لبورصة تونس سبق تاريخي بالنسبة لكل البورصات الناشئة إذ تمكنت من إرساء هذا النظام قبل بورصات كل من عمان والدار

البضاء والقاهرة وهو النظام الذي وقع اعتماده في نفس السنة من طرف بورصات متطورة مثل بورصات فرانكفورت، وبروسل، وطورنطو، وساو باولو

وفعلا فقد اطلق التداول الإلكتروني في بورصة تونس بنجاح منذ 25 أكتوبر 1996 وعلى إثر تمتشّ تدريجي، فيما يخص نقل الشركات من التداول اليدوي إلى التداول الآلي، أصبح هذا النظام يعطي حاليا كلّ الشركات المدرجة بالبورصة وقد سمح التداول الإلكتروني للمعاملات المنجزة بالبورصة ببلوغ درجة عالية من الشفافية ممكنا بذلك من التعرف على عمق وحقيقة السوق وفاسحا المجال أمام قاعدة العرض والطلب لتلعب دورها وتوفّر السيولة المستوددة لعائدة كلّ المتدخلين

وإن تمثل الأثر المباشر لهذه الشفافية في تعديل الأسعار نحو الإنخفاض فإنّ ذلك لا يعدو في الحقيقة أن يكون سوى مظهر من مظاهر ترسيد السوق حيث أنّه مكّن بورصة تونس من وضع حدّ للإرتفاع المفرط والإصطعاعي للأسعار الناتج عن الممارسات الإحتكاريّة التي كانت طاغية على المعاملات خلال الفترة ما بين سنة 1993 و 1995 والراجعة أساسا إلى افتقار الساحة الماليّة التونسيّة آنذاك إلى هيكل لمراقبة السوق وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أنّ النتائج الإيجابية لتعديل الأسعار بالبورصة بدأت تظهر خلال النصف الأوّل من سنة 1997 حيث تحسن حجم التداول بنسبة 49/ محققا 161 000 000 دينار معادل 108 000 000 بالنسبة لنفس الفترة من سنة 1996

وفى نطاق الإصلاح الشامل للسوق الماليّة، شرعت الشركة التونسيّة للإيداع والمقاصة والتسوية الني وقع اساوؤها مند سنة 1994، في مباشرة مهامها بصفة فعليّة بتطبيق نظام التفاضل والتسوية الآلي مند 25 نوفمبر 1995

وخلال سنة 1996، كثفت هذه الشركة نشاطها فيما يتعلق بالتعهد بأسهم الشركات المدرجة بالبورصة وهو ما مكّنها من تغطية كل الشركات المدرجة قبل نهاية السداسي الأول من سنة 1997.

وفي شهر جوان من نفس السنة انتقلت شركة الإيداع والمقاصة والتسوية بصفة نهائية إلى نظام التقاص المعمول به في بورصة باريس من طرف شركة التقاص الفرنسية سيكوفام - SICOVAM " وهو النظام المعروف باسم "روليت RELIT"، وبذلك أصبح بإمكان مختلف المؤسسات المؤطرة للسوق المالية التونسية التعامل من خلال شبكة تراسل المعلومات عن بعد. وفي هذا المجال أيضا، تمكنت تونس بفضل الإسراع في وضع هذه الآليات من كسب سبق بالنسبة لعدد من الأسواق الناشئة خاصة منها تلك المنتصبة بجنوب المتوسط. وإن من مزايا نظام التسوية والتقاص الآلي الذي وقع إرساؤه في تونس، ليس فقط إحكام سلامة وسرعة اتمام المعاملات الذي أصبح بالإمكان تنفيذها في اليوم الموالي ليوم التداول، بل أيضا وخاصة تمكين الشركات التونسية من وضع حدّ للفوضى التي كانت تتسم بها دفاتر المساهمين بسبب عدم نجاعة التسجيل اليدوي. ومما تجدر الإشارة إليه في هذا الصدد، نجاح الساحة التونسية في التمكن في وقت وجيز من ضبط قوائم المساهمين في شركات مثل الشركة التونسية للبنك وبنك التنمية للإقتصاد التونسي والبنك القومي الفلاحي وبنك الجنوب رغم جسامه الموروث التاريخي لهذه الشركات التي يعدّ المساهمون في رأس مالها بعشرات الآلاف.

وهكذا وبعد استكمال تعهد شركة الإيداع والمقاصة والتسوية بأسهم كل الشركات المدرجة داخل نظامها الإلكتروني، وبعد استكمال بورصة تونس من جانبها لإدخال أسهم كل الشركات المدرجة بنظام التداول الآلي، فإن المرحلة القادمة، فيما يتعلق ببرنامج تعصير الساحة التونسية على المستوى التكنولوجي، تتمثل في التخلي عن قاعة التداول المركزي بالبورصة وتعويضها بنظام التداول عن بعد من خلال وسائل الإتصال العصرية.

ومن ناحية أخرى وعلى مستوى أشمل، فإنه ما زال يتعيّن على السوق الماليّة التونسيّة قطع أشواط أخرى على درب الإصلاح والترشيد فيما يتعلّق بالمحاور الأساسيّة التاليّة

- مواصلة تدعيم الشفافية في مستوى المؤسّسات المصدرة والإفصاح المالي والعمليات المنجزة بالبورصة

- مواصلة ترشيد المدّخر التونسي في الأوراق الماليّة بتوعيته بحقيقة وغاية الإستثمار بالبورصة باعتباره استثماراً طويلاً الأمد يسمح بتحقيق مردودية أفضل من الإدخار التقليدي ولكنه لا يخلو تماماً من المخاطرة وفي هذا المجال فإنه يتأكد اليوم في بلادنا، أكثر من أي وقت مضى، ظهور مهن جديدة كمهنة المحلّل المالي ومهنة المستشار في إدارة محافظ الأوراق الماليّة لمساعدة المدّخرين في اختياراتهم الإستثماريّة بناء على معايير موضوعيّة

- دعوة المستثمرين المؤسّساتيين خاصّة منهم صناديق الضمان الإجتماعي وشركات التأمين على الحياة، للإصطلاح بدور أكثر وزناً في تنشيط السوق الماليّة قصد تمكينها من الإعتدال المنتشود وذلك بإصفاء أكثر ما يمكن من الموضوعيّة على اتجاهات أسعارها

- مراجعة نظام التأمين الإجتماعي وتنمية صناديق الجرايات وإحداث تشجيعات جبائيّة لفائدة الإدخار من أجل التقاعد في شكل استثمارات ماليّة على غرار التجربة الشيليّة المشهود لها بالنجاح وإنّ مثل هذا الإصلاح لكفيل بتنمية الإستثمار الجماعي الذي من شأنه أن يفرز رصيذا هاماً من الإدخار يسمح بمواجهة العرض المتنامي للأسهم المنتظر تسجيله على إثر إقبال الدولة على تكثيف عمليات خوصصة المؤسّسات العمومية من ناحية، وفتح رأس مال المؤسّسات الخاصّة من طرف أصحابها في نطاق برنامج التّأهيل من ناحية أخرى

- إعادة هيكلة قطاع وسطاء البورصة الذي يشكو حالياً من التشتت وضعف القدرات المالية للمؤسسات القائمة وتبعيتها المشطة للقطاع البنكي وذلك في اتجاه الحد من المؤسسات القائمة بتشجيعها على الدمج والإنضمام لما فيه خير مواردها المالية والفنية والبشرية.
- إلغاء وجوب إصدار الشهادات العينية الجسمة للأسهم وتعويضها بشهادات الإيداع بحسابات الشركة التونسية للإيداع والمقاصة والتسوية وذلك عن طريق مراجعة شاملة لكل النصوص التشريعية المعمول بها حالياً.
- الإسراع بمراجعة التشريع المتعلق بالشركات خفية الإسم وبالقانون المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية، رغم حداثته، قصد ملائمة مع الوضع الجديد للسوق المالية الناجم عن التحوّلات التكنولوجية التي وقع تجسيمها في الساحة التونسية.
- تشجيع المؤسسات الإقتصادية التونسية الناجحة على جلب الإستثمار الخارجي بالإعتماد خاصة على آلية شهادات الإيداع الدولية -GLOBAL DEPOSITARY RECEIPT - GDR- وتفضلوا سيادة رئيس الجمهورية بقبول أسمى عبارات التقدير والولاء.

رئيس هيئة السوق المالية

محمد صالح الحمادي

تقرير إلى  
سيادة رئيس الجمهورية



# الفهرس

الجزء الأول

تجسيم الإصلاحات المتعلقة بالسوق المالية الواردة بالقانون

عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994

I - تمهيدات إصلاحات 1994

II - إصلاحات 1994

III - خصائص الإصلاحات الواردة بالقانون عدد 117 لسنة 1994

(1) هيئة السوق المالية

1-1 - هيئة السوق المالية ، مؤسسة مستقلة

1-2 - أعضاء هيئة السوق المالية

1-3 - صلاحيات هيئة السوق المالية

أ- السلطة الترتيبية

ب- سلطة مراقبة الإفصاح المالي

ج- سلطة مراقبة السوق

د- السلطة التأديبية

(2) بورصة الأوراق المالية بتونس

(3) شركة الإيداع والمقاصة والتسوية

(4) وسطاء البورصة

37	نشاط السوق خلال سنة 1996
38	I - السوق الأوليّة
38	(1) الحجم الجملي للإصدارات
39	1-1 - إصدارات الأسهم
40	1-2 - الإصدارات الرقاعية
42	(2) سلوك مصدري الأوراق الماليّة في تونس
44	II - السوق الثانويّة :
44	(1) حجم المعاملات
46	(2) رسملة الشركات المدرجة بالبورصة
47	(3) تطوّر قائمة الشركات المدرجة
48	(4) العروض العموميّة للبيع المنجزة خلال سنة 1996
49	(5) مطالب الإدراج الموجودة تحت الدرس
50	(6) حركة السوق الثانويّة
54	(7) نشاط وسطاء البورصة
56	(8) نشاط شركة الإيداع والمقاصة والتسوية
57	III - نشاط شركات الإستثمار

63 نشاط هيئة السوق المالية خلال 1996

64 I - تركيز الهياكل الإدارية لهيئة السوق المالية

65 II - الأعمال الترتيبية

66 1) الترتيب العام لبورصة الأوراق المالية بتونس

66 1-1 - تنظيم الأسواق

67 1-2 - شروط إدراج الشركات وشروط بقائها بقوائم الإدراج

67 1-3 - سير السوق

68 1-4 - سلامة العمليات

69 1-5 - القواعد المتعلقة بأصول المهنة

2) قرار وزير المالية المتعلق بضبط نسب وصيغ استخلاص المعاليم والعمولات

69 الراجعة لهيئة السوق المالية وبورصة الأوراق المالية بتونس

70 3) النظام الأساسي لبورصة الأوراق المالية بتونس

70 4) مراجعة التشريع الخاص بالاستثمارات الأجنبية في تونس

5) النظام الأساسي لوسطاء البورصة والتراتب الخاصة بالمساهمة

71 العامة وبمؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية

71 III - حماية الإذخار الموظف عن طريق المساهمة العامة .

71 (1) مراقبة الإفصاح المالي

72 1-1 - تأشيرات هيئة السوق المالية

73 أ- عمليات الإصدار وعمليات العروض العمومية لبيع الأسهم

74 ب- عمليات إصدار القروض الرقاعية

76 ج- الإفصاح الدوري : نشر القوائم المالية

78 د- الإفصاح المستمر : البلاغات الصحفية

80 (2) العروض العمومية للسحب وإجراءات ضمان السعر بالبورصة

82 (3) مراقبة السوق

84 (4) الشكاوى

86 IV - النشاط التأديبي

88 V - الأنشطة التحسيسية وتنمية السوق

الجزء الأول

تجسيم الإصلاحات المتعلقة بالسوق الماليّة الواردة

بالقانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرّخ في 14 نوفمبر 1994

## I - مَهَّدَاتُ إِصْلَاحَاتِ 1994

لقد اهدت تونس، في نطاق استراتيجية التنمية الاقتصادية والاجتماعية التي أقدمت عليها خلال النصف الثاني من عقد الثمانينات والمرتكزة على التحرر الاقتصادي، إلى إدراج سوق رأس المال ضمن هذه الإستراتيجية كمكوّن من أحد مكوناتها وكوسيلة، في نفس الوقت، لتحقيق الأهداف الواردة فيها وقد اكتسى هذا التمتسي أكثر حتمية بعد أن وُصع في الإعتبار تنفيذ برنامج الإصلاح الهيكلي للإقتصاد في ظرف دولي أصبح يتسم أكثر فأكثر بالعمولة وإزاحة الحدود الاقتصادية

فمنذ سنة 1987 شرعت الدولة في اتخاذ اجراءات تشجيعية، صريبية وغير صريبية، لفائدة الإدخار الموجه للأوراق المالية وكان نسق هذه الحوافز يشهد تكثفا كلما زاد برنامج الإصلاح الهيكلي عمقا وكلما أصبحت النتائج الإيجابية الناجمة عنه مجسمة على أرض الواقع وفي هذا الصدد وفي مرحلة أولى، فقد مكنت تشريعات جبائية يعود صدورها إلى أول العشرية من تخفيف العبء الجبائي على عائد الأوراق المالية بإقرار مبدأ التسبقة الجبائية لفائدة حاملي الأوراق المالية وقد أردف هذا الإجراء بتحسينات هامة إثر إصلاح عميق للجباية صدر سنة 1989 وكان من نتائجه خاصة إلغاء الضريبة على أرباح الشركات المورعة على المساهمين وعدم اعتبارها ضمن الدخل الخاص للضريبة بالنسبة للأشخاص المعنويين والطبيعيين كما مكّن هذا الإصلاح الجبائي من تخفيض نسبة الضريبة على الشركات إلى حد أقصاه 35 / وهي من أخفض النسب في العالم

أمّا فيما يخص الإستثمار فقد مكّن الإصلاح المدخل على وكالة النهوض بالإستثمارات من تحرير عمله الإستثمار في قطاع الصاعات المعملية من كلّ ترخيص إداري

ولمكس الشركات التوسية من الحصول على أموال اقتراضية دائمة خارج الجهاز السكي وتعويدها على التعامل مع جمهور جديد من الممولين خارج الحيز الضيق لمساهمي الشركة من أفراد العائلة الواحدة أو من دائرة الشركات العاملة في نفس المجموعة، صدر في شهر أوت سنة 1988 قانون يتعلّق بإصدار القروض الرقاعية كان من أهم مميّراته إلغاء الترخيص المسبق لوزير المالية فيما يتعلّق بإصدار القروض الرقاعية وبسبب الفوائد الممنوحة للمكاتبين

وخلال نفس السنة وبغاية التشجيع على التوظيف الجماعي في الأوراق المالية، صدر قانون يتعلّق بشركات الإستثمار ذات رأس المال القارّ ورأس المال المتغير متضمّنًا لحوافز جبائية هامة لفائدة هذه الشركات والمكاتبين فيها وذلك بغية تعديل الكفة بين الإدّخار الموجّه للإيداع المصرفي والإدّخار الموجّه للتوظيفات القابلة للمخاطرة

وقد مكّنت كلّ هذه الممهدات التي كانت تهدف إلى إعادة الإعتبار للإدّخار في الأوراق المالية الذي عرف تدهورا خلال العشرينات الثلاث المنقضية للتنمية بسبب سياسة مالية مرتكزة على تشجيع الإدّخار البنكي وتمويل المؤسسات الإقتصادية بواسطة التداين، من الإعداد إلى دفعة أخرى من الإصلاحات على مستوى السوق المالية تمّ تنفيذها خلال السنوات 1989 - 1993

ففي خلال هذه الفترة، صدر قانون جديد بتاريخ 8 مارس 1989 جاء منظما لبورصة الأوراق المالية مع الإبقاء على شكلها كمؤسسة عمومية بتوسيع صلاحياتها خاصة فيما يتعلّق بمراقبة الإفصاح المالي كما مكّن هذا القانون الشركات المقفلة من حوافز جبائية هامة في صورة فتح رأس مالها للعموم وبتاريخ غرة فيفري 1989 صدر القانون عدد 9 لسنة 1989 الذي جاء ليكرّس نهائيا الإرادة السياسية للسلط العمومية في إعادة هيكلة المؤسسات العمومية وخصوصة العاملة منها في القطاعات التنافسية

ولقد مكّن كل من إعادة تنظيم البورصة، فيما يتعلّق بإطارها القانوني ووسائلها الهيكلية والفنية وتحسين المحيط الحثائي للشركات من ناحية، وانتعاشة الإقتصاد التونسي بما شهدته كلّ التوازنات العامة (تحقيق نسق نموّ عالٍ ومتواصل، التحكم في التضخّم المالي، نموّ نسق الإدخار، تحسين الدخل الفردي ) من تحسّن بفعل نجاح برنامج الإصلاح الهيكلي، من ناحية أخرى، من خلق مناخ ملائم لتطورّ سريع للسوق المالية في تونس بعنصريها الأوّلي والثانوي خلال الفترة 1990 - 1994 فخلال هذه المدّة، تطوّر الحجم السنوي للإصدارات من 92,5 مليون ديناراً إلى 485 مليون ديناراً وتطوّر حجم المعاملات السنوي بالبورصة من 68 مليون ديناراً إلى 531 مليون ديناراً كما تطوّرت رسملة الشركات المدرجة من 448 مليون ديناراً إلى 2 525 مليون ديناراً أمّا مؤشّر أسعار الأسهم فقد حقّق من جاسه، وفي نفس الفترة، ارتفاعاً بنسبة 407 /

وخلال نفس الفترة، تواصلت الإصلاحات على مستوى الابتكارات المالية الجديدة بإصدار قانون في سنة 1992 يتعلّق بإحداث أدوات مالية جديدة تسمح للشركات خفية الاسم بإصدار أسهم ذات أولوية في الربح دون حقّ الإقتراع إلى حدود 30/ من رأس مالها

وقد وقع اللّجوء إلى هذه الآلية لتمكين المؤسسات الإقتصادية التوسّية المتسمه بطابعها العائلي والمتشبّته بالمحافظة على موقع النفوذ داخل الشركة، من الحصول على تمويلات إصافيه خارج الإطار العائلي سريطة أن تضمن للمساهم الأجنبي عن العائله أرباحاً دنيا مهما كانت النتائج المالية للشركة باعتبار أنّ هذا الأخير لا يتمتّع بحقّ الإقتراع الذي يتنازل عنه في المقابل

وقد جاء نفس القانون بصيغة جديدة من صيغ التوظيف الجماعي في الأوراق الماليّه وهي الصدوق الجماعي للتوظيف وفي 23 نوفمبر 1993 صدر القانون عدد 113 لسنة 1993 الذي جاء منقّحاً ومتمماً لقانون شركات الإستثمار خاصة منها ذات رأس المال المتعبرّ البي وإن كانت تنوفّر على إطار قابوي يعود إلى سنة 1988، فإنّها لم تشهد إطلاقاً حقيقيّه إلا منذ صدور هذا النقيح



وعلى صعيد أسمل، تمّ اتّخاذ قرار جريء بتاريخ غرّة جانفي 1993 جباء ليعلن عن التحويل الحاري للديبار وهو ما كان له الإنعكاس الإيجابي في خلق مناخ ملائم للإستثمار بتوسر محلياً ودولياً

وفي نفس السياق وهي نطاق استراتيجيّة التنسيق بين السياسات الماليّة والنقديّة، قرّرت السلط العموميّة خلال هذه المدّة وعلى ماسبتين التخفيض من نسبة الفائدة بالسوق النقديّة بمجموع ثلاث نقاط

وبالتساوي مع هذه الإجراءات، صدرت في نهاية 1993 مجلّة تشجيع الإستثمارات التي جاءت لتوحيد الإمتيازات والحوافز الممنوحة للإستثمارات في مختلف قطاعات الإقتصاد قصد تحقيق عدد من الأهداف الأفقيّة وغير القطاعيّة تتمحور أساساً حول التصدير والتنمية القوميّة وتنمية الإستثمارات الفلاحيّة وحماية المحيط والنهوض بالتكنولوجيا

وقد كان من ايجابيات هذه المجلّة بالخصوص تحرير الإستثمار بصفة عامّة وتحرير الإستثمار الأوّلي الأجنبي بصفة خاصّة بنسبة 100/ في قطاع الصناعات المعملية وقطاع الخدمات الموجهة للتصدير وبنسبة 50/ في قطاع الخدمات غير الماليّة

## II - إصلاحات 1994 :

لقد مكّن مجموع الإجراءات التشجيعية والحوافز الهيكلية في مستوى السياسة الإقتصادية العامة من إعطاء البورصة والسوق الماليّة عامة دفعا هاماً وتطوراً سريعاً في حيز زمني قصير نسبياً ناقلة إيّاها من وصفيّة سوق راكدة في نهاية التمانينات إلى وصفيّة سوق وقع تصنيفها ضمن الأسواق الناشئة من طرف الخبراء الدوليين في نهاية سنة 1994

ولكن وككل سوق لرأس المال فإنها وإن تميّزت بالنمو السريع إذا ما وضعت لها الظروف المناسبة فإنها لا تخلو من إفراز عوائق ذاتية خاصة فيما يتعلق بالتهاب الأسعار الذي ينشأ عنه بروز مجال مالي للمؤسسات منفصم عن المجال الإقتصادي الحقيقي لتلك المؤسسات وذلك بسبب تفاقم ظاهرة التلاعب بالأسعار والمضاربة وحتى حصول عمليات غير شرعية.

وإن لم تشهد السوق التونسية خلال الفترة الأولى من التسعينات درجة تذكر من السقوط في هذا المنزلق بفضل سياسة حازمة ومتابعة دقيقة من طرف السلط العمومية فإنها كانت معرضة إلى هذا النوع من المخاطر لو لم يقع اتخاذ الإجراءات الوقائية اللازمة في الإبان لضمان نموها في إطار منسجم ومنظم.

وفي هذا الصدد وبتاريخ 14 نوفمبر 1994، صدر القانون عدد 117 الذي جاء بإعادة تنظيم عميق للسوق المالية التونسية.

وقد صدر هذا القانون لتأطير سوق مالية بدأت معالمها تتضح لتفادي الإنزلاقات الممكن حدوثها ولكن أيضا وأساسا لتكريس إرادة سياسية واضحة ترمي إلى ترقية السوق المالية التونسية إلى مستوى المعايير الدولية في فترة دخلت فيها تونس في مرحلة ما بعد الإصلاح الهيكلي وتتحفّز فيها لتحقيق اندماجها صلب الإقتصاد العالمي بتوقيعها على اتفاقيات المنظمة العالمية للتجارة وعلى اتفاق الشراكة مع الإتحاد الأوروبي الذي سيؤدى في أفق 2007 إلى إحداث منطقة للتبادل الحرّ مع هذا التجمّع الجهوي.

وتقتضي هذه المرحلة من الإقتصاد التونسي، ومن المؤسسات الإقتصادية بصفة خاصة، تنفيذ برنامج للتأهيل لا فقط على مستوى تنظيم المؤسسة وإعادة هيكلة جهاز الإنتاج فيها بل أيضا وبالخصوص على مستوى تمويلها وصيغ هذا التمويل الذي لا يمكن أن يتم

بالطريقة المتلى إلا في إطار ساحة مالية منظمة ومستجيبة لمستلزمات السلامة  
والشفافية الضروريتين للممولين وطالبي التمويل على حدّ السواء كما أن البرنامج  
الطموح لخصوصة المؤسسات العمومية العاملة في القطاعات التنافسية الذي دخل في  
مرحلته القصوى بتكثيف نسق عمليات الخصوصية أصبح يستدعي من جانبه هياكل  
استقبال قادرة على تعبئة موارد بشرية وفنية ومالية بحجم محفظة الأوراق المالية  
العمومية كي تتم إعادة توظيفها عبر السوق المالية في ظروف طيبة

### III - خصائص الإصلاحات الواردة بالقانون عدد 117 لسنة 1994

لقد أراد المشرع التونسي، من خلال إعادة تنظيم السوق المالية التونسية، الإرتقاء بها  
إلى مستوى المعايير المعترف بها دولياً وفي هذا الصدد فإنه أحدث بناءاً هيكلياً يركز  
على ثلاث مؤسسات تسهر على مراقبة وإدارة وتسيير السوق المالية تعويضاً للمؤسسة  
المالية العمومية الوحيدة التي جاء بها قانون 1989 والذي وقع إلغاؤه بقانون 1994

وتتمثل هذه المؤسسات الثلاثة في

- هيئة عمومية مستقلة، تتمثل مهمتها في التقنين وتنظيم الأسواق ومراقبتها لتلافي  
التلاعب بالأسعار وكلّ الممارسات التي من شأنها إعاقة السير الطبيعي للسوق  
ومراقبة الإفصاح المالي ومعاقبة المخالفين وهي هيئة السوق المالية

- شركة خاصة تقوم بين المهنيين، وتعنى بإدارة السوق الثانوية وهي بورصة الأوراق  
المالية بتونس

- ومؤسسة للإيداع المركزي تتكفل بتلقي الأوراق المالية بموجب عقود ايداع وبالقيام  
بعمليات التسوية والتقاص والتسليم المنجرة عن التداول، مكونة أيضاً في شكل شركة  
خاصة بين المهنيين وهي الشركة التونسية للإيداع والمقاصة والتسوية

كما جاء القانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرّخ في 14 نوفمبر 1994 ليكرّس نهائياً انفصل بين تعاطي النشاط البنكي وتعاطي نشاط الوساطة بالبورصة الذين ضلّا لمدة تفوق العشرين سنة مجتمعين داخل المؤسسات البنكية.

ولكن الميزة الأساسية للقانون عدد 117 لسنة 1994 تكمن في تعريفه المبدئي لمفهوم المساهمة العامة وهو المفهوم القانوني الذي سوف يسمح بتصنيف الشركات التونسية إلى نوعين :

- تلك التي تتوجّه إلى جمع الإدّخار عن طريق القنوات العامة وفي هذه الحالة تصبح هذه الشركات ملزمة بمجموعة من الواجبات يتعيّن احترامها في نطاق سوق منظّمة وتصبح بذلك شركات مساهمة عامة خاضعة خاصة إلى عدد من الإلتزامات في ميدان الإفصاح المالي وفي مجال تعاملها مع العموم.

- وتلك التي تختار الإنغلاق في شكل شركات ذات مساهمة خصوصية وتكون غير ملزمة بالإستجابة للواجبات السابقة الذكر شريطة أن لا تحاول الإنتفاع بمزايا السوق للحصول على تمويلات من الساحة المالية. وتبعاً لذلك فإنّ أي شركة ذات مساهمة خصوصية يمكن أن تنسحب عليها أحكام القانون المتعلقة بشركات المساهمة العامة إذا ما حاولت، ولو عرضياً، توظيف أوراقها المالية لدى العموم باللّجوء إلى الإشهار أو السعي المصفقي أو إلى خدمات الوسطاء الماليين.

وبناء على هذا التمشي فإنّ مفهوم المساهمة العامة سوف يصبح المعيار الأساسي الذي يُحدّد بمقتضاه النظام القانوني الجديد المطبق على الشركات خاصة فيما يتعلّق بقواعد إفصاحها المالي ومراقبتها وبقبول أوراقها المالية للتداول بالبورصة وبدخولها تحت مرجع نظر هيئة السوق المالية.

## 1) هيئة السوق المالية :

إن هيئة السوق المالية جهاز يسهر على حماية الإدخار الموظف في الأوراق المالية وعلى المحافظة على حسن سير السوق ولا تتمثل هذه الحماية في ضمان التوازن بين العرض والطلب لكن في وضع مجموعة الآليات والإحتياطات الترتيبية والفنية والتأديبية التي تمكّن الساحة المالية من تادية دورها بأقصى حدّ من الشفافية ومن احترام تطبيق القوانين، وبعبارة أخرى، بأقلّ ما يمكن من المخاطر غير تلك التي تكون مرتبطة بعناصر السوق

وبالتالي، فإن الحماية التي ترمي هيئة السوق المالية إلى تحقيقها لا تتمثل في الغاء المخاطر التجارية المرتبطة بالتقلبات المتعلقة بالمرودية مثلما هو شأن كل نشاط اقتصادي وإنما تكمن في الأعمال الوقائية التي تحدّ من المخاطر غير التجارية كإخفاء المعلومات الواجب نشرها والتلاعب بالأسعار وهي عناصر من شأنها أن تمسّ من مبدأ المساواة بين كل المتدخلين في الحصول على المعلومة والتمتع بمزايا السوق أو أن تمكّن البعض من المتدخلين دون غيرهم من امتياز غير مبرر بصفة موضوعية

ولنمكّن هيئة الرقابة وحماية السوق من القيام بهذه المهمة على أحسن وجه، فإنه يتعيّن أن تتوفر فيها المميزات التالية

- صفة المؤسسه العموميّه لحظى بصلاحيات السلطة العامّة وهي الصلاحيات الضرورية لآهلهها إلى اتخاذ القرارات الترتيبية والقيام بمراقبة حسن تطبيق القوانين والبراتب الحاري بها العمل وإصدار الأمر إلى الأشخاص الخاصعين لسلطتها للقيام بعمل ما أو الكفّ عن القيام بعمل ما وإلى إتخاذ العقوبات الضرورية في حالة حصول مخالفات

- صفة الحياد تجاه السوق حتى لا تكون لمؤسسة الرقابة أية مصلحة مباشرة في السوق، وبناءاً على ذلك فإنه لا يمكن لها الجمع بين مهمّة الخصم والحكم درءاً لكل تضارب للمصالح وبذلك فإن مهمّة الرقابة يجب أن تكون خارجة عن كل المتدخلين في السوق مهنيين كانوا أو مصدرين لأوراق مالية أو مستثمرين

- صفة الإستقلالية تجاه الإدارة المركزيّة وهي الصفة التي تسمح بتحقيق هدفين أساسيين وهما لامركزية القرار من ناحية واتخاذ من طرف جهاز مختصّ فنياً من ناحية أخرى الشيء الذي يضيف عليه النجاعة الضرورية

وتجدر الإشارة إلى أن ظهور بورصات الأوراق المالية في العالم، الذي يعود تاريخه إلى نهاية القرون الوسطى، قد سبق بكثير تاريخ ظهور مؤسسات مراقبة السوق الذي يعود إلى سنة 1934 مع إنشاء أول هيئة للمراقبة وهي لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية SEC وقد قامت هذه المؤسسة على إثر الهزات التي عرفتها البورصات الأمريكية في أعقاب أزمة 1929 ولكن انتشار هيئات الرقابة في العالم لم يشهد كثافة إلاّ ابتداء من السبعينات بالنسبة للبلدان الغربية وابتداء من التسعينات بالنسبة للبلدان ذات الأسواق الناشئة

وإن توسس التي كانت دائماً سبّاقة في مواكبة المعايير الدوليّة لم تتأخّر عن مسايرة هذه الحركة وسارعت منذ 1994 إلى إنشاء هيئة لمراقبة السوق تشبهه بأكثر المؤسسات المماثلة تقدماً في العالم

### 1-1 : هيئة السوق الماليّة ، مؤسسة مستقلة :

تكون درجة استقلالية هيئة مراقبة السوق مرتبطة إلى حدّ كبير بتشكلها القانوني ولذلك فإنّ البلدان التي لم ترغب في إصفاء أقصى الإستقلالية على هيئة مراقبة السوق قد جنحت إلى انتائها في شكل مؤسسة عمومية أحياناً إدارية، وأحياناً أخرى

دات صبعة صناعية وتجارية وكنتيجة لهذا التمتسي وجدت هيئة مراقبة السوق في هذه البلدان نفسها مكبلة بالقيود البيروقراطية فيما يتعلّق بتأطير ومتابعة السوق وعلى العكس من ذلك فإنّ البلدان التي اختارت أقصى ما يمكن من النجاعة لإعطاء هيئة مراقبة السوق ما يلزم من الإستقلالية فضلت عدم الإلتزام بالمنوال الإداري التقليدي الذي يصنّف المؤسسات العمومية إلى مؤسسات ذات صبغة إدارية وأخرى ذات صبغة صناعية وتجارية، وأحدثت صنفاً جديداً من المؤسسات العمومية خارجاً عن هذا التصنيف أطلق عليه سراح القانون اسم 'سلطة إدارية مستقلة' ويبدو من خلال تحليل القانون المنظم لهيئة السوق المالية التونسية أنّ المشرّع قد ذهب إلى هذا الإختيار مكرّساً بذلك إرادة سياسية واضحة في تفضيل النجاعة على الجانب الشكلي

## 2-1 : أعضاء هيئة السوق المالية :

رعبة من المشرّع في اصفاء أقصى ما يمكن من التوازن والشمولية فيما يتعلّق بتركيبه مجلس هيئة السوق المالية تقرّر تشكيل هذا المجلس من رئيس ومن تسعة أعضاء منحدرين من القطاعات الثلاثة المعنية بشؤون السوق وهي

- الجهار القضائي بمكوناته الثلاثة المحاكم العدلية والمحكمة الإدارية ودائرة المحاسبات ثلاثة أعضاء

- الأجهزة المالية والمهنية وهي وزارة المالية والبنك المركزي التونسي ومهنة وسطاء البورصة ثلاثة أعضاء

- قطاع الخبرة والكفاءة في ميدان المساهمة العامة ثلاثة أعضاء

وخلافاً لما هو معمول به بالنسبة لأعضاء مجالس إدارة المؤسسات العمومية، فإنّ أعضاء هيئة السوق المالية يتمّ تعيينهم من طرف سيادة رئيس الجمهورية ولا يتقاصون خلال مدّة تأدية مهامهم بمجلس الهيئة أجوراً بل يحصلون على منح تقرّر بأمر رئاسي

وتجدر الإشارة فيما يتعلّق بمهام أعضاء هيئات مراقبة السوق إلى وجود مدرستين في العالم : المدرسة التي تفضّل قيام العضو بمهامه بالتفرّغ وعدم الجمع بين مهمّته في مجلس الهيئة ومهام أخرى، والمدرسة التي تحبّذ مواصلة عضو مجلس هيئة مراقبة السوق لنشاطه الأصلي إلى جانب مساهمته في أعمال مجلس الهيئة.

إلا أنّ المشرّع التونسي قد استنبط اختيارا ثالثا يجمع في نفس الوقت بين مزايا التفرّغ بالنسبة لعدد من الأعضاء وهم أربعة باحتساب الرئيس وبين مزايا عدم التفرّغ بالنسبة للآخرين بحكم قرب مجال عملهم من معطيات السوق المتصفة بالتشعب وبالابتكار المالي المستمرّ وهم ستة أعضاء.

وبغاية إضفاء أكثر ما يمكن من الحياد والشفافية على أعضاء مجلس الهيئة أثناء قيامهم بمهامهم وضع المشرّع التونسي على كاهل هؤلاء عددا من الواجبات تتمثل خاصة في إخضاعهم لواجب السر المهني وواجب التحفّظ وواجب التصريح إلى الرئيس الأوّل لدائرة المحاسبات بالأوراق والأدوات الماليّة القابلة للتداول بالبورصة التي هي بحوزتهم عند استلامهم لمهامهم أو تلك التي يتمكّنون من اكتسابها خلال مدّة قيامهم بمهامهم. أمّا رئيس الهيئة فإنّه يحجّر عليه تحمّل وظائف أخرى يمنع القانون جمعها والوظائف العموميّة كما لا يمكن له أن يشغل منصب مدير عام شركة خفيّة الإسم أو منصب عضو بمجلس إدارتها.

### 3-1 صلاحيات هيئة السوق الماليّة :

تتمثل المهمة الأساسيّة لهيئة مراقبة السوق في حماية الإدّخار المستثمر في الأوراق والأدوات الماليّة التي يتمّ توظيفها عن طريق المساهمة العامّة وفي السهر على حسن سير السوق. ولبلوغ هذه الأهداف، منحت الهيئة الصلاحيات التالية حتى تتمكّن من القيام بمهامها :



- سلطة اتخاذ التراخيص في مجال تخصصها
- سلطة التحقق من حسن تطبيق التشريعات الجاري به العمل ومن السير السليم للسوق
- سلطة مراقبه الإفصاح المالي والتحقق من وجود الشفافية في المعلومات المنتورة
- سلطة معافيه المخالفين أو تقديمهم للجهات المختصة بإيقاع العقاب في حالة حصول تحاورات أو إحلال بالواجبات المهنيه أو بالقوانين والتراتب الحاري بها العمل

#### أ - السلطة الترتيبية

يدير بمكس هيئة السوق الماليه من سلطة اتخاذ القرارات الترتيبية في إطار السياسه السريعه التي نعتمد على مبدأ تعويض صلاحيات الإدارة المركزيه في ميدان اتخاذ القرارات الترتيبية إلى المؤسسة المنفرعة عنها والمختصة فنيا في تسيير شؤون الأشخاص والمجالب التي ترجع لها بالنظر

وتتمثل هذه القرارات الترتيبية بالخصوص في الترتيب العام للبورصة الذي يضبط القواعد المتعلقة بتنظيم وتسيير السوق والقواعد المتعلقة بإدراج وتداول الأوراق الماليه بالبورصة والشروط الواجب احترامها عند إنجاز وتصفيه العروض العمومية لكل أنواعها

كما تتعلق هذه القرارات بقواعد العرف المهني الواجب احترامها من طرف مؤسسات المساهمة العامه ووسطاء البورصة والأشخاص الذين يتدخلون بحكم نشاطهم المهني في عمليات تتعلق بموظيف أوراق ماليه عن طريق المساهمة العامه والأشخاص الذين ينولون إداره محافظ الأوراق الماليه لعائده العير

ويمكن لهذه التراخيص أن تسنق بقرارات عامة توصيحية تتخذها هيئة السوق الماليه

ولتصبح الترتيب والقرارات العامة لهيئة السوق المالية قابلة للتنفيذ لا بد أن تحلّى بتأشيرة وزير المالية. كما يجب أن تنشر تلك الترتيب بالرائد الرسمي للجمهورية التونسية والقرارات العامة بالنشرية الرسمية لهيئة السوق المالية.

وإذا كانت ترتيب هيئة السوق المالية لا تخضع شكلا إلى الطعن المباشر بتجاوز السلطة أمام المحكمة الإدارية بحكم الشكل القانوني لهيئة السوق المالية، فإنه يمكن الطعن فيها بصفة غير مباشرة أمام المحكمة الإدارية بطلب إلغاء تأشيرة وزير المالية التي تشكل السند القانوني لتلك الترتيب وبالتالي فإن هذه الإمكانية تمثل ضمانا لحقوق المتعاملين. إذ بإلغاء تأشيرة وزير المالية من طرف المحكمة الإدارية إذا ما ثبت لديها تجاوز للسلطة، يصبح الترتيب المتخذ من طرف هيئة السوق المالية بدوره لاغيا بحكم إبطال سنده القانوني.

#### ب - سلطة مراقبة الإفصاح المالي :

في ميدان الإستثمار المالي، تكتسي المعلومة أهمية قصوى باعتبار وزنها في اتخاذ القرار لأن الورقة المالية في حد ذاتها لا تعكس القيمة الحقيقية للشركة التي تصدرها ولا تمثل في الواقع إلا وثيقة مجردة لا تمكن المستثمر من التفريق بين مختلف الأوراق المالية المعروضة أمامه، وبالتالي فإن اتخاذ القرار حيال ورقة مالية ما لا يعدو في الحقيقة أن يكون سوى قرار مبني على كتلة المعلومات المتوفرة عن كل شركة مصدرة وعن أفاقها.

وتبعا لذلك فإن كفاءة سوق الأوراق المالية ترتكز أولا وأساسا على قيمة المعلومات المنشورة وتحدد جودة هذه المعلومات بالنظر إلى سرعة بثها ومصداقيتها وشمولية محتواها وطريقة وضعها على ذمة كل المتدخلين حتى لا ينتفع بها شق دون آخر في لحظة ما من الزمن وهو ما ينجر عنه عدم التكافؤ في الحصول على تلك المعلومة.

ولهذا السبب، أوكل المشرع لهيئة السوق الماليّة، على غرار ما هو معمول به في المؤسسات الأجنبيّة المماثلة، سلطة مراقبة المعلومات الماليّة وطرق الإفصاح عنها، سواء بمناسبة عمليات الإصدار عن طريق المساهمة العامّة، أو بمناسبة عمليات العروض العموميّة التي يبتأ عنها انتقال في الأغليبيّة داخل الشركة المصدرة وبالتالي تعريض حقوق صغار المساهمين إلى مخاطر ففي مثل هذه العمليات، نصّ المشرع التونسي على وجوب تقديم المعلومات قبل نشرها إلى هيئة السوق الماليّة للحصول على تأشيرتها وفي هذه الحالة تتولّى هذه الأخيره التتت من صحّة المعلومات ويمكن لها عند الإقتضاء أن تأمر الشركة المعنيّة بنشر المعلومات الإضافيّة وبالإفصاح عن البيانات والمخاطر التي قد تحف بالإستثمار المعروض على العموم

إلا أن تأشيرته هيئة مراقبة السوق لا تعني ضمان المعلومات المنشورة ولا الإتهاد بصحّتها وهي التزمات تبقى محمولة على مُصدر الأسهم أو القائم بالعرض العمومي، كما لا تعني هذه التأشيرة أية تركية لهذه العمليّة ولا أية دعوة للمدخّرين للمشاركة فيها بل تعني فقط الصريح من طرف هيئة السوق الماليّة بأن كلّ الإحتياطات الممكنة اتخذها كي تكون المعلومة الموضوعة على دمة العموم مستجيبة لشروط الشموليّة والمصدقيّة، قد اتخذت في نطاق واجب بذل العناية

ولكن واحب الإفصاح لا يقصر على العمليات الحاصّة بل يشمل أيضا كلّ حدث دوري أو عبر دوري يحصل داخل الشركة من شأنه أن ينعكس على قيمة الورقة الماليّة ففيما يتعلّق بالإفصاح الدوري، وبغاية وضع أحدث المعلومات الماليّة على دمة المستثمرين أوجب الفانون على السركاب المدرجة بالبورصة أن تنشر قوائم ماليّة وقتيّة كلّ ستّة أسهر رباذه عن القوائم الماليه السويّة

## ج - سلطة مراقبة السوق :

كي تتمكن قوى العرض والطلب من لعب دورها في أي سوق منظّمة بكامل شروط السلامة والشفافية، فإنّه يتحتّم على هذه السوق أن تكون خالية من كل تلاعب أو غش من شأنهما أن يمسا من المزاخمة الشريفة ومن حقيقة الأسعار التي تفقد بذلك صبغتها التنافسيّة والشرعيّة.

وعلى صعيد آخر، فإنّ الرغبة في حماية صغار المدّخرين من انعكاسات انتقال النفوذ بتحوّل الأغليبيّة قد أدّت بالسلط التشريعية في مختلف الدول إلى إلزام المستثمرين الذين يتوصّلون إلى اكتساب أغليبيّة حقوق الإقتراع في شركات المساهمة العامّة، بصفة مباشرة أو عن طريق التحالف، بالتصريح إلى سلطة مراقبة السوق وإلى الشركة المصدرة بعدد الأسهم التي يقتنونها كلّما تجاوزوا نسب العتبات المنصوص عليها بالقانون.

ولتمكين العموم من وسائل الدفاع الضروريّة، أجبر القانون التونسي الراغبين في اكتساب الأغليبيّة داخل شركات المساهمة العامّة بالتصريح بالإقتناءات التي يقومون بها ابتداء من تجاوزهم لعتبة الـ 5٪ من رأس المال، مع الإدلاء بنواياهم المستقبلية فيما يتعلّق بالرغبة في الحصول على الأغليبيّة وفيما يتعلّق بالسياسة التي ينوون توخيها تجاه الشركة المقصودة. وكلّما حصل اكتساب للنفوذ من طرف شخص أو مجموعة من الأشخاص بمفردهم أو بالتحالف، فتح القانون التونسي أمام صغار المساهمين امكانيّة الخروج من الشركة إمّا عن طريق عرض عمومي إجباري للشراء من طرف مكتسبي كتلة النفوذ أو عن طريق أليّة ضمان السعر بالبورصة التي تسمح لصغار المساهمين ببيع أسهمهم لمكتسبي الأغليبيّة بنفس الشروط التي اقتنوا بها كتلة النفوذ.

وتتمثل مهمة مراقبة السوق من طرف هيئة السوق المالية أيضا في السهر على وجوب احترام قواعد سيرها داخل قاعة التداول بالبورصة واحترام قواعد انتقال النفوذ في إطار الشفافية المطلوبة وتعا لما شهدته قاعات التداول ببورصات الأوراق المالية من تعقيد بسبب ارتفاع أحجام التداول من ناحية وسرعة العمليات المنجزة الناجمة عن إدخال نظم التداول الآلي في تلك البورصات من ناحية أخرى فقد وجدت هياكل المراقبة نفسها مضطربة أيضا إلى مجارة هذا السبق باعتماد أنظمة الكنروبية للمراقبة وفي هذا الإتجاه فقد أقدمت هيئة السوق المالية في إطار اتفاقيات التعاون المبرمة مع لجنة عمليات البورصة الفرنسية على وضع برنامج لإقامة خلية للمراقبة الإلكترونية للسوق التونسية

#### د - السلطة التأديبية :

لا يمكن حماية الإدخار الموظف في الأوراق المالية عن طريق المساهمة العامة أن تتم من خلال الأعمال الترتيبية والمراقبة فقط إذا لم تؤد هذه المراقبة إلى إتخاذ العقوبات صد كل من يخل بواجباته المهنية أو لا يحرم التشريع الجاري به العمل

وتتدرج العقوبات التي يمكن تسليطها من مجرد توجيه الأمر إلى الأشخاص المخالفين للقيام بما يتحتم لتسوية الأوصاع التي وقعت معايتها أو الكف عن الممارسات المخالفة للتراتب وهي الممارسات التي يمكن أن ينشأ عنها إحلال بالسسر العادي للسوق أو حصول امنيارات غير شرعية لفائدة القائمين بها، إلى العقوبات المالية والتأديبية التي يمكن أن تصل إلى حدّ التوقيف عن الساط، مروراً بالإحالة على المحاكم المختصة في الحالات التي يبصر فيها القانون على ذلك

## 2 - بورصة الأوراق المالية بتونس

بورصة الأوراق المالية بتونس هي ثاني مؤسسة في البناء الهيكلي الجديد الذي جاء به إصلاح 1994 إلى جانب هيئة السوق المالية وشركة الإيداع والمقاصة والتسوية. ويندرج إحداث هذه المؤسسة في إطار ترسيخ مبدأ التفريق بين الجهاز الساهر على مراقبة السوق والجهاز المكلف بإدارته. وقد تمّ بعث هذه المؤسسة في شكل شركة خفية الإسم خاضعة للقانون الخاص ومقتصرة على مساهمة وسطاء البورصة الذين يملكون رأس مالها بالتساوي وهي شركة أوكل لها المشرع مهمة تسيير السوق الثانوية.

كما يندرج بعث بورصة الأوراق المالية بتونس، على هذا الشكل، في إطار رغبة المشرع الهادفة إلى تحرير هذه المؤسسة على مستوى التمويل وعلى مستوى قواعد التسيير والتصرف. ففيما يخص التمويل، واعتبارا للصبغة الرسالية التي أصبحت تكتسيها أجهزة التداول بعد إدخال نظم التداول الإلكتروني المتطورة، فإن بورصة تونس كمؤسسة تطمح إلى مسايرة هذا التطور لم يعد بإمكانها البقاء على شكلها السابق كمؤسسة عمومية. وبالتالي فإن إحالتها على المستثمرين الخواص حتى وإن ضلّ هذا التخصيص يقتصر على دائرة المشتغلين في القطاع، سوف تمكّنها من الحصول على التمويلات الضرورية لمشاريعها الإستثمارية ومن الإنتفاع بالمرونة الكافية التي توفرها قواعد التسيير الخاص فيما يتعلّق بالإنتداب والتجهيز وسرعة إتخاذ القرارات.

ولكن الغاية من خوصصة البورصة لا تستند فقط إلى البحث عن مصادر التمويل بل تتعداه لتشمل أيضا الرغبة في تمكين المهنيين من إدارة شؤونهم بأنفسهم في إطار ما يسمى بالمراقبة الذاتية. وقد كان لمبدأ المراقبة الذاتية الأثر الطيب على تطوّر أعرق الساحات المالية في العالم وازدهارها بما توفره المراقبة الذاتية لدى أهل المهنة من تقبّل عن طواعية لكل القواعد ومتطلّبات الإنضباط التي تفرضها أخلاقيات المهنة

تسوروا منهم بأن كل هذه الواجبات هي في صالحهم ما دامت صادرة عن سريحتهم المهيبّة ولا بدّ من النذكر في هذا الصدد بأن مدى المراقبة الذاتية يختلف من ساحة ماله إلى أخرى باختلاف درجة رسد المتدخلين ودرجة خبرتهم ودرجة عراقة تقاليدهم في ميدان البورصة

وفيما يخصّ بورصة الأوراق المالية بنونس فقد أوكل لها المسرّع في نطاق المرافه الذاتية صلاحه إصدار نظم قاعه النداول وحره اخبار أساليب ووسائل وتقنيات التداول وحرية التصريح بإدراج أو شطب الأوراق والأدوات المالية من أسواقها

وقد انطلقت بورصة الأوراق المالية بتونس في نساطها على سكلها الجديد على إثر الإنهاء من اجراءات التأسيس منذ 14 نوفمبر 1995 برأس مال أدى قدره 480 ألف ديناراً مقسّم بين 28 وسطاً وبتاريخ 25 أكتوبر 1995 قطعت بورصة نوس خطوة تكنولوجية هامة باعتمادها نظاماً آلياً للتداول يدعى نظام "شمس"<sup>(1)</sup> وهو نظام مسوحي من نظام "السوبر كاك"<sup>(2)</sup> المطبق في بورصة باريس، بعد إدخال النحويرات الضرورية عليه وبذلك تكون بورصة تونس أول بورصة ناسئة في العالم تنتقل إلى العمل بهذا النظام الذي هو ثمره تعاون تونسي - فرنسي أنجر في نطاق الإتفاقات الموقّعة بين البلدين

### (3) شركة الإيداع والمقاصة والتسوية :

أمّا المؤسسة الناله التي برتكر عليها النظم الجديد للسوق المالية فتتمثل في شركة الإيداع والمقاصة والتسوية وهي أنصا شركة خفئة الإسم قامت فيما بين المهين دون سواهم وقد جاء بعث هذه الشركة كستويج لمخلف الإصلاحات التي أدخلت على مستوى السوق الأوله فيما سعلق بإعاده الإعبار للإدخار في الأوراق المالية الذي أصبح قادرا

STOCK MANAGEMENT SYSTEM SEMS (1)

SUPER CAC (2)

على منافسة التوظفات الأخرى، وعلى مستوى السوق الثانوية فيما يتعلق ببعض  
السورصة، إذ أنه لا يمكن تصور أي ازدهار للسوق المالية مهما كانت التشجيعات  
المموحة في مستوى السوق الأولية والسوق الثانوية إذا لم يتوصل المستثمر في  
الأوراق المالية إلى إتمام عمليات الدفع والسلم في أحسن الظروف من حيث السرعة  
والسلامة واستجابة لوصيات مجموعة الثلاثين<sup>(1)</sup> المتعلقة بتعصير عمليات التسوية  
والتقاص، قرر تونس إبتاء هذه الشركة للإيداع المركزي للأسهم والسندات وإدارة  
الأوراق المالية لعائدة الشركات المصدره والمساهمين والوسطاء لتنولى مسك حسابات  
نفتح لديها وتم من خلالها إدارة عمليات الدفع والتقاص والتسلم

وقد مكنت شركة الإيداع والمقاصة والتسوية، من خلال إداره هذه الحسابات، الساحة  
المالية البوسية من أن تنتقل من وضع قانونى للأوراق المالية يستند في إثبات الملكيه  
إلى الإصدار العنى للسند، إلى وضع يعتمد في إثبات هذه الملكة على مجرد الإداء بما  
يفسد وجود الأوراق المالية في حسابات الوسطاء المنخرطين في نظام شركة الإيداع  
والمقاصة والتسوية، وهو ما كان له الأثر الطيب على سرعة انتقال الأسهم بما توفر من  
مروية بالاعتماد على الخاصية النديله للأوراق المالية وذلك على الأقل بالنسبة لأسهم  
الشركات التى نعهدت بها شركة الإيداع والمقاصة والتسوية في إطار عقود الإيداع

وتجدر الإشارة في هذا المجال وفي نطاق اسراتجيه إصلاح السوق المالية البونسية  
إلى أن الفصل بين مهام مراقبة السوق ومهام إدارتها ومهام نسويه العمليات المنجزه  
بالبورصة لا يجب أن يؤدي إلى تفكك وحزئه عمليات الإستثمار بالبورصة التى يجب  
أن تبقى موحده وذلك بالحرص على إيجاد التنسيق الضرورى بين المؤسسات الثلاثة  
القائمه ببلك المهام وبما أن حلقة الإستثمار بالبورصة تنشأ بإعطاء أمر البورصة من

(1) مجموعة من الاحصائيين الدوليين في شؤون المال إجتمعوا في مارس تميم وأصدروا تم توصيات يتعين على  
البلاد التي بها أسواق مالية الإسحاة إليها لاتمام عمليات التسوية والتقاص حسب معايير موحدة



طرف المسنمر وتبهي بنسوه العمله بتسليم الأوراق المالبه أو بقبض مقابلها المالى، فإن التسيق بين المؤسسات المذكوره لا يمكن أن يتم إلا من خلال إدارة أعمالها عبر شبكة الكترونية موحده، وهو ما تمّ التوصل إليه فعلا باعتماد البورصة لنظام 'السوبركاك' بالنسبة للداول الآلى واعتماد شركة الإبداع والمفاضة والتسوية لنظام 'روليت'<sup>(1)</sup> بالنسبة للمعالجة الآليه للعمليات المنفده واعتماد هيئة السوق المالبه لنظام 'سيري'<sup>(2)</sup> للمراقبه الالكترونية وهى كلّها أنظمة مقتبسة عن تلك المطبقة فى الساحه المالبه الفرنسة وفع نقلها إلى تونس فى نطاق السعاون بين البلدين

#### 4) وسطاء البورصة :

بالتواري مع إعادة تنظم هاكل السوق، ركر القابون عدد 117 لسنة 1994 على الوساطة بالبورصة كحلقة أساسية فى تنمية السوق المالبه وفى هذا الاتجاه نص هذا القابون على وجوب التفريق بين النساط البنكى ونساط الوساطه بالبورصة اعبارا لخصوصات مهنة الوسط بالبورصة

وفى هذا المجال منح القابون وسطاء البورصة دون سواهم اختصاص تداول الأوراق المالبه وتسجيل العمليات بالبورصة كما مكّنهم من القيام بالنشاطات المتعلقة بالسعي المصفقى والاسبشارات المالبه وإدارة محافظ الأوراق المالبه لفائده العير وبشاطات التدخل للحساب الحاص وصاعه السوق وبساطات تعطية الإصدارات لفائدة المؤسسات المصدرة

ويرتكر وجوب القيام بهذه النشاطات بالفرغ وبصفة مستقلة عن المؤسسات البنكية على الرعة فى تمكبن وسطاء البورصه من التخصص وإتاحة الفرصة لإطاراتهم من كسب المهارات اللارمه، كما يركز على الرعة فى تمكبن مؤسسات الوساطه من أن تصبح مراكز لحقيق الربح حتى يتسنى للساهرين على تسييرها تحمل المسؤوليات الضرورية لحقيق البائج المطلوبة

RELIT Règlement livraison des titres (1)

SYSI Système de surveillance informatique (2)

إلا أنه وبسبب ترخيص خاص لمدة خمس سنوات من طرف البنك المركزي التونسي، الذي سمح للبنوك التونسية بالمساهمة في شركات الوساطة بالبورصة بأكثر من 30٪ من رأس المال وهو الحد الأقصى المسموح به في القانون للبنوك التجارية، سارعت أغلب هذه البنوك إلى إنشاء دور للوساطة خاصة بها بمساهمة تبلغ أحيانا 99٪ من رأس المال. وبذلك فقد فرطت هذه البنوك على نفسها الفرصة لتشترك مع قوى مالية أخرى مثل شركات التأمين لإنشاء دور للوساطة مشتركة تخفيفا للأعباء المالية وتجميعا لكل الطاقات المتاحة. فكان من نتيجة عدم اللجوء إلى هذا الإختيار أن أصبحت السوق التونسية تعدّ ما لا يقل عن 28 وسيطا بالبورصة في حين لا يتجاوز عدد الشركات المدرجة بالبورصة الثلاثين برسمة جمالية لا تتجاوز 4 مليار ديناراً مقابل معدل حجم تداول سنوي للشركات المدرجة لا يفوق 300 مليون ديناراً.

إن الساحة المالية التونسية لم تعد قادرة اليوم بمعطياتها الموضوعية على تحمل هذا التشتت في قطاع الوساطة المالية خاصة بالنظر إلى اقتراب موعد الشروع في مرحلة التداول عن بعد الذي يتطلب من الوسطاء إمكانيات مالية وبشرية وفنية ذات حجم أكبر من تلك التي هي بحوزتها الآن.

ولذلك فإن مشروع النظام الأساسي لوسطاء البورصة الذي هو بصدد الدراسة عند إعداد هذا التقرير قد تطرق إلى آليات تشجع على التقارب والدمج بين شركات الوساطة القائمة لتمكينها من بلوغ النجاعة اللازمة وتحسين مردوديتها.

الجزء النانى

نشاط السوق خلال سنة 1996

## I - السوق الأوليّة :

### 1 - الحجم الجملي للإصدارات :

جرت العادة بالنسبة للتقارير السنويّة لبورصة الأوراق الماليّة سابقا، أن يقع نشر قوائم إحصائيّة بالنسبة لمجملي إصدارات الأوراق الماليّة المنجزة على المستوى الوطني دون التمييز بين الإصدارات التي تطرح فيها الأوراق الماليّة للمساهمة العامّة والإصدارات الخاصّة.

إلا أن هذه الطريقة تخلط بين العمليات التي تدخل في إطار السوق، والعمليات التي تهم الشركات ذات رأس المال المغلق (وهو عدد لا يستهان به) والتي لا ينبغي اعتمادها في احتساب رصيد السوق الماليّة وتقدير نشاطها ما دامت هذه الأخيرة لم تساهم في تعبئة تلك الأموال.

لذا، ومنذ إصدار القانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرّخ في 14 نوفمبر 1994، والذي أحدث تمييزا بين شركات المساهمة العامّة وشركات المساهمة الخاصّة لا يمكن أن نأخذ بعين الإعتبار إلا عمليات الإصدار التي تهدف إلى جمع الإدّخار عن طريق الإكتتاب العام.

وقد سجلت هذه الإصدارات تراجعاً نسبياً سنة 1996، مقارنة بسنة 1995، يقدر بـ 23٪، إذ بلغ حجم إصدارات الأوراق الماليّة 348 مليون ديناراً مقابل 452 مليون ديناراً سنة 1995.

ويعود هذا الإنخفاض النسبي في الواقع للتطوّر الهائل لحجم إصدارات الأوراق الماليّة المنجزة من قبل شركات الإستثمار ذات رأس المال القارّ، في نهاية سنة 1995، حيث عمدت هذه الشركات على إثر نشر القانون الذي ضبط نظامها الجبائي الجديد في موفى شهر نوفمبر إلى الترفيع في رأس مالها حتّى تتمكن من التمتع بالإمتيازات الضريبيّة قبل

قوات الأجل القابويّة، التي تنتهي بنهاية سنة 1995 ، فبلغ بذلك حجم هذه الإصدارات، بمفردها، 141 مليون ديناراً توزّعت على 41 عمليّة إصدار

### توزيع الحجم الجملي لإصدارات الأوراق المالية :

البيان			القيمة بحساب ملايين الدينانير	
	1996	1995	نسبة التطور	
إصدارات الأسهم	142,3	272	-47,68 /	
إصدارات الرقاع	96	81	18,37 /	
إصدارات رقاع الحرسه الفاعله للتداول بالبورصة	110	99	11,11 /	
<b>الحجم الجملي</b>	<b>348,3</b>	<b>452,1</b>	<b>-22,96 /</b>	

#### 1-1- إصدارات الأسهم :

إثر الهافت الكبير على البورصة، الذي ميّر سنتي 1994 و 1995 وما انجرّ عنه من تطوّر هائل على مستوى السوق الأوليّة ، شهدت هذه الأخيرة عودة إلى نسقها الطبيعي خلال سنة 1996، مسجّله انخفاضاً قدره 47 / من قيمة إصدارات الأسهم عن طريق المساهمة العامّة، والتي انخفضت من 272 مليون ديناراً سنة 1995 إلى 143 مليون ديناراً سنة 1996 وقد منّلت هذه الإصدارات 41 / من الحجم الجملي لإصدارات الأوراق الماليّة

حلال سنة 1996، ماحت هبّئ السوق المالية تأشيرتها لـ 20 عمليّة إصدار أسهم مقابل 58 عمليّة بمّ إجارها سنة 1995 ومن بين العمليات المنجزة سنة 1996، ستة إصدارات تهمّ شركات مدرجة بالبورصة، ثلاثة منها تنتمي إلى القطاع البنكي وعلى الرّغم من الوضع الخاصّ الذي مرّت به السوق التونسيّة سنة 1996، فإنّ هذه العمليات الستّة قد وقع اخبامها دون أدنى صعوبة، وفي أجال قصيرة نسبياً

## توزيع إصدارات الأسهم :

(الحجم بملايين الدينانير)

نسبة التطور	1996	1995	البيان
			الترفيغ في رأس مال الشركات المدرجة بالبورصة
-37%	91,3	145	- الحجم
-29,7%	14 131 127	20 093 318	- عدد الأسهم
-64,7%	6	17	- عدد العمليات
			الترفيغ في رأس مال شركات السوق الموازية
-59,9%	51	127	- الحجم
-66,7%	3 981 400	11 952 360	- عدد الأسهم
-65,9%	14	41	- عدد العمليات

## 1-2 - الإصدارات الرقاعية :

سجّلت إصدارات القروض الرقاعية عن طريق المساهمة العامة، سنة 1996، إرتفاعا يقدر بـ 19% إذ مرّت من 81 مليون دينار سنة 1995 إلى 96 مليون دينار سنة 1996 في حين أنّ عدد عمليات الإصدار سنة 1996 هو نفسه الذي سجّل سنة 1995 أي 15 عملية.

في المقابل ارتفعت حصّة القطاع البنكي من مجمل إصدارات السندات المنجزة، مقارنة بسنة 1995 حيث مرّت من 12 مليون دينار إلى 35 مليون دينار أي بنسبة تطوّر قدرها 192%، بينما سجّلت إصدارات سندات الدين الخاصة بالقطاع السياحي من جهتها، انخفاضا بنسبة 13%، إذ تراجعت من 16,1 مليون دينار سنة 1995 إلى 14 مليون دينار سنة 1996. أمّا شركات الإيجار المالي فإنّها تبقى في طليعة الشركات المصدرة للرقاع سنة 1996، رغم انخفاض طفيف بنسبة 10%، إذ نزلت من 50 مليون دينار سنة 1995 إلى 45 مليون دينار سنة 1996 .

توزيع إصدارات القروض الرقاعية :

(الحجم بملايين الدناير)

نسبة التطور	1996	1995	البيان
			إصدارات القروض الرقاعية المنجزة من قبل البنوك
/191,7	35	12	- الحجم
/100	2	1	- عدد العمليات
			إصدارات القروض الرقاعية المنجزة من قبل شركات الإيجار المالي
/-10	45	50	- الحجم
/14,3	8	7	- عدد العمليات
			إصدارات القروض الرقاعية المنجزة من قبل القطاعات غير المالية
/-16,3	16	19,1	- الحجم
/-28,6	5	7	- عدد العمليات
			الجملة
	9618,4	81,1	- الحجم
-	15	15	- عدد العمليات

مرّت إصدارات رفاع الخزينة القابلة للتداول بالبورصة من 99 مليون دينار سنة 1995 الى 110 مليون دينار سنة 1996، مسجلة بذلك ارتفاعا بنسبة 11/

## تطور إصدارات رقع الخزينة القابلة للتداول بالبورصة :

(الوحدة : مليون دينار)

1996	1995	البيان
<b>109,7</b>	<b>98,9</b>	<b>الإصدارات</b>
		- رقع الخزينة القابلة للتداول بالبورصة
44	38,3	- لأجل 5 سنوات
65,7	60,6	- لأجل 10 سنوات
<b>357</b>	<b>300</b>	<b>المبلغ الجاري</b>
		- رقع الخزينة القابلة للتداول بالبورصة .
141,9	132	- لأجل 5 سنوات
215,1	168	- لأجل 10 سنوات

المصدر : البنك المركزي التونسي.

## 2 - سلوك مصدري الأوراق المالية في تونس :

لقد مثل الإقتراض البنكي على امتداد مدة طويلة، المصدر الأساسي، المتاح لتمويل احتياجات المؤسسات التونسية، غير أنه أصبح اليوم من البديهي أنه لا يمكن الحديث عن إقلاع اقتصادي فعلي دون توفير مصادر أخرى لتمويل الإستثمارات على مستوى أكبر، من أهمها تعبئة ادخار العموم عن طريق السوق المالية.

إلا أن الإلتجاء إلى هذا التمويل المباشر يقتضي من طرف مؤسساتنا توفر ثقافة مالية ووعيا بإيجابيات هذه الطريقة وحتميتها. إذ أنه من الضروري أن يتجاوز أصحاب المؤسسات عقلية الإبقاء على رأس المال مغلقا، خوفا من فقدان السيطرة على المؤسسة من جهة، وتفاديا للخضوع لواجبات الإفصاح والشفافية التي يفرضها انفتاح المؤسسة على العموم ، من جهة أخرى.



لذا، وأحذا بهذه الإعبارات أحدث المشرع التونسي أدوات مالية جديدة تمكّن المؤسسة من فتح رأس مالها للعموم والحصول بالنالي على تمويلات هامة من المدّخرين، دون أن يتخلى مؤسسو الشركة عن صلاحياتهم في تسييرها والتحكّم فيها، وتتمثل هذه الأدوات في الأسهم ذات الأولوية في الربح دون حق الإقتراع وهي شهادات الإستثمار، التي يمكن بواسطتها الحصول على تمويلات إضافية تصل إلى حدود 49/ من رأس المال، دون أن يكون لحاملي هذه الأدوات أيّ حقّ في الندخّل في تسيير الشركة أو في مراقبة المتفرّفين عليها

إلا أنه تحدر الإشاره إلى أن هذه الأدوات لم يقع استعمالها بصفة مكثفة من قبل المؤسسات إلى حدّ هذا اليوم، إذ اقتصر الأمر على شركتين اثنتين فقط، أصدرت إحداهما أسهما ذات أولويّة في الربح دون حق الإقتراع في حين أصدرت الأخرى شهادات استثمار

وعلى صعيد آخر جرت الترتيب الجديدة المتعلقة بإدراج الأوراق المالية بالبورصة إلى تبسيط شروط هذا الإدراج وذلك بعناية تمكين أكبر عدد ممكن من الشركات من الإستفادة من المرايا التي يفتحها السوق وهو ما يمثل فرصة يتعين على مؤسساتنا إستغلالها للتعريف بنفسها في الأوساط الماليّة ولدى المدّخرين ولتمويل مشاريعها المستقبلية إذ صعب على المؤسسه التي تُبقي على رأس مالها مغلقا أن تصمد أمام منافسة الشركات الأخرى التي تلجأ إلى السوق المالية للحصول على تمويلات هامة من العموم بتكاليف تنافسه كما أنّ الإدراج بالبورصة و ما يترتب عنه من واجبات الإفصاح يمثل في الواقع حافرا للمؤسسات على تحسن تنظيمها الداخلي ومردوديتها قصد تحقيق نتائج أفضل للحفاظ على بقية المدّخرين

## II - السوق الثانوية :

### (1) - حجم المعاملات :

بعد التطور الكبير الذي شهدته المبادلات في السنوات الستة الماضية، سجل الحجم الجملي للمعاملات المنجزة بالبورصة تراجعاً بنسبة 33/، إذ نزل من 928 مليون ديناراً سنة 1995 إلى 625 مليون ديناراً سنة 1996

فعلى مستوى الشركات المدرجة شهد حجم المعاملات، الذي بدأ في التراجع منذ الربع الأخير لسنة 1995، انخفاضاً ملحوظاً إذ تراجع من 684 مليون ديناراً في 1995 إلى 273 مليون ديناراً في نهاية 1996، أي بنسبة 60/

وقد مثل نصيب الأسهم من المعاملات المنجزة سنة 1996 القسط الأوفر، إذ بلغ حجمها 207 مليون ديناراً في حين لم تحقق المعاملات الخاصة بالرقاع إلا ارتفاعاً طفيفاً حيث بلغت 66 مليون ديناراً سنة 1996 مقابل 49 مليون ديناراً سنة 1995، دون أن يكون لذلك أثر كبير على الحجم الجملي للمعاملات ذلك أن السوق الثانوية للرقاع بقيت محدودة الحركة نظراً لطبيعة عمليات إصدار الرقاع التي مازالت تكتسي صبغة التوظيف الخاص وفق شروط تكاد تكون متطابقة بالنسبة لجميع الأدوات المالية المعروضة، بحيث لا توفر لحاملها ولمديري محافظ الأوراق المالية إمكانية الاختيار والقيام بالترجيحات الضرورية

غير أنه تجدر الإشارة إلى أن حجم المعاملات المنجزة على مستوى الشركات المدرجة سنة 1996، وإن سجل انخفاضاً بالنسبة للسنة الماضية، فإنه مثل تطوراً إيجابياً بنسبة 43/ مقارنة بمعدل الحجم السنوي للمعاملات المنجزة على أسهم هذه الشركات خلال الست سنوات الأخيرة (1990 - 1995) والمقدر بـ 191 مليون ديناراً

كما تجدر الملاحظة أنّ التراجع الذي شهده نشاط السوق وما تنتج عنه من فقدان للسيولة بالسنة للأوراق المدرجة، قد بدأ يتقلص منذ انطلاق نظام التداول الإلكتروني في أكتوبر 1996 ذلك أنّ إدخال الشركات بصفة تدريجية في هذا النظام قد ساهم في تحقيق انفراج الوضع ونشطت المعاملات نسبياً بتحسين درجة السيولة ، ممّا نتج عنه تحسّن في حجم المعاملات بالبورصة خلال الثلاثية الأخيرة لسنة 1996 الذي سجل 87 مليون ديناراً، مقابل معدّل ثلاثي لحجم المعاملات يقدر بـ 62 مليون ديناراً بالنسبة للأشهر التسعة الأولى من نفس السنة

وعلى خلاف نسق نشاط سوق الشركات المدرجة ، سجّلت السوق المالية تحسّناً في حجم المعاملات الذي مرّ من 103 مليون ديناراً سنة 1995 إلى 118 مليون ديناراً سنة 1996 محققاً نسبة نمو تقدر بـ 15 /

أمّا فيما يتعلّق بعمليات التسجيل بالبورصة خلال سنة 1996، فقد تطوّرت ببسببة 66/ مقارنة بسنة 1995 حيث إرتفعت من 141 مليون ديناراً سنة 1995 إلى حدود 234 مليون ديناراً سنة 1996 ويمتل بصيب هذه العمليات من الحجم المحلي للمعاملات، نسبة 37 / بعد أن كانت هذه النسبة تساوي 15/ سنة 1995 ويعود هذا التطور الملحوظ في حجم عمليات التسجيل إلى المرونة التي أدخلها القابون عدد 117 لسنة 1994 المؤرّخ في 14 نوفمبر 1994 والذي حرّر المعاملات المتعلّقة بالأوراق المالية المصدرة من قبل شركات المساهمة الخصوصية

أمّا بالنسبة للمعاملات المتعلقة برقاع الخزينة القابلة للتداول بالبورصة فقد تطوّرت سنة 1995 حسب الجدول التالي :

البيان	1995	1996	نسبة التطوّر المئوية
حجم المعاملات (الوحدة : مليون دينار)	8,9	33,6	277,5٪
رقاع الخزينة القابلة للتداول : - لأجل 5 سنوات - لأجل 10 سنوات	4,3	16,5	283,7٪
عدد السندات	9 637	42 804	344,2٪
رقاع الخزينة القابلة لتبادل : - لأجل 5 سنوات - لأجل 10 سنوات	5 002	24 100	381,8٪
- عدد المعاملات	8	49	512,5٪
رقاع الخزينة القابلة للتبادل : - لأجل 5 سنوات - لأجل 10 سنوات	2	16	700,0٪
	6	33	450,0٪

المصدر : بورصة الأوراق المالية بتونس.

أخيرا وفيما يتعلّق بالعدد الجملي للأوراق المتبادلة في البورصة، تجدر الإشارة الى أنّه قد شهد انخفاضا بنسبة 19٪ إذ نزل من 34 مليون سندا سنة 1995 إلى 27,6 مليون سندا سنة 1996. ولكن هذا التراجع يبرز خاصة على مستوى الشركات المدرجة حيث بلغ 74 ٪ وذلك بحساب 11,596 مليون سندا سنة 1996 مقابل 21,6 مليون سندا سنة 1995.

## 2 - رسملة الشركات المدرجة بالبورصة :

رغم إدراج أربع شركات جديدة بالبورصة سنة 1996، فإنّ الرسملة بقيت في حدود 3 900 مليون دينار بتاريخ 31 ديسمبر 1996، أي ما يعادل المستوى الذي بلغته سنة 1995 ، وذلك نتيجة لانخفاض أسعار مختلف الأوراق المالية المدرجة بالبورصة.

ورغم هذه الرسملة المواقعة نسبا بالطر إلى عدد الشركات فى تونس وإلى مستوى النانح الإجمالى فإن برتب بورصه تونس من حيث الرسملة يبقى مسترفا بالمقارنة مع الأسواق المالىه الممانله إء أنها تنقءم بكتير على البوتسوانا (325 مليون دولارا)، الكوت ديفوار (914 مليون دولارا)، بلعاربا (7 مليون دولارا)، الإكواتور (1945 مليون دولارا)، جرر الموريس (1676 مليون دولارا)، عانا (1492 مليون دولارا)، كيبسا (1846 مليون دولارا)، سرى لانكا (1848 مليون دولارا)، سبجربا (3559 مليون دولارا)، الزمبابوي (3634 مليون دولارا)، وبحلل مربسه ممانله للآردن (4551 مليون دولارا) والبنفلاءش (4551 مليون دولارا)<sup>(1)</sup>

### 3 - تطوّر قائمة الشركات المدرجة :

تعدّ بورصه تونس فى باربع 31 ديسمبر 1996 ثلاثين شركة مدرجة تنتمى 18 منها للقطاع المالى (بنوك، شركات نأمس، شركات إبحار مالى وشركات استمار)، و8 منها للقطاع الصناعى، وشركبان لقطاع الحءماء وشركة واحءة للقطاع السياحى وأخرى لقطاع النقل أمّا الأوراق المالىة المتءاوله ببورصه تونس فهى مننوعة سببىّا، حيث تشمل الأسهم العاءية والرقاع إلى جانب سهءاءاء الإستممار والأسهم ءاء الأولوية فى الربح ءون حق الإقراع

ففما يتعلّق بإءراح الأوراق المالىة بالبورصه، سهءاء سنة 1996 إءراح 4 شركات جءىءة، اثنتان منها على إثر عرضى عمومىين للبيع (الشركة التونسىة لمواء التنظيف - SPCD - وشركة الكىمىا) وواءة على إثر عملىة ترفىع فى رأس المال (شركة التأمىن وإعاءة التأمىن التونسىة الأوروبىة - CARTE -)، وأخرى حسب الإحراء العاءى للإءراح الماسشر بالبورصه (الإءحاء ءولى للبنوك - UIB -)، ويقارب هذا العءء عءء عملىاء الإءراح المنجره سنة 1995 (5 شركات)

(1) المصدر الشركة المالىة العالىة - الإحصائىاء الحاصة بالأسواق الماشئة

#### 4 - العروض العمومية للبيع المنجزة خلال سنة 1996 :

خلال سنة 1996 وقع إنجاز ثلاثة عروض عمومية للبيع، بغرض فتح رأس مال الشركات المعنية للعموم. وقد تمكنت هذه الشركات على إثر هذه العروض من الحصول على إدراجها بالبورصة، مساهمة بذلك في إثراء قائمة الشركات المدرجة بالبورصة، وفي تنويع القطاعات التي تمثلها هذه الشركات وهي :

- شركة مواد التنظيف SPCD ، شركة خاصة، مختصة في صناعة المواد الكيماوية ومواد التنظيف.

- شركة الكيمياء ALKIMIA ، شركة ذات رأسمال مختلط يتمثل نشاطها الأساسي في إنتاج وتحويل وتسويق المواد الكيماوية وأساسا مادة "ثالث فسفاط الصديوم" (STPP) المستعمل في إنتاج مواد التنظيف.

- شركة البعث العقاري والمساهمة SIMPAR ، شركة ذات رأس مال مختلط، تنشط في قطاع البعث العقاري، وقد تم الإدراج الفعلي لهذه الشركة في بداية سنة 1997، في حين وقع تقديم العرض العمومي للبيع سنة 1996.

## ويحوصل الحدود التالي خصائص هذه العروض

شركة المسندة	راس المال بتاريخ 95 12 31	عدد الاسهم المعروضة	السندة من راس المال	سعر العرض للسهم بالدينار	عدد أيام صلاحية العرض	عدد الاسهم المطلوبة	نسبة / إستحسانة	عدد المشترين	تاريخ الادراج بالمورصة	راس المال المخصصة لإتفاقية السيولة (/)
شركة مواد التطيف (SPCD) (1)	4 000 000	80 000	10	56	5	80 000	100	1 269	26-3-96	1
شركة ALKIMIA (2)	13 300 000	460 989	31 51	43	5	460 989	100	1 844	22-8-96	1.57
شركة السعت العقاري	1 000 000	90 000	30	27	5	100 488	117.7	469	8-1-97	3

(1) وقع الترفيع في رأس مال شركة SPCD سنة 1996، بعد إدراجها بالمورصة، بمبلغ قدره 2 000 000 دينار بدمج المال الإحتياطي

(2) وقع الترفيع في رأس مال شركة SIMPAR سنة 1996، قبل إبحار عملية العرض العمومي للبيع بمبلغ قدره 500 000 دينار بدمج المال الإحتياطي وبعد إدراجها بالمورصة بمبلغ 1 000 000 دينار بإصدار أسهم جديدة وقع اكتتابها بقدا

## 5 - مطالب الإدراج الموجودة تحت الدرس :

تتعلق ملفات الإدراج بالبورصة التي هي بصدد الإنجاز عند إعداد هذا التقرير، بالمؤسسات العمومية والشركات الخاصة ذلك أنه في إطار برنامج الخوصصة قرّرت لجنة تطهير وإعادة هيكلة المؤسسات ذات المساهمة العمومية (CAREPP) بيع كتل النفود متفوعة بعروض عمومية للبيع بالنسبة للشركات التالية

- شركة اللّف بقابس SOGEMBAL

- المعمل التوسي للخزف MTC

- الشركة التونسية للتأمين وإعادة التأمين STAR

- الشركة الصناعية للألات والمعدات الكهربائية SIAME

- شركة التطور الإقتصادي

- الشركة التونسية للبلور SOTUVER

- شركة المحطات الإستشفائية والمياه المعدنية SOSTEM

أما بالنسبة للقطاع الخاص، فقد تقدمت شركتان للإيجار المالي وهما الشركة العربية التونسية للإيجار المالي (ATL) والشركة العالمية للإيجار المالي (CIL) بطلب إدراجها بالبورصة. وترمي الشركة الأولى إلى الحصول على إدراجها بالسوق الأولى للبورصة عن طريق إجراء البيع بالسعر الأدنى، في حين ترغب الشركة الثانية في الحصول على إدراجها بالسوق الثانية عن طريق الإجراء العادي، وذلك نظرا لتوزيع رأس مالها على العموم، بصفة كافية ولتعهد شركة الإيداع والمقاصة والتسوية بأسهمها ولتداول أسهمها حاليا على نظام التداول الإلكتروني في السوق الموازية للبورصة.

## 6 - حركة السوق الثانوية :

لا يمكن التطرق إلى حركة السوق التونسية خلال سنة 1996 دون أخذ كل العناصر التي أثرت في تحديد ملامحها بعين الإعتبار وهي العناصر التي كانت وراء الصعوبات الظرفية التي عاشتها السوق خلال هذه السنة.

فلقد شهدت السوق التونسية في الفترة الممتدة من 1993 إلى 1995، ارتفاعا مشطا للأسعار بلغ حداً غير معقول بالنظر إلى القيمة الحقيقية للمؤسسات المصدرة، بحيث كانت أسعار السوق لا تعكس إلا حالة التهافت العشوائي على إقتناء الأسهم والمضاربة من قبل مختلف المتدخلين. ذلك أن المقبلين على البورصة، نظرا لحدثة عهدهم بها وعدم تمكّنهم من مستوى أدنى من الخبرة والإطلاع في المجال المالي وفي غياب نشرات إعلامية من شأنها أن تقدم تحاليل مالية توضح أبعاد الإستثمار في البورصة كأداة للإدخار طويل



المدى، لم يروا فيها سوى فرصة لتحقيق أرباح سريعة، لا علاقة لها بالواقع الإقتصادي للمؤسسات المصدرة، وكنتيجة لذلك دخلت البورصة التونسية خلال تلك السنوات في حلقة متسارعة من المضاربة مدعومة بحركة طلب غير واع، في غياب ظروف الشفافية اللازمة لإنجار المعاملات، مما كوّن تضخّماً مفتعلاً للأسعار وحجم المعاملات وقد أدى كل هذا منذ نهاية سنة 1995 إلى قلب إتجاه السوق نحو انخفاض للأسعار وحالة انعدام للسيولة

وقد أبرزت هذه العوامل بصفة جليّة الأهميّة الملحة لتوفير شروط شفافية وأمن المعاملات في سوق ماليّة ناشئة حتّى تضمن تحقيق نموّ سليم ومتناسق

لذا فإن أي تحليل لا يعتمد إلا على الجانب الكمي للنتائج المسجّلة سنة 1996 لا يسمح بإدراك واقع تطوّر السوق في هذه الفترة كما أن المقارنة بين هذه النتائج وتلك التي وقع تسجيلها في السنوات 1993-1995، إنّما تؤدّي إلى تحريف الحكم على طبيعة هذا التطوّر، بما أنّها تحجب عديد المعطيات الحاسمة والتي ينبغي اعتمادها في تقدير التطوّر الذي عرفته الساحة الماليّة التونسية سنة 1996

وفعلا فإن سنة 1996 تمثل بالنسبة للسوق التونسية، سنة فاصلة بين مرحلتين مرحلة ما قبل تكريس الإصلاحات العميقة المدخلة على المؤسسات الساهرة على شؤون السوق المالية ومرحلة إصلاح هذه السوق التي تردّت في وضع من المضاربة العشوائية لم يكن من الممكن تجاهله، حيث كان من الضروري ومن الملحّ التدخّل لتدارك الأمر بتوفير مناخ ملائم يحول دون تفتت ممارسات العثر والتلاعب المخلة بالسير الطبيعي والسليم لآليات السوق

لذا فإن الإصلاحات المتخذة ترمي إلى تقويم فعليّ للساحة الماليّة، وعقلنة للسوق، وهي عملية لم يكن بالإمكان إنجازها في حيز زمني ضيق ودون تقديم بعض التوضيحات. ذلك أنّ الأمر يتعلّق في الواقع بالإختيار بين سوق زائفة، قائمة على متدخلين يفتقدون للخبرة والدراية في المجال المالي، وبين سوق منظّمة تتوفّر فيها شروط الأمن والشفافيّة، تمهّد لمستقبل اقتصاد متفتّح ومتحرّر، حتّى وإن أدّى ذلك إلى تحمّل بعض التبعات الظرفية لتعديل الأسعار.

وقد راهن مجهود العقلنة هذا على تعصير السوق وحسن سيرها في إطار احترام قواعد مضبوطة بما يضمن شفافيّة وأمن المعاملات. فبعد اللجوء في مرحلة أولى وبصفة انتقالية إلى الإجراءات الإداريّة لتحديد السقف الأقصى لتطورّ الأسعار صعودا ونزولا على أساس حجم أدنى للمبادلات (50.000 ديناراً، ثم 30.000 ديناراً ثم 5.000 ديناراً) مكّن تبنيّ نظام التداول الإلكتروني من معرفة العمق الحقيقي للسوق ومن تفعيل قاعدة العرض والطلب.

وقد نتج عن ذلك تعديل أسعار مختلف الأسهم تمثّل في العودة بها إلى مستواها الطبيعي كشرط لانطلاقة السوق من جديد.

وإن بدا لعيان المضاربين وغير المختصين أن السوق التونسية تراجعت سنة 1996 قياساً لحجم المعاملات ومؤشر الأسعار المسجلين سنة 1995، فإنّها تمكّنت في نظر السلطات من تجاوز سلبياتها وتعديل مستوى الأسعار فيها، ولو نسبياً، ممّا يعدّ كسباً هاماً ودعماً للمستقبل.

ويتجلى هذا خاصة في تحسن مؤشر الربح على الأسعار -Price Earning Ratio -PER كما يبيّنه الجدول التالي الذي أعد بتاريخ تقديم هذا التقرير إلى سيادة رئيس الجمهورية :

مؤشر الربح على الأسعار -PER- للشركات المدرجة بالبورصة بتاريخ 24 جويلية 1997

مؤشر الربح على السعر		السعر 24/07/97 (4)	الأرباح المؤرعة (3)	المراييح		الشركات
(4) / (2)	(4) / (1)			الصافية (2)	الحارية (1)	
8	8	40,518	3,945	2,215	5,215	الكمبا
22	12	21,900	1,800	0,980	0,980	بنك تونس الإمارات للإستثمار
9	-	23,200	2,790	2,507	(-)	الخطوط التونسية
12	12	36,900	1,100	3,114	3,114	شركة التأمين " كارت "
53	53	11,660	0,000	0,219	0,219	الشركة التونسية للموظف
14	14	31,240	1,200	2,273	2,183	شركة "موبوري"
11	13	28,360	1,500	2,488	2,254*	شركة المحرك
9	9	23,020	0,600	2,464	2,464	شركة التأمين "أسري"
12	12	30,800	1,150	2,662	2,662	التونسية للإيجار
15	15	29,200	1,000	1,962	1,962	بنك تونس العربي الدولي
16	24	76,020	2,500	4,631	3,143	شركة التبريد والجمعة
-	-	7,927	(-)	(-)	(-) <sup>†</sup>	المعامل الآله بالساحل
9	9	41,000	0,750	4,366	4,366	الإتحاد السكي للتجاره والصناعة
11	12	29,220	1,300	2,542	2,410	شركة مواد التنظيف
91	100	9,760	0,000	0,107	0,098	شركة البرل 'الم بينتر'
7	-	22,300	1,000	3,080	(-)	شركة حليب تونس
23	22	132,400	4,800	5,846	6,080	شركة 'آر لنكد' تونس
8	8	52,980	3,000	6,432	6,452	شركة الصاعات الكيماوية للفليور
20	20	13,980	0,700	0,701	0,700	شركة المساهمات للتبمية الصناعية والسياحية
24	24	25,000	0,650	1,054	1,054	البنك العربي لتونس
12	12	15,681	0,500	1,276	1,276	بنك الإسكان
17	17	22,160	1,150	1,329	1,298	الشركة العقارية للمساهمات
-	-	4,960	-	-	-	الشركة التونسية لصاعات الحليب
23	23	75,000	1,400	3,247	3,247	البنك التونسي
11	11	11,100	0,500	0,970	0,970	الإتحاد الدولي للسبوك
16	16	31,000	1,000	1,983	1,983	بنك الأمان
12	12	7,900	0,250	0,647	0,647	بنك التنمية للإقتصاد التونسي
9	9	9,100	0,500	1,056	1,056	البنك القومي للتنمية السياحية
10	10	18,530	1,000	1,943	1,943	البنك القومي الفلاحي
16	16	10,660	0,500	0,684	0,684	بنك الجنوب
12	12	12,614	0,500	1,035	1,035	الشركة التونسية للبنك
<b>17</b>	<b>17</b>					<b>مؤشر مجموع السوق</b>

\* الملغ الوفتي (1996) قبل انعقاد الجلسة العامة العادية (-) الرقم السلي

## 7 - نشاط وسطاء البورصة :

رغم تنوع الأنشطة الموكولة إليهم بمقتضى القانون عدد 94 - 117 لسنة 1994 والمؤرخ في 14 نوفمبر 1994 ، (الإستشارة الماليّة، إدارة محافظ الأوراق الماليّة لحساب الغير، حمل الأسهم لفائدة الغير... الخ) والتي كان من الممكن أن تكون مصدرا لعائدات هامّة، فقد اقتصر وسطاء البورصة، في الوقت الحالي، على نشاط تداول الأوراق الماليّة في السوق لحساب الغير.

وقد كان من شأن هذا السلوك أن يخلق ارتباطا وثيقا بين الرقم الجملي لمعاملات وسطاء البورصة وحجم التداول في السوق. وبذلك فإن كل انخفاض في حجم المعاملات بالسوق، كما كان الشأن سنة 1996، يترتب عنه حتما انخفاض في مستوى العمولات التي يتحصّل عليها الوسطاء وبالتالي انخفاض في رقم معاملاتهم.

وقد بلغ الحجم الجملي للمعاملات سنة 1996 بيعا وشراء بما في ذلك عمليات التداول وعمليات التسجيل، 1 250 مليون دينار منها 546 مليون دينار وقع تحقيقها على مستوى سوق الشركات المدرجة.

وقد تمّ إنجاز هذا الحجم من قبل الثمانية وعشرين وسيطا بالبورصة، الناشطين في السوق ولكن دون أن يكون هنالك تكافؤ بين حصّة كلّ واحد منهم. إذ تمّ تحقيق نصف الحجم الجملي للمعاملات من قبل 6 شركات وساطة، بينما احتكرت شركتا وساطة لوحديهما نسبة 25,41٪ من الحجم الجملي. وبعبارة أخرى، فإنّ 22 وسيطا من جملة الـ 28 وجدوا أنفسهم مجبرين على تقاسم أقلّ من نصف الحجم الجملي للمعاملات، الشيء الذي لا يمكنهم من تحقيق أي مردوديّة ولا حتّى من تغطية تكاليف تشغيل مكاتبهم.

حجم معاملات كل وسيط بالبورصة خلال سنة 1996(\*)

مجموع المعاملات (تداول + تسجيل)		سوق الشركات المدرجة بالبورصة		
النسبة /	الحجم (بالدينار)	النسبة /	الحجم (بالدينار)	
/ 7.77	97 226 442	/ 10.92	53 873 640	- شركة البنك القومي الفلاحي - رؤوس أموال
/ 15.19	190 110 605	/ 10.43	51 464 069	- بنك الحبوب للإستثمار
/ 7.93	99 298 688	/ 10.42	51 404 363	- الشركة التوسية للأوراق المالية
/ 4.50	56 275 404	/ 7.52	37 128 615	- الأمان للإستثمار
/ 5.62	70 290 502	/ 7.32	36 122 635	- الشركة المالية للتصرف
/ 2.57	32 123 405	/ 6.10	30 111 668	- شركة الهدسة المالية والوساطة بالبورصة - بنك الإسكان -
/ 3.59	44 943 581	/ 5.11	25 206 263	- اتحاد التصرف المالي
/ 2.88	36 069 038	/ 5.08	25 061 552	- محمد عبد الوهاب الشريف - مال -
/ 10.22	127 845 147	/ 4.11	20 280 641	- مؤسسه التوظيف والتصرف المالي
/ 3.59	44 869 661	/ 3.99	19 676 537	- ش الوسيط العالمي
/ 7.46	93 366 252	/ 3.83	18 925 944	- الشركة التوسية للبورصة
/ 3.16	39 508 621	/ 3.54	17 490 103	- الشركة المالية العالمية للبورصة
/ 1.09	13 609 472	/ 2.59	12 784 521	- الشركة العالمية للوساطة والإرشاد المالي والإستثمار
/ 1.21	15 164 951	/ 2.41	11 912 473	- شركة ماكسولا للبورصة
/ 2.11	26 396 938	/ 2.41	11 887 612	- المؤسسة العامة للإستثمار
/ 2.25	28 213 403	/ 2.41	11 875 315	- شركه المستثمرين الماليين العرب
/ 1.40	17 553 637	/ 2.23	10 999 044	- عبد الله داي
/ 7.47	93 503 904	/ 2.04	10 204 038	- شركة راس المال
-	-	-	-	- شركه الوساطه بالبورصة لبنك التنمية للإقتصاد التوسعي بدات كنيثاليس
/ 4.49	56 231 171	/ 1.88	9 256 367	- العالمية للبورصة
/ 1.51	18 883 707	/ 1.76	8 667 164	- التوسية الفطرية للوساطه في الاوراق المالية
/ 0.78	9 756 212	/ 1.50	7 386 757	- شركه المالية والإستثمار
/ 1.21	15 190 055	/ 1.36	6 729 279	- شركة التصرف والماليه
/ 0.31	3 940 862	/ 0.42	2 084 392	- البنك القومي للسمية السياحية استثمار
/ 1.01	12 621 173	/ 0.37	1 814 694	- الإتحاد المالي
/ 0.001	14 533	/ 0.10	493 120	- شركه الاستثمار والوساطه المالية SCIF
/ 0.39	4 894 666	/ 0.09	461 671	- التوسية السعوديه للوساطه
/ 0.28	3 524 837	/ 0.05	246 819	- بيت الاستثمار
-	-	-	-	-

(X) المصدر بورصة الأوراق المالية بوسس

(1) لم يتم باحار عمليات سنة 1996

## 8 - نشاط شركة الإيداع والمقاصة والتسوية STICODEVAM

تدير شركة الإيداع والمقاصة والتسوية STICODEVAM ، اليوم، نظاماً آلياً للدفع والتسليم. وقد تطور هذا النظام تدريجياً وبنسقٍ حثيثٍ منذ نوفمبر 1995 ليشمل أغلب الأوراق المدرجة بالبورصة في نهاية سنة 1996.

وإلى تاريخ 31 ديسمبر 1996، بلغ عدد الشركات المعهدة إلى شركة الإيداع والمقاصة والتسوية، 24 شركة، بمجموع 35 سطر إدراج. وبذلك تمكنت شركة الإيداع والمقاصة والتسوية من معالجة 92,24٪ من جملة العقود المبرمة في بورصة الأوراق المالية بتونس في ديسمبر 1996 ، مقابل 36,26 ٪ فقط، في جانفي 1995.

كما مكن الإدخال التدريجي للأوراق الماليّة صلب النظام الآلي شركة الإيداع والمقاصة والتسوية من تصفية أكثر من 70٪ من مجمل عقود التداول المنجزة في البورصة خلال سنة 1996، أي ما يمثل 15.768 عقداً من جملة 22.274 عقداً سنوياً.

ومن جهة أخرى، وفي إطار النشاط المتعلق بالدفع والتسليم أمّنت شركة الإيداع والمقاصة والتسوية تسليم 29,41٪ من الأوراق المتداولة بالبورصة أي 2 688 859 ورقة ماليّة من جملة 9 143 172 ورقة ماليّة متداولة بالبورصة ، في حين تولت جمعية وسطاء البورصة بصفة وقتية وتحت إشراف بورصة الأوراق المالية بتونس، معالجة تسليم ودفع البقية.

وفيما يتعلّق بعمليات دفع الأموال، بلغت نسبة الأموال المدفوعة عن طريق شركة الإيداع والمقاصة والتسوية ، 49,99٪ من مجموع الأموال المترتبة عن عمليات التداول بالبورصة سنة 1996. وقد تراوحت هذه النسبة خلال السنة بين 30 و 76٪.

كما مكّنت شركة الإيداع والمقاصة والتسوية من تأمين خدمات ماليّة لفائدة حاملي الأوراق الماليّة بمناسبة العمليات الماليّة المنجزة من قبل الشركات المصدرة للأوراق الماليّة، من ذلك توريح المراسح وممارسة حقوق الإكتتاب والإسناد عند الترفيع في رأس المال

وساربخ تقديم هذا التقرير توصلت شركة الإيداع والمقاصة والتسوية إلى التعهد بكل أوراق الشركات المدرجة بالبورصة وأوراق شركتين تابعتين للسوق الموازية وبذلك فقد توفرت للعمليات المنجزة بالبورصة كل متطلبات الأمن والسلامة والشفافية وسرعة الإيجار كما أصبح بإمكان الساحة الماليّة التوسية التعامل من خلال شبكة معلوماتية مدمجة بفضل أنظمة التداول والتسوية والتقاص الإلكترونيّة المعتمدة من طرف البورصة وشركة الإيداع والمقاصة والتسوية

#### جدول إحصائي لنشاط شركة الإيداع والمقاصة والتسوية خلال سنة 1996 \*

النسبة	إجمالي السوق	العمليات المنجزة عبر شركة الإيداع والمقاصة والتسوية	البيان
/ 70,79	22 274	15 768	العقود
/ 29,41	9 143 172	2 688 859	الأوراق الماليّة
/ 49,99	180 030 106	89 995 513	الأموال (بالدينار)

\* المصدر شركة الإيداع والمقاصة والتسوية

### III - نشاط شركات الإستثمار :

إلى نهاية سنة 1996، بلغ العدد الحملي لشركات الإستثمار المصادق عليها 129 شركة مقابل 115 شركة في السنة الماصية، وتتوزع هذه الشركات كالاتي

- 86 شركة استثمار ذات رأس مال قارّ SICAF، تنشط برأس مال جملي يقدر بـ 513 مليون دينار

- 9 شركات استثمار ذات رأس مال تنمية SICAR تنشط برأس مال جملي قدره 107 مليون ديناراً.

- 15 شركة استثمار ذات رأس مال متغير SICAV تنشط بأصول صافية جمليّة قدرها 521 مليون ديناراً.

- 19 شركة استثمار أخرى لم تدخل بعد حيز النشاط الفعلي.

وتجدر الإشارة إلى أنّه على إثر صدور القانون عدد 87 لسنة 1995 والمؤرخ في 30 أكتوبر 1995 المنقح والمتم للقانون عدد 92 لسنة 1988 المؤرخ في 2 أوت 1988 المتعلق بشركات الإستثمار، وقعت إضافة صنف جديد لشركات الإستثمار وهو صنف شركات الإستثمار ذات رأس مال تنمية SICAR . ويهدف إحداث هذه الشركات أساساً إلى تمكينها من المشاركة لحسابها الخاص ولفائدة الغير، في تدعيم الأموال الذاتية للشركات التابعة للباعثين الجدد، والشركات المنتصبة في مناطق التنمية الجهويّة، والشركات المعنيّة ببرامج التّأهيل والشركات التي تمر بصعوبات اقتصادية أو التي تحظى بإجراءات التسوية الرضائية والمؤسسات التي تقوم بالإستثمار في مجالات تطوير التكنولوجيا والتحكّم فيها أو الإبتكارات في جميع المجالات الإقتصادية.

واعتباراً لكون هذه الشركات تمثل أداة لدفع المشاريع وتنميتها، فقد ألزمها المشرع بإبرام اتفاقات مع باعثي المؤسسات التي تمولّها بغاية استرداد مساهمتها بعد بلوغ المشروع مرحلة النضج حتّى تتمكّن بذلك من إستعادة مواردها المالية للمساهمة في مشاريع جديدة.



ومن جهة أخرى، وبحثا عن النجاعة في إدارة الإمتيازات الحثائية، جاء القانون عدد 88 لسنة 1995 والمؤرخ في 30 أكتوبر 1995 المتعلق بالنظام الضريبي الخاص بشركات الإستثمار ليضع إطارا عاما جديدا للإمتيازات الممنوحة لشركات الإستثمار والأموال الموظفة فيها ويجدر أن يذكر في هذا المجال حاصّة، بأنّ الإعفاءات الضريبية المقررة سابقا لعائده المساهم في شركات الإستثمار ذات رأس المال القارّ التي لم تعد مجبرة على النقذ بنسب استعمال محددة لمواردها، قد وقع إلغاؤها وتحويلها لفائدة شركات الإستثمار ذات رأس مال تنمية، وقد نتج عن هذا التشريع الجديد تحول عدد من شركات الإستثمار ذات رأس المال القارّ الى شركات ذات رأس مال تنمية خلال سنتي 1995 و 1996

وفيما يعلو بشركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير وهي التي تعد الشكل الأنسب لمؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية لفائدة صغار المدخرين فإنّ الـ 15 شركة استثمرت ذات رأس المال المتغير المتواجدة في السوق بتاريخ 31 ديسمبر 1996، تتوزع إلى 4 شركات استثمار رقاعية و 11 شركة استثمار ذات محافظ مختلطة

فخصوص شركات الإستثمار الرقاعية، فقد كان مردودها مرصيا إذ سجّلت قيمة الأصول الصافية لهذه الشركات تطورا بنسبة 59/ حيث مرّت من 200 مليون دينار بتاريخ 31 ديسمبر 1995 الى 318 مليون دينار في 31 ديسمبر 1996 في حين تراوح معدّل نسبة المردود السنوي من شركة إلى أخرى ما بين 6,66/ و 7,31/ ويعود تقارب معدّلات هذه النسب، أساسا، إلى تقارب نسبة فوائد الرقاع وتشابه مميزات مختلف القروض الرقاعية التي يقع إصدارها بالسوق المالية

أما فيما يتعلق بشركات الإستثمار ذات رأس المال المتغيّر المختلطة فإنّها سجّلت تراجعاً هاماً في قيمة الأصول الصافية التي تديرها، بلغ 51,90٪، إذ نزلت من 422 مليون ديناراً في 31 ديسمبر 1995 إلى 203 مليون ديناراً في 31 ديسمبر 1996. وعلى مستوى المردود فإنّ النتائج اختلفت من شركة إلى أخرى متراوحة بين نسبة سلبية تقدّر بـ 15,26٪ ونسبة 6,39٪ ويعود هذا التباين في نسب المردودية أساساً إلى تركيبة محفظة الأوراق الماليّة التي تديرها كلّ شركة من هذه الشركات، إذ أنّ النتائج المسجّلة على مستوى نشاط شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغيّر المختلطة، خلال سنة 1996، هي انعكاس مباشر للوضع الصعب نسبياً الذي مرّت به البورصة في هذه الفترة.

إلا أنّ عمليات المطالبة بترجيح الأموال من طرف المساهمين لدى شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغيّر المختلطة بصفة مكثفة نسبياً، لم ينتج عنه في الواقع خروج هذه الأموال عن دائرة شركات الإستثمار إذ أنّ الـ 219 مليون ديناراً التي وقع ترجيعها قد توجّهت نحو شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغيّر الرقاعيّة بنسبة 118 مليون ديناراً. وبالتالي فإنّ المبلغ الصافي الذي خرج عن دائرة شركات الإستثمار لا يتجاوز 101 مليون ديناراً. وهكذا فإنّ المبلغ الجملي لمجموع أصول شركات الإستثمار قد تراجع بنسبة 16,24٪ إذ تقلّصت قيمتها من 622 مليون ديناراً إلى 521 مليون ديناراً.

جدول مقارنة لشركات الإستثمار .

(رأس المال بملايين الدنانير)

1996-12-31	1995-12-31	الشركات التي دخلت مرحلة النشاط الفعلي
		شركات الإستثمار ذات رأس المال القارّ SICAF
482	516	- رأس المال
86	92	- العدد
		شركات الإستثمار ذات رأس مال تنمية SICAR
48	-	- رأس المال
9	-	- العدد
		شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير
		- الرقاعة
318	200	الاصول
4	4	: العدد
		- المحتلطة
203	422	: الاصول
11	11	: العدد
		- مجموعها
521	622	: الاصول
15	15	العدد
		المجموع الجملي
1051	1138	- رأس المال
1101	107	- العدد

يوجد 19 شركة إستثمار من كل الأصناف حصلت على التراخيص اللازمة ولكنها لم تدخل بعد مرحلة النشاط الفعلي

الجزء الثالث

نشاط هيئة السوق المالية خلال سنة 1996

## I - تركيز الهياكل الادارية لهيئة السوق المالية

لم ينع بصيب هيئة السوق المالية التي يعود إنشاؤها إلى القانون عدد 117 لسنة 1994 إلا في 18 نوفمبر 1995 وذلك إثر صدور أمر تعيين أعضائها في 9 أكتوبر 1995 وأمر تعيين رئيسها بتاريخ 10 نوفمبر 1995 وبعد فترة انتقالية امتدت إلى 31 ديسمبر 1995 تمّ خلالها إحالة ذمة المؤسسة العمومية التي كانت تدير بورصة الأوراق المالية إلى هيئة الرقابة الجديدة، شرعت هذه الهيئة في أعمالها بصفة فعلية ابتداء من غرة جانفي 1996 وخلال هذه السنة وإلى جانب القيام بالمهام الموكولة إليها بمقتضى قانون 1994، شرعت هيئة السوق المالية في تركيز هياكلها الادارية والفنية وفي مساعدة الساحة المالية التوسية على التأقلم تدريجيا مع المحيط الجديد

فعلى المستوى الاداري والمالي، تجدر الإشارة إلى أن هيئة السوق المالية قد أنشئت على إثر حل بورصة الأوراق المالية سابقا وإحالة ذمتها أصولا والتزامات وأعوانا إلى الهيئة وإن كان هؤلاء الأعوان يتمتعون بتقافة وبخبرة في ميدان سوق الأوراق المالية تسمح لهم بإدارة وتسيير بورصة للأوراق المالية، فإن المهام الجديدة التي عهدت إليهم في ظل هيئة للمراقبة تستدعي ظرفا زمنيا كافيا لإعادة رسكلتهم وتأقلمهم مع الوظائف الجديدة، كما يحتاج هؤلاء الأعوان إلى التعزيز بخبرات جديدة في مختلف الاختصاصات المرتبطة بمهام هيئة المراقبة

وقد حظي قطاع السوق المالية بعناية خاصة من لدن سيادة رئيس الجمهورية الذي استقبل رئيس هيئة السوق المالية وترأس مجلسين وزاريين مضيّقين خلال سنة 1996 خصصا لتدارس شؤون السوق المالية، وأعطى سيادته تعليماته لتمكين هيئة السوق المالية من كل الوسائل اللازمة لتعزيز مواردها البشيرية والمادية وتمكّنت بذلك هيئة السوق المالية من تنفيذ برنامج واسع لرسكلة أعوانها و تعزيزهم بإطارات جديدة

وفي هذا الإطار، فقد تمّ بالإشتراك مع الوكالة الكندية للتنمية الدولية وفي إطار اتفاق التعاون دي التمويل المشترك المبرم بين تونس وكندا إعداد برنامج يمتد على سنتين لتكوين إطارات الهيئة على عين المكان عن طريق خبراء كنديين في شكل مساعدة فنية وعن طريق ترجمات في الحارج في الوسط المهني

وعلى مستوى آخر، تم إبرام اتفاق مماثل مع لجنة عمليات البورصة الفرنسية لتكوين الاطارات خاصة في ميدان مراقبة السوق، وهو برنامج ممول من طرف هيئة السوق المالية والصدوق الفرنسي لمساعدة مؤسسات القطاع الخاص<sup>(4)</sup>

كما تميزت سنة 1996 بتجميع مختلف مصالح الهيئة التي كانت مشتتة على ثلاثة أماكن مختلفة صلب مقر جديد يستجيب إلى ضروريات السلامة والنجاعة وإلى المستلزمات التقنية في ميدان الاتصال واستعمال الوسائل الاعلامية والالكترونية وقد تزامن الإنتقال إلى المقر الجديد مع تركيز التنظيم الاداري الجديد لمصالح الهيئة

## II - الأعمال الترتيبية :

أوكل القابون عدد 117 لسنة 1994 إلى هيئة السوق الماليه سلطة اتحاذ التراتيب في الميادين التي تدحل في مجال اختصاصها وإمكاسه المساركة في إعداد النصوص الترتيبية التي تتخدها السلط الأخرى

وقد تمكنت هيئة السوق المالية ، خلال سنة 1996 من إعداد النصوص الترتيبية الأكثر تأكدا ومن المشاركة في إعداد نصوص أخرى داب علاقة بالسوق المالية وقد صدر البعض من هذه النصوص خلال سنة 1996 والحرء الأول من سنة 1997 في انتظار صدور بقية حلال الأسهر القادمة

## 1) الترتيب العام لبورصة الأوراق المالية بتونس :

تمحورت الأعمال الترتيبية لهيئة السوق المالية خلال سنة 1996 ، حول إعداد الترتيب العام للبورصة المشار إليه بالفصل 29 من القانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994 ، وقد تحصل هذا الترتيب العام على تأشيرة وزير المالية ونشر بالرائد الرسمي للجمهورية التونسية بتاريخ 13 فيفري 1997. وقد حظي هذا الترتيب باستشارة موسعة لكل المتدخلين في السوق وبمساعدة فنية من طرف خبراء شركة البورصات الفرنسية.

ويحتوي الترتيب العام للبورصة على 219 فصلا مبنوّة إلى 8 عناوين . وقد تمحورت أهم الخصوصيات التي جاء بها هذا الترتيب العام حول المسائل التالية :

### 1-1 تنظيم الأسواق :

لقد خصص الترتيب العام للبورصة سوقين لتداول الاسهم : السوق الأولى والسوق الثانية . وتمثل السوق الثانية مرحلة انتقالية للشركات الصغرى ومتوسطة الحجم وذلك قصد تمكينها قبل الارتقاء بها إلى السوق الأولى من فتح رأس مالها للعموم ومن احترام المعايير الواجب اتباعها في ميدان الافصاح المالي . وإثر هذه المرحلة التجريبية التي تدوم ثلاث سنوات تعيد البورصة النظر في إدراج الشركة بالإعتماد على النتائج التي حققتها أثناء تلك الفترة، وعلى ضوء النتائج المحققة يتقرر إما ترقيتها إلى السوق الأولى وإما تمكينها من فترة تجريبية ثانية أو شطبها من جدول الشركات المدرجة وتحويلها إلى سوق الشركات غير المدرجة إن لم تستجب لشروط الانفتاح والشفافية المطلوبة.

أما بالنسبة للرقاع التي يُصدرها القطاع العام والشركات الخاصة ، فقد خصص لها الترتيب العام سوقا رقاعية لا تدرج بها سوى الرقاع التي تكون موزعة على عدد أدنى من الحاملين أو تلك التي يتمّ بثائها توقيع عقد لضمان التداول مبرم بين المؤسسة المصدرة والوسيط المرخص له في صناعة السوق

## 1-2 شروط إدراج الشركات وشروط بقائها بقوائم الإدراج

لم تعد شروط إدراج الشركات بمختلف أسواق البورصة وشروط بقائها بقوائم الإدراج تستند إلى قواعد شكلية كتلك المتعلقة بحجم رأس المال أو بأقدمية الشركة وإنما أصبحت تركز على مدى تنظيم هذه الشركات ومدى شفافية إفصاحها المالي ومدى توزيع أوراقها المالية على العموم ومن شأن هذه الشروط أن تضمن تداول مستمرا على أسهم هذه الشركات

أمّا فيما يخص إجراءات قيد الأوراق المالية للتداول ونظرا للطابع المغلق والعائلي الذي يميز الشركات التونسية ، فقد أدخل الترتيب العام للبورصة، إلى جانب إجراء القيد المباشر للشركة في أحد أسواق البورصة، كلا من إجراء البيع بالسعر الأدنى وإجراء العرض العمومي للبيع الدين من شأنهما إحداث توزيع أكبر لرأس مال الشركات بين العموم أثناء عملية القيد بأحد الأسواق

## 1-3 سير السوق :

لقد أوكل الترتيب العام إلى بورصة الأوراق المالية بتونس في إطار مهمة تسيير السوق وتطبيقا لمبدأ المراقبة الذاتية، اختيار طريقة التداول التي تراها صالحة واختيار جهاز التداول سواء بالاستعانة بالحاسوب أو بدونه



وحسبما للتصنيف القانوني الجديد للشركات التونسية بين شركات للمساهمة العامة وشركات للمساهمة الخصوصية، تقرّر في مستوى الترتيب العام للبورصة مبدأ التداول التفاضلي بالنسبة للصف الأول من الشركات، أما الصف الثاني فقد حصّ بإجراء التسجيل خارج الأسواق

#### 1-4 سلامة العمليات :

على عكس بعض الأسواق الأخرى التي تكون محكومة بالأسعار تعد بورصة تونس سوقا محكومة بالأوامر حيث يتولى التداول الآلي، إثر إدخال كل الأوامر في الموزع الآلي من طرف الوسطاء، إتمام الصفقات بين أفضل أوامر البيع وأفضل أوامر الشراء، كلما أمكن ذلك ودون أن يتعرف، أثناء قيام السوق، لا الوسيط النائع ولا الوسيط المشتري على الطرف الذي يتعاقد معه وبهذا فإنه لا يمكن لوسيط البورصة، بائعا كان أو مستتريا، أن يختار الطرف المتعاقد معه وبالتالي فإنه لا يسعه تحمل مخاطر فرصية عجز الطرف المقابل عن دفع الأموال أو تسليم الأوراق المالية موضوع العقد

لذلك ولتوفير كل شروط السلامة اللازمة للعمليات المنجزة بالبورصة تقرر إنشاء صندوق ضمان عمليات السوق الذي يساهم كل الوسطاء بالبورصة في تمويله ويتدخل هذا الصندوق لتغطية عجز الوسيط عن الوفاء بالدفع أو التسليم بالنسبة لعمليات التداول في السوق ويمكن للصندوق الرجوع لاحقا على الوسيط العاجز عن الوفاء بالتزاماته وقد انطلق العمل بهذا الصندوق مع انطلاق التداول الآلي ببورصة الأوراق المالية بتونس في شهر أكتوبر من سنة 1996

## 5-1 القواعد المتعلقة بأصول المهنة :

تطبيقاً لمبدأ حياد المؤسسة المشرفة على إدارة السوق والأعوان الخاصين لسلطتها تجاه السوق، جاء الترتيب العام للبورصة ببعض القواعد المتصلة بأصول المهنة بالنسبة للعاملين بالبورصة حتى لا يتسبب لهم تحقيق عمليات بالبورصة في ظروف تختلف عن تلك التي يتمتع بها بقية المتعاملين في السوق بحكم توفرهم على معلومات سرية تحكّمهم في سير السوق

## 2) قرار وزير المالية المتعلق بضبط نسب وصيغ استخلاص المعاليم والعمولات الراجعة لهيئة السوق المالية وبورصة الأوراق المالية بتونس :

تمّ تشريك هيئة السوق المالية في إعداد هذا القرار الذي صدر في مارس 1996 وقد حرص هذا القرار على إبقاء المعاليم والعمولات الموظفة على المؤسسات المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين في مستوى ما كانت عليه قبل الإصلاحات المدخلة سنة 1994 وذلك بالرغم من تفرع المؤسسة المشرفة على السوق المالية إلى ثلاث مؤسسات وهي هيئة السوق المالية، وبورصة الأوراق المالية بتونس، وشركة الايداع والمقاصة والتسوية، وذلك قصد تجنب إثقال كاهل المستثمرين في الأوراق المالية بنفقات جديدة من ناحية وقصد تشجيع الشركات المصدرة على فتح رأس مالها للعموم من ناحية أخرى

وقد أقرت العمولات والمعاليم التي جاء بها هذا القرار، بالنظر إلى التصنيف الجديد الذي أدخله قانون 1994 على الشركات التوسية كشرركات للمساهمة العامة وشركات للمساهمة الحصوصة وبذلك فإن أهم العمولات قد أقرت على العمليات الواقعة على أسهم شركات المساهمة العامة التي تحظى بالحماية وتتمتع بمرايا السوق أما

بالنسبة للعمليات المتعلقة بشركات المساهمة الخصوصية والخاضعة لمجرد التسجيل بالبورصة، فقد وقع إعفاؤها كليا من بعض المعاليم وإخضاعها إلى معاليم ضئيلة فيما يتعلق بالتسجيل بالبورصة

### (3) النظام الأساسي لبورصة الأوراق المالية بتونس :

لقد أوجب قانون 1994 إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس في شكل شركة خفية الإسم خاضعة لأحكام المجلة التجارية وأحكام القانون عدد 117 لسنة 1994، وأوجب القانون أن تتم المصادقة على نظامها الأساسي من طرف وزير المالية بعد أخذ رأي هيئة السوق المالية . وفي هذا الإطار، تقدمت الهيئة برأيها إلى وزير المالية ، حول مشروع النظام الأساسي للبورصة متوخية في ذلك ضرورة أن يبرز النظام الأساسي للبورصة الصبغة غير التجارية للشركة التي عهدت إليها مهمة ذات نفع عام وهو ما يتحتم معه استثناءؤها من قواعد القانون العام كلما دعت الحاجة إلى ذلك.

### (4) مراجعة التشريع الخاص بالاستثمارات الأجنبية في تونس

حظيت هيئة السوق المالية بشرف المشاركة في إعداد الأمر عدد 385 لسنة 1997 المؤرخ في 14 فيفري 1997 وذلك إثر قرار سيادة رئيس الجمهورية بإعفاء المساهمات الأجنبية في رأس مال الشركات التونسية من الترخيص ما لم تتجاوز هذه المساهمات نسبة الـ 50 % .

وقد مكن هذا التشريع الجديد الذي لقي استحسانا وارتياحا من طرف أوساط المستثمرين الأجانب، من تكثيف المعاملات الواقعة من طرف الأجانب في بورصة تونس خاصة منها المعاملات الراجعة إلى صناديق الاستثمار .

## 5) النظام الأساسي لوسطاء البورصة والتراتب الخاصة بالمساهمة العامة وبمؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية.

شرعت هيئة السوق المالية خلال سنة 1996 ، بمساعدة فنية كندية في إطار اتفاقية التعاون المبرمة مع الوكالة الكندية للتنمية الدولية، في إعداد النصوص المتعلقة بالمساهمة العامة وبمؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية التي تتخذها الهيئة في شكل تراتيب، وفي إعداد مشروع الأمر المتعلق بالنظام الأساسي لوسطاء البورصة ويتوقع أن تصدر هذه التراتيب التي بلغت شوطا متقدما من الإعداد خلال سنة 1997

### III - حماية الادخار الموظف عن طريق المساهمة العامة

تتجلى مهمة حماية الادخار الموكولة إلى هيئة السوق المالية أساسا في مراقبة المعلومات المالية وطرق إفصاحها من طرف المصدرين للأوراق المالية وعمليات العروض العمومية الإجبارية وإجراءات ضمان السعر بالبورصة وفي مراقبة السوق وفي دراسة واتخاذ القرار فيما يخص الشكاوى الواردة على هيئة السوق المالية من طرف المدحرين

#### 1 - مراقبة الإفصاح المالي :

يجدر التذكير في هذا المجال ، بالأهمية القصوى التي يكتسبها الإفصاح المالي بالنسبة للمستثمر في الأوراق المالية إذ يمكنه من اتخاذ قرار الاستثمار ويحميه من مخاطر السوق ولذلك فإنه يجب أن تتوفر للمستثمر المعلومة المالية التي تتميز بالجودة الكافية من حيث الشمولية والشفافية والسرعة، سواء عند اتخاذ قرار

الاستثمار (الإكتساب الأولى أو الاقضاء) ، أو أثناء طول مدة حيازة الأوراق الماليّة  
(الافصاح الماليّ الموصل والمنظم) أو بمناسبة حصول أي حدث ذي بال في الشركة  
(بغير النفود داخل الشركة بالنسبة الأعلى)

لذلك أوجب المشرّع البوسنيّ على شركات المساهمة العامة إصدار نشرة ترمي إلى مدّ  
العموم بمعلومات حول الشركة ، بمناسبة عمليات إصدار الأوراق الماليّة وإدراجها  
بالبورصة وبمناسبه عمليات العروض العمومية بكل أنواعها

كما أوجب القانون على هذه الشركات نشر قوائمها الماليّة السنوية مصحوبة بقرار  
مراقبي الحسابات أما الشركات المدرجة بالبورصة فقد ألزمها القانون عدد 117 لسنة  
1994 بإدائه على كل هذه الواجبات، بنشر قوائمها الماليّة نصف السنوية مصحوبة  
برأي مراقبي الحسابات حول تلك النتائج الوقتيّة

ومن ناحية أخرى وحال حصول حدث من شأنه أن يؤثر على سعر الورقة الماليّة  
الموطّعة عن طريق المساهمة العامه، أوجب المشرّع على الشركات المصدرة نشر بلاغات  
صحيفة في العرض

## 1-1 تأشيرات هيئة السوق الماليّة

أعطت هيئة السوق الماليّة، خلال سنة 1996 ، تأشيرتها لـ 39 عملية تنقسم كالآتي

- عسرون عمله إصدار لأسهم حديده،
- 15 عمله إصدار لفروض رقاعة ،
- ثلاثة عروض عمومية للبيع مشفوعة بإدراج الشركات المعنية بالبورصة
- عمله واحد للإدراج بالبورصة والقيود للتداول بالسوق حسب الإجراء العادي

## أ - عمليات الإصدار وعمليات العروض العمومية لبيع الأسهم :

شملت عمليات الإصدار الواقعة خلال سنة 1996، أربعة شركات مدرجة بالبورصة، و16 شركة مساهمة عامة غير مدرجة بالبورصة، منها أربع شركات استثمار

وبما أن نموذج نشرة الإصدار المنصوص عليه بالفصل 2 من القانون عدد 117 لسنة 1994 لم ينجز بعد والذي سيتم إعداده في إطار التيسير الخاص بالمساهمة العامة، فقد اعتمدت مصالح الهيئة مؤقتاً في دراسة مشاريع النشرات المحالة على أنظارها من طرف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، على نموذج النشرة الذي كان معمولاً به من طرف بورصة الأوراق المالية منذ سنة 1990 بعد إدخال بعض التحويلات الضرورية عليه مع الحرص على أن تكون المعلومات الموصوغة على دمة العموم متصفة بأكثر ما يمكن من الشمولية والمصادقية

وقد توخت هيئة السوق المالية، في هذه الفترة الإنتقالية تجاه بعض المصدرين للأوراق المالية الذين مازالوا يحجمون عن نشر المعلومات خاصة منها تلك المتعلقة بالمخاطر الحافة بالإستثمار والتي يتعين الإفصاح عنها بكل شفافية إلى المكتتبين، إلى إرساء حوار مع هؤلاء المصدرين وإلى إقناعهم وتوجيه التوصيات لهم وذلك بدل اللجوء إلى الردع والتأديب لكن هذا لم يمنع هيئة السوق المالية من حماية مصالح المدخرين كلما اقتضى الأمر ذلك، حيث رفضت الهيئة التأشير بالنسبة لعمليتي عرض عمومي للبيع، أحدهما لشركة تعمل في ميدان السياحة والآخر لشركة تنشط في ميدان تجارة التوزيع إذ عجز القائمان بالعرضين العموميين عن الإدلاء للهيئة بالعناصر والمعلومات المبررة لسعر البيع المقترح

ومتابعة لحماية المدخرين قامت هيئة السوق المالية، على إثر رفض البورصة لتداول عدد من حقوق الإكتتاب بعد مضي المدّة المخصصة للاكتتاب بصفة غير قابلة للتخفيض،

بمناسبة الترفيع في رأس مال أحد البنوك المدرج بالبورصة، بالتثبيت من مدى احترام شروط الترفيع في رأس المال الواردة بنشرة الاصدار. وقد مكنت التحقيقات التي فتحتها الهيئة لتحديد المسؤوليات، من إظهار بعض العيوب المتمثلة في التوزيع غير العادل للاكتتابات غير القابلة للتخفيض وفي عدم احترام مقتضيات التشريع المتعلق بإيداع الأوراق المالية. وقد أحيل تقرير التحقيق على أنظار مجلس الهيئة الذي اتخذ إزاء الأطراف المعنية الإجراءات اللازمة.

#### ب - عمليات إصدار القروض الرقاعية :

تمثل السوق الرقاعية في تونس، موضوعيا، المجال الأنسب لتطوير السوق المالية نظرا لما يميز البيئة المالية من حرص أصحاب الشركات التونسية للمحافظة على نفوذ مشط داخل الشركة ومن تشبث بأغلبية عالية في رأس المال من ناحية، ومن تعود المدخر التونسي على التوظيفات البنكية ذات الربح المضمون ومن تخوفه إزاء التوظيفات ذات المخاطرة المرتفعة من ناحية أخرى. لذلك كان من المنتظر أن تشكل السوق الرقاعية مرحلة انتقالية للتعامل بالأوراق المالية بالنسبة للمدخرين وللمصدرين على حد سواء في انتظار بروز سوق متطورة للأسهم، لاحقا. لكن على العكس من ذلك بقيت السوق الرقاعية التونسية دون المستوى المطلوب ولم تشهد النمو المنتظر رغم توفيرها حاليا لما يقارب 100 مليون دينار سنويا لفائدة الشركات التونسية. ولا تعدو القروض الرقاعية المصدرة حاليا من طرف الشركات الخاصة سوى أن تكون تعويضا عن التمويل البنكي في قالب قروض رقاعية شكلية مضمونة الخلاص من طرف الجهاز البنكي يتم اكتتابها من قبل عدد ضئيل من المستثمرين ( من 2 إلى 20 مكتتبا) وهو ما يضيف عليها صبغة "التوظيف الخاص" ويخرجها من دائرة المساهمة العامة.

كما أن القطاع العام (الدولة، البلديات، المجالس الجهوية والمؤسسات العمومية) ، إذا ما استثنينا إصدارات رفاع الخريزة القابلة للتداول بالبورصة ذات الحجم المحدود ، لا يلتجئ إلى تمويل مشاريعه عبر القروض الرقاعية

ونتيجة لكل هذا أصبحت السوق الرقاعية التونسية تشكو من انعدام وجود سوق ثانوية على مستوى البورصة

وفي انتظار إصلاح عميق للسوق الرقاعية في تونس، شرعت وزارة المالية خلال سنة 1996 بالتعاون مع هيئة السوق المالية، في إعداد دراسة ترمي إلى اعتماد الدولة للتمويل الرقاعي المستمر عن طريق رفاع الخزينة القابلة للتنظير

كما تجدر الإشارة إلى أن سنة 1996 قد شهدت إنشاء أول وكالة للتقييم وهي "المغربية للتصنيف" Maghreb Rating بمشاركة الشركة المالية العالمية وصندوق النقد العربي/وكالة "إبكا" IBCA الأوروبية للتقييم ومن شأن هذه الوكالة أن تفتح آفاقا جديدة أمام السوق الرقاعية إذ سوف تصبح الشركات التي تعتمزم إصدار قروض رقاعية عن طريق المساهمة العامة مطالبة بتقديم تقييم من الوكالة قبل الشروع في فتح الإكتتاب لدى العموم وهو التقييم الذي سوف يمكن المدخر من الترجيح بين مختلف الإصدارات الرقاعية بالإستناد إلى سمعة الشركة المصدرة والتقييم المتحصل عليه ونسبة الفائدة المقترحة وبالتالي فإن الشركات التي تعتمزم إصدار قروض رقاعية لم تعد مجبرة على تقديم ضمان بنكي، كما لم يعد بإمكانها إصدار تلك القروض لجرد أنها مدرجة بالبورصة

وتجدر الاشارة على مستوى المعلومات المنتشرة في نشرات إصدار القروض الرقاعية المقدمة خلال سنة 1996 ، إلى أن هذه المعلومات لم تكتس درجة عالية من الجودة إلا



أن هيئة السوق المالية أعطت تأشيرتها لهذه الاصدارات رغبة منها في عدم عرقلة ظهور سوق رقاعية، خاصة وأن مصالح المكتتبين في هذه الرقاع قد ثبتت حمايتها عن طريق الضمان البنكي لأول طلب المقدم من طرف المصدرين لفائدة المكتتبين في تلك الرقاع.

### ج - الإفصاح الدوري : نشر القوائم المالية

أوجب القانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994 على شركات المساهمة العامة إيداع أو إرسال نسخ من جدول الأعمال ومشروع اللوائح المقترحين من طرف مجلس الادارة للجلسة العامة العادية وكذلك القوائم المالية وتقرير مراقبي الحسابات إلى كل من هيئة السوق المالية وبورصة الأوراق المالية بتونس وذلك قبل المصادقة عليها من طرف الجلسة العامة . كما أوجب القانون على نفس هذه الشركات أن تودع لدى أو أن ترسل إلى هيئة السوق المالية وإلى البورصة بمجرد دعوة الجلسة العامة غير العادية للانعقاد جدول الأعمال ومشروع اللوائح والوثائق الموضوعة على ذمة المساهمين كمستندات لهذه اللوائح. وبغاية الحيلولة دون عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات بين المساهمين الذين شاركوا في مداولات الجلسات العامة وبقية العموم أوجب المشرع تبليغ اللوائح المعتمدة إلى الهيئة وإلى البورصة فور المصادقة عليها من طرف الجلسة العامة غير العادية.

كما أوجب القانون على شركات المساهمة العامة أن تودع لدى الهيئة ولدى البورصة في ظرف أربعة أيام من تاريخ انعقاد الجلسة العامة العادية القوائم المالية المصادق عليها من طرف تلك الجلسة العامة مصحوبة بتقرير مراقبي الحسابات. وأوجب نفس القانون أن تنشر تلك القوائم المالية على أعمدة صحيفة يومية صادرة بتونس العاصمة في أجل أقصاه شهر من تاريخ اعتمادها من طرف الجلسة العامة للمساهمين.

أما بالنسبة للشركات المدرجة بالبورصة فإنه يتحتم عليها، بالإضافة إلى هذه الواجبات، إعداد قوائم مالية ووقتية لكل سداسية تحت مسؤولية مجلس الإدارة ونشرها مصحوبة برأي مراقب الحسابات حول النتائج الوقتية

ولكن، ونظرا لما يتسم به القانون المصمّم للسوق المالية من تشعب خاصة فيما يتعلق بمفهوم المساهمة العامة والواجبات المترتبة عنه ونظرا لحدثة تنصيب هيئة السوق الماليّة، فإن الشركات التوسّية لم تتمكن في الا ان من إدراك كامل الإلتزامات ولا التبعات المرتبطة بها والواجب توفيرها للعموم وهيئة المراقبة

وتجدر الملاحظة أنه خلال سنة 1996، لم تتمكّن إلا 85 / من الشركات المدرجة بالبورصة من الإستجابة لواجب إرسال كل الوثائق اللارمة قانونا إلى الهيئة قبل النّام الجلسة العامه العادية أو غير العادية

أما فيما يخص واجب ايداع القوائم الماليّة واللوائح المصادق عليها من طرف الجلسة العامة العادية في طرف أربعة أيام من تاريخ انعقادها، فلم يقع احترامه إلا من طرف 30 / من الشركات المدرجة بالبورصة، في حين لم تستجب 41 / من هذه الشركات لذلك إلا أثناء الأسبوعين التاليين لانعقاد الجلسة العامة بينما لم تستجب بقيّة الشركات لهذه الإلتزامات إلا بعد مضي أكثر من أسبوعين

وفي خصوص واجب نشر القوائم الماليّة على أعمدة صحيفة يومية صادرة في تونس، فإنه نادرا ما وقع احترامه من طرف شركات المساهمة العامة خلال سنة 1996

وفيما يخص واجب إبلاغ الهيئة والبورصة بقائمة المساهمين وعدد حقوق الإقتراع الموجودة عند النّام كلّ جلسة عامّة لشركات المساهمة العامّة، فإن ستّ شركات فقط من بين هذه الشركات استجابت لهذا الواجب في الأجال القانونيّة بينما تمكنت 21 شركة أخرى وهي شركات مدرجة بالبورصة من الإستجابة لهذا الواجب ولو بعد الأجل

القانوني وبذلك لم تتخلف عن احترام هذا الواجب القانوني إلا ثلاث شركات من بين الشركات المدرجة بالبورصة

وفيما يخصّ القوائم الماليّة السداسيّة الواجب نشرها من طرف الشركات المدرجة ، فإنه تجدر الملاحظة أنّه خلال سنة 1996، لم تتمكن إلا 22 / فقط من هذه الشركات من نشر هذه القوائم في الأجل القانوني المحدد بشهر من نهاية السداسي في حين قامت 75 / منها بالنشر بعد مضي شهر من انتهاء السداسي، ولم تتخلف إلا شركة واحدة عن نشر قوائمها الماليّة السداسيّة وهي الشركة التوسية لصناعة الحليب بحكم أنها لم تتمكن من الحصول في الوقت المناسب من لدن مصالح وزارة التجارة عن مبلغ تعويض سعر مشتقات الحليب

أمام هذا الوضع المتميز بعدم إمام المؤسسات الإقتصادية التونسية بالقوانين المنظمة للسوق الماليّة، توخت هيئة السوق الماليّة طريق التحسيس والإرشاد عوضا عن الردع حيث يتمثل هدفها الأساسي في تحقيق احترام المقتضيات القانونيّة ولو بصفة تدريجيّة لذلك فقد حرصت الهيئة على جعل هذه الشركات تحترم واجباتها المتعلقة بالإفصاح المالي تجاه المدخرين عن طريق البلاغات الصحفيّة والرسائل والاتصالات المباشرة وكنتيجة لذلك فقد تحسن الوضع كما وكيفا ابتداء من الثلاثي الأخير لسنة 1996 وخاصة خلال النصف الأول من سنة 1997

#### د - الإفصاح المستمرّ : البلاغات الصحفيّة

إذا كان الإفصاح الدوري المتمثل في نشر القوائم الماليّة السويّة ونصف السنويّة والإفصاح المتعلّق بالعمليات الخاصّة مثل الإصدارات الجديدة والعروض العموميّة وإدراج الشركات بالبورصة وهي العمليات التي يجبر عنها توزيع نشرة إصدار، يكتسي أهميّة فائقة بالنسبة للمستثمر في الأوراق الماليّة، فإنّه مع ذلك يبقى غير كاف باعتبار طابعه المناسباتي وتباعده من حيث الزمن بالنسبة لحصول الحدت

وباعتبار ارتباط الإستثمار المالي بمجريات الأحداث الإقتصادية والمالية فإن المدخر في الأوراق المالية لا يقبل بترقب نشر البيانات في ميعادها حتى يطلع على النتائج المالية للأحداث التي جدت خلال الفترة التي سبقت حلول أجل نشر المعلومات فهو في حاجة لإفصاح مالي مستمر وبنسق يتماشى وسرعة الأحداث التي أصبح يتميز بها عالم اليوم خاصة في الميدان المالي

وفي هذا الصدد فقد وضع الفصل الرابع من القانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994 على كاهل شركات المساهمة العامة واجب الإفصاح بكل المعلومات والبيانات اللازمة لتداول أوراقها المالية بالبورصة وبطلب من هيئة السوق المالية يتعين على هذه الشركات نشر بلاغات صحفية تحتوي، زيادة عن المعلومات المنشورة، على كل التبرؤح الإصافية

وفي سنة 1996 فإن أغلب الشركات التونسية، حتى وإن لم تستجب لهذا الواجب بطريقة مرصنة لما تعرف به من عزوف عن الإفصاح، فإنه تجدر الإشارة إلى أن سلوكا جديدا أصبح يلوح في الأفق في هذا الميدان ويتمثل في صدور بلاغات وإعلانات عن الأحداث التقليدية التي تجدد داخل الشركات مثل الدعوة لانعقاد الجلسات العامة والإعلان عن توزيع المرباح وغير ذلك وبدرجة أقل عن الأحداث الأساسية الأخرى مثل الإعلان عن النتائج المالية المرتقبة، والتحويلات الحاصلة في هيكل رأس المال على إثر انتقال ملكية الأسهم بالبورصة والتصريح بالنوايا المتعلقة بالقيام بعمليات خاصة وقد تمّ تعميم كل هذه الإعلانات على العموم بواسطة النشرة الرسمية لهيئة السوق المالية

## 2 - العروض العمومية للسحب وإجراءات ضمان السعر بالبورصة :

إذا كانت العمليات الخاصة مثل العروض العمومية للشراء والعروض العمومية للبيع والعروض العمومية للسحب تمثل بالنسبة لمقيميها عمليات لإعادة هيكلة رأس المال لبلوغ أهداف وتحقيق مصالح تخصصهم ، فإنّ المشرع التونسي قد تعامل مع هذه العمليات من منظور وأنها يمكن أن تضع مصالح صغار المساهمين في خطر. ولذلك فإنّه تولى وضع الإطار القانوني الخاصّ بها لتمكين هؤلاء من الدفاع عن أنفسهم وذلك إمّا بجعل هذه العمليات إجباريّة في بعض الحالات وإمّا بالتنصيص على صيغ معيّنة لإنجازها وإمّا بجبر القائمين بها بفتح باب الخروج أمام صغار المساهمين عن طريق إجراء ضمان السعر بالبورصة لمدة معيّنة بنفس المقاييس التي اعتمدها لتحديد سعر شراء كتلة النفوذ.

وفي هذا الإتّجاه فقد أحدث كلّ من القانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرّخ في 14 نوفمبر 1994 والترتيب العام للبورصة الذي يمثل نصّه التطبيقي، العروض العمومية الإجباريّة للشراء التي يتحتّم على المساهم أو مجموعة المساهمين الذي يتوصّلون بمفردهم أو بالتحالف إلى اكتساب الأغلبية، وذلك لتمكين بقيّة المساهمين من فرصة الإختيار بين مواصلة بقائهم بالشركة بعدم الإستجابة للعرض العمومي للشراء، متحملين بذلك مسؤولياتهم عن وعي، وبين تقديم أسهمهم للعرض العمومي للخروج من الشركة، إذا ما فضلوا ذلك.

أمّا صغار المساهمين أي الذين يملكون أقل من 5٪ من رأس المال، فإن هيئة السوق الماليّة يمكن أن تأمر بشأنهم مقتني الأغلبية بأن يفتح إجراء ضمان السعر بالبورصة لمدة معيّنة يلتزم خلالها بإصدار بلاغات لفائدة هؤلاء لكي يعرضوا أسهمهم بالبورصة. ويكون مقتني الأغلبية في هذه الحالة ملزما بشراء كلّ الكميات التي يتمّ عرضها في السوق خلال الأجل بالسعر الذي دفعه لشراء الكتلة التي مكّنته من اكتساب الأغلبية.

وفي نفس الإتجاه وإذا ما تحوّلت درجة الأغلبية إلى مراقبة كلية للشركة أي وصلت إلى حدود 95/ من حقوق الإقتراع فإن التشريع فتح الباب أمام صغار المساهمين ليجبروا مكسب الأغلبية على إقامة عرض عمومي للسحب ليتمكنهم من فرصة الخروج من الشركة إلا إذا رأوا عكس ذلك

كما يسمح نفس التشريع للمساهم الرئيسي للشركة الذي يتوصّل إلى اكتساب 95/ من حقوق الإقتراع في شركة مساهمة عامّة بالقيام بعرض عمومي للسحب يرمي من ورائه إلى إعادة تصنيف الشركة كشركة مساهمة خصوصية بعد تقديم التعويضات إلى صغار المساهمين

وإذا لم تشهد سنة 1996 قيام عروض عمومية إجبارية للشراء فإنها قد شهدت عرضاً عمومياً للسحب تشمل أسهم الشركة التونسية للّف المعدني STUMETAL التي رغب المساهم الرئيسي فيها أن يسحب من السوق عدد حقوق الإقتراع التي ليست بحوزته والتي لا تتجاوز نسبة 0,002 / من رأس المال حتّى يتمكن من إعادة تصنيف الشركة كشركة مساهمة خصوصية

كما شهدت سنة 1996 المجموعة التي تمكنت من شراء كتلة النفوذ في شركة 'باطا' تلزم بتطبيق إجراء صمان السعر بالبورصة بأمر من هيئة السوق المالية. وعلى إثر هذا الإجراء أصبحت نفس المجموعة تملك أكثر من 95 / من حقوق الإقتراع في الشركة وهو ما حدا بها إلى إقامة عرض عمومي للسحب تمّ إنجازه خلال السداسية الأولى من سنة

1997

### 3 - مراقبة السوق

إنّ من أبرز المهام الموكولة لهيئة السوق المالية مهمة مراقبة السوق بمختلف مكوناته حتى يحافظ على مصداقيته وتتم وقايته من التلاعب بالأسعار ومن الغش.

وقد حظي هذا النشاط خلال السنة الأولى من قيام هيئة السوق المالية بالإهتمام الأول إذا ما استثنينا النشاط الترتيبي الذي وجهت له عناية خاصة نظرا لعدم صدور النصوص التطبيقية لقانون 1994 في إبانها أي في الفترة الفاصلة بين تاريخ صدور القانون وتاريخ تنصيب الهيئة. وتفسر الأولوية التي أعطيت لخطة مراقبة السوق بالأخطار التي كانت تهدد السوق المالية التونسية على إثر ظهور عقليّة مضاربية وممارسات مشبوهة من طرف بعض المتعاملين خلال الفترة التي امتدت من سنة 1993 إلى سنة 1995 في غياب مؤسسة لمراقبة السوق.

وقد تمثل نشاط مراقبة السوق خلال سنة 1996 في متابعة يومية لقاعة التداول بالبورصة عن طريق مراقبين تابعين للهيئة وفي القيام بتفقد شامل لكافة وسطاء البورصة وبتفقد على بعض شركات المساهمة العامة كلما كان ذلك ممكنا.

وقد مكنت مراقبة التداول بالبورصة خلال التسعة أشهر الأولى من السنة وهي الفترة التي كان فيها التداول يدويا من المساهمة بنسبة كبيرة في تنقية الوضع والحد من الممارسات غير الشرعية وذلك رغم حداثة عهد أعوان الهيئة بهذا النشاط وافتقارهم للخبرة الكافية وإجراءات التدخل.

وفي هذا الصدد فإنه تجدر الإشارة إلى أن تراجع حجم التداول بالبورصة سنة 1996 لا يمكن أن يفسر فقط بتعديل الأسعار نحو الإنخفاض، بل أيضا بسبب تنقية السوق من العمليات الوهمية التي كانت تُجرى به خلال السنة السابقة والتي رفّعت من حجم التداول فيه إلى مستوى صوري أعلى من المستوى الطبيعي لنمو السوق.

وبحلول التداول الآلي، ورغم ما سمح به من شفافية ومعرفة للعمق الحقيقي للسوق، فإنه عقّد مهمة هيئة السوق المالية التي أصبح من الصعب عليها القيام بمهمة مراقبة التداول بدقة إذا لم تعتمد هي أيضا نظام المراقبة الإلكترونية ولذلك فقد أقدمت هيئة السوق المالية، بالتعاون مع لجنة عمليات البورصة الفرنسية، في إطار اتفاقيات التعاون الموقعة بين تونس وفرنسا، على استنباط نظام للمراقبة الإلكترونية ويشمل مشروع هذا النظام التجهيزات الإلكترونية لمعالجة المعلومات ومقاييس المراقبة وتكوين المراقبين والمحققين التابعين للهيئة في مادة الكشف عن المخالفات والتحقيق فيها وردع المخالفين

وفي خصوص تفقد وسطاء البورصة على عين المكان خلال سنة 1996، فإنه تجدر الإتيار إلى أنه كان شاملا ومكثفا وبذلك فإن كل الوسطاء قد خضعوا للتفقد العادي خلال السنة على الأقل مرة، وخضع البعض منهم إلى إعادة التفقد أكثر من مرة كلما دعت الحاجة إلى ذلك

وإذا كان التفقد الأول قد كشف عن عدة نقائص لدى الكثير منهم فيما يتعلق بمسك الدفاتر واحترام قواعد تسيير دور الوساطة بالبورصة ومعالجة أوامر الحرفاء ومتابعة حساباتهم التي يديرها الوسطاء بمقتضى توكيل، فإن التفقد الثاني قد مكن من معاينة تحسن ملحوظ على هذه المستويات على إثر التوصيات والتعليمات التي وجهتها لهم الهيئة

أما فيما يتعلق بالمراقبة المجرأة على الشركات، فإن عمليات التفقد قد تمت خاصة في أعقاب عمليات الاصدارات الجديدة بعناية التثبت من أن الواجبات التي التزمت بها الشركات المصدرة في نشرة الاصدار المؤشر عليها من طرف هيئة السوق المالية، قد وقع احترامها وفي هذا المجال أيضا، فإنه تجدر الإشارة إلى أن أغلب الشركات



المصدرة لا تتوصل إلى تنفيذ كل التعهدات التي قطعتها على نفسها في نشرات الإصدار، معتبرة هذه الأخيرة مجرد شكلية قانونية تلجأ إليها للحصول على التمويل اللازم ولكن دون نية تمتيع المكتتبين بكل الإمتيازات المنصوص عليها بعقد الإصدار.

#### 4 - الشكاوى :

نص الفصل 34 من القانون عدد 117 لسنة 1994 على أنه يخول لهيئة السوق المالية تلقي العرائض والشكاوى الصادرة عن من يهمله الأمر والتي تدخل بحكم موضوعها ضمن صلاحيات الهيئة، التي تتخذ في شأنها القرارات اللازمة.

وتتولى هيئة السوق المالية، عند تلقي هذه الشكاوى ، القيام بالتحقيقات الضرورية بواسطة أعوانها الذين أدوا اليمين القانونية أمام رئيس المحكمة الابتدائية بتونس. ويمكن لأعوان الهيئة المؤهلين دخول المحلات المهنية والحصول على كل الوثائق مهما كان سندها، وحجز هذه الوثائق والسندات التي تبدو لهم مزورة ، كما يمكنهم استدعاء وسماع كل شخص قادر على إفادتهم بمعلومات لها صلة بمهامهم.

وخلال سنة 1996 تلقت هيئة السوق المالية 32 شكوى صدرت 25 منها عن صغار المساهمين . وقد رفعت هذه الشكاوى خاصة ضد وسطاء البورصة (28 على 32) وبصفة ثانوية ضد الشركات المصدرة (اثنتان) وبورصة الأوراق المالية بتونس (اثنتان).

وتعلقت الشكاوى المرفوعة ضد وسطاء البورصة أساسا باخلالهم بواجباتهم التعاقدية والمهنية بخصوص تنفيذ الأوامر بالبورصة وإدارة المحافظ بالتوكيل. ففيما يهم الشكاوى المرتبطة بأوامر البورصة وعددها 16، فإن المتظلمين أسسوا خاصة دعاويهم على عدم احترام إجراءات التنفيذ بالبورصة وعدم احترام قاعدة الأولوية كعدم احترام الشروط الواردة بالأوامر المسلمة أو عدم تنفيذها، وفي بعض الحالات، انجاز عمليات من طرف الوسطاء لفائدتهم دون أوامر مسبقة.

أما بخصوص الشكاوى المتعلقة بإدارة المحافظ بتوكيل، فإنها تعلقت أساساً، بتجاوز الوسطاء للتفويضات الممنوحة إليهم من خلال التوكيل كما شملت الشكاوى الموجهة ضد وسطاء البورصة التأخير الحاصل من طرفهم في دفع محصل البيوعات المنجزة بالبورصة إلى أصحابها، والتأخير الحاصل في رصد المربح التي يتولون قبضها باسمهم في الحسابات الخاصة بهم

أما الشكاوى التي رفعت ضد الشركات المصدرة فإنها تعلقت، بالخصوص، بعدم دفع مربيح آخر السنة أو بالتأخير الحاصل في دفع هذه المربيح وتعلقت الشكاوى المرفوعة ضد بورصة الأوراق المالية باحتجاج أصحابها على تولي هذه الأخيرة برمجة العمليات التي يقومون بها، ضمن العمليات التي تخضع للتداول، معتبرين أن الشركات التي يساهمون فيها شركات مساهمة خصوصية، وبالتالي فإن تطبيق إجراء التسجيل هو الأنسب قانوناً بالنسبة للمعاملات الواقعة على الأسهم التي تصدرها

وترتب عن كل هذه الشكاوى فتح تحقيقات تم خلالها سماع كل من الشاكي والمشتكى به كما تنقل محققو الهيئة على عين المكان للثبوت من صحة الإدعاءات والردود التي قدمت للتصدي لتلك الإدعاءات لتحديد المسؤوليات

وقد شهدت أغلب الشكاوى حلولا خلال سنة 1996 ولم تبق منها إلا ثلاثة تواصل التحقيق فيها إلى سنة 1997 وبالنسبة للشكايات التي وقع فضها خلال سنة 1996 وهي 29 فإن خمسة منها قد حطت لابعدام موضوعها أو لعدم تقديم الحجج اللازمة، بينما وقع سحب تماننة شكاوى من طرف أصحابها بعد التوصل إلى حلول رصائية بين الأطراف إثر تعهد الهيئة بالتحقيق في الموضوع أما البقية وعددها 16 فقد وقع إحالة ستة منها على أنظار مجلس الهيئة ووقع فضها إما بإدانة المخالفين وهو ما جعلهم يسوون الوصعة حسما قرره هيئة السوق المالية (8 حالات) وإما برفض الشكاوى لعدم وجاهتها (8 حالات)

## IV - النشاط التأديبي :

خلال سنة 1996 نظر مجلس هيئة السوق المالية المنتصب كمجلس تأديب في حادثة تعلقت بأحد الوسطاء بالبورصة وهي الحادثة التي تسببت فيها الشركة العامة للوساطة بالبورصة -جيسيك - GESIC

وتمثّل وقائع القضية في أنه بتاريخ 23 نوفمبر 1995 تولت شركة جيسيك كوسيط بالبورصة شراء 10100 سهما من أسهم شركة المساهمة والتنمية الصناعية والسياحية سبيديت SPDIT - بمبلغ قدره 600.112 ديناراً. وعند حلول أجل الدفع المعمول به في بورصة تونس وهو خمسة أيام عمل من تاريخ التداول لم تتمكن شركة جيسيك من خلاص الوسطاء البائعين الذين تعاملوا معها فاضطرت شركة الإيداع والمقاصة والتسوية إلى وضع حساباتها موضع تعليق كما قررت البورصة منع شركة جيسيك من الدخول إلى قاعة التداول إلى حين تسوية وضعيتها.

وعلى إثر هذه الحادثة شكلت هيئة السوق المالية لجنة تحقيق لإجراء الإستقصاءات اللازمة. وقد أفضت هذه الإستقصاءات إلى اكتشاف عدد من الممارسات غير الشرعية قامت بها شركة جيسيك وتمثلت خاصة في :

- عدم مسك شركة جيسيك لكشوف وسجلات الأوامر والعمليات التي توجب الترتيب مسكها.

- إقدام شركة جيسيك على شراء أوراق مالية بالبورصة دون أوامر مسبقة من الحرفاء، وهو ما ينجرّ عنه أن تلك الشراءات تصبح لفائدة شركة جيسيك وهي التي لا تملك ترخيصاً خاصاً في ذلك.

- شراء أوراق مالية بالبورصة دون التوفر على المبلغ الضروري لتسوية العملية وذلك خلافا لما جاءت به القوانين والتراتيب الجاري بها العمل

وفي تاريخ 22 فيفري 1996 قرّر مجلس هيئة السوق المالية دعوة شركة جيسيك للمثول أمام مجلس التأديب للاجابة عن المآخذ الموجهة إليها وكلف المجلس رئيس الهيئة بتقديم مطلب إلى رئيس المحكمة الابتدائية بتونس، عملا بالفصل 43 من القانون عدد 117 لسنة 1994، للحصول على إذن استعجالي في توقيف شركة جيسيك وقتيا عن النشاط وفي عقلة الأموال والقيم والسندات والحقوق الراجعة لها ولو بأيدي الغير

وبتاريخ 8 مارس 1996 أذن رئيس المحكمة الابتدائية بتونس استعجاليا بالتوقيف الوقتي لشركة جيسيك عن النشاط المهني

وفي 19 مارس 1996 انعقد مجلس التأديب واعتبر أن الممارسات المنسوبة إلى شركة جيسيك قد شكلت مخالفة للقوانين الجاري بها العمل وأحدثت أضرارا بالسير الطبيعي للسوق وبسلامة العمليات المجرأة بها واتخذ صدها القرارات التأديبية التالية

- التوقيف النهائي لشركة جيسيك ورئيسها ومديرها العام ومفوصها العام عن النشاط المهني

- سحب رخصة الوساطة بالبورصة المسلمة وحجز الضمان المالي المقدم وتوزيعه على الوسطاء المتضررين

وفي تاريخ 30 مارس 1996 وبطلب من رئيس هيئة السوق المالية أصدر رئيس المحكمة الابتدائية بتونس إذنا قاضيا بعقلة الأموال والقيم والسندات الموجودة بحوزة جيسيك وبايداعها لدى صندوق الودائع والأمانات بالخبزينة العامة للبلاد التونسية.

وبتاريخ 13 نوفمبر 1996 وعلى إثر الاستئناف المرفوع من طرف شركة جيسيك ومديرها العام طعنا في قرار مجلس التأديب أصدرت محكمة الإستئناف بتونس قرارها بقبول الاستئناف شكلا ورفضه من حيث الأصل مبقية بذلك على قرار مجلس التأديب.

وخلال الثلاثة أشهر الأخيرة من سنة 1996 حدثت قضيتان تأديبيتان تعلقتا الأولى بشركة للوساطة بالبورصة وتعلقتا الثانية بمندوب التداول لدى بورصة الأوراق المالية وعدد من شركات الوساطة. وما يزال البحث جاريا بخصوص هاتين القضيتين عند إعداد هذا التقرير وسيقول مجلس التأديب في القضيتين كلمته خلال سنة 1997.

## V - النشاط التحسيبي وتنمية السوق

رغم أن هيئة السوق المالية مؤسسة لمراقبة السوق فإنه يجب أن لا تهمل المسائل المتعلقة بتحسيس المتدخلين فيه وتبسيط المفاهيم والآليات لتثقيف الجماهير العريضة في هذا الميدان والعمل على تنمية الادخار الموجه إلى الأوراق المالية وإجراء البحوث والدراسات التي من شأنها تمكين السوق من التطور المستمر لمواكبة التحولات التي يشهدها العالم في هذا الميدان. إذ أن ظاهرة السوق المالية حديثة البروز نسبيا في بلدان الجنوب وهو ما يفسر افتقارها لتقاليد في هذا الميدان.

وبالتالي فإن العمل التحسيسي يكتسي أهمية كبرى لإشاعة الثقافة المالية بين طالبي رأس المال وعارضيه على حد سواء وقد أصبحت هذه الحاجة ملحة لما أصحى عليه العالم اليوم من نسق سريع في ميدان سوق المال مما يترتب عنه مراجعة متواصلة للمفاهيم والآليات المسعملة وهو ما يخلق الحاجة المتواصلة لمواكبتها وحذقها

إن الجمهورية التونسية التي أقدمت على إصلاح سوقها المالية بمقتضى القانون عدد 117 لسنة 1994 رغبة منها في الارتقاء بها إلى مستوى المعايير العالمية قد حققت بذلك قفزه نوعي هامه ولكنها أحدثت أيضا لدى كل المتعاملين في هذه السوق تغييرا كبيرا ملحوظا وأساليب العمل وهو ما يتحتم معه التأقلم السريع من طرفهم للاستجابة إلى متطلبات المعطيات الجديدة ولذلك فإن هيئة السوق المالية قد أعارت العمل التحسيسي، الأهمية القصوى سواء بالاتصال المباشر مع المتعاملين في السوق أو بواسطة الرسائل ونسر البلاغات والاعلانات على أعمدة نشرتها الرسمية أو بالإسعاه بوسائل الاتصال الجماهيرية وبعقد الندوات المختصة مع المهنيين

وقد اكتسى العمل التحسيسي والتفسيري سنة 1996 صبغة ملحة لما اتسمت به هذه السنة من تعديل للأسعار نحو الانخفاض وهو ما نشأ عنه خلط لدى بعض المتعاملين الذين حملوا مسؤولية التراجع الحاصل إلى الإصلاحات الهيكلية التي شرع في تطبيقها عوض أن يروا في ذلك التراجع ظاهرة صحيحة من شأنها ترشيد السوق والعودة بأسعار الشركات المدرجة فيه إلى مستوياتها الإقتصادية

وقد عقدت في هذا الصدد، وبالتعاون مع محكمة الإستئناف بتونس، ندوة خلال شهر ماي من سنة 1996 تناولت بالدرس والتمحيص القانون عدد 117 لسنة 1994 المؤرخ في 14 نوفمبر 1994 شارك فيها، بالإضافة إلى عدد من القضاة المباشرين بمختلف

محاكم العاصمة وإطارات هيئة السوق الماليّة، عدد من الجامعيين ومن وسطاء  
البورصة ومن مسيري شركات المساهمة العامّة ومن الخبراء في المحاسبة ومن  
الصحافيين المختصّين وغيرهم.

وخلال شهر أكتوبر 1996 ، وبعد اعتماد الترتيب العام للبورصة من طرف مجلس هيئة  
السوق الماليّة في قراءة أولى، وقبل انطلاق التداول الآلي بالبورصة، عقدت بالتعاون  
مع بورصة الأوراق الماليّة وجمعية وسطاء البورصة، ندوة مختصّة حول مشروع  
الترتيب العام شارك فيها إلى جانب إطارات هيئة السوق الماليّة وبورصة الأوراق  
الماليّة، وسطاء البورصة وعدد من الصحافيين المختصّين وخبراء من بورصة باريس.

وبالتعاون مع المعهد العالي للمحاسبة وإدارة المؤسسات شكّلت هيئة السوق الماليّة  
منذ سبتمبر 1996 فريقا من الباحثين يتكوّن من أساتذة جامعيين يعملون بهذا المعهد  
ومن إطارات عليا من الهيئة ومن خبراء في ميدان المساهمة العامّة ومن خبراء من  
لجنة عمليات البورصة الفرنسيّة ومن محامين وقضاة وخبراء في المحاسبة، لإعداد  
بحوث يتمّ تقديمها خلال ندوة برمجت لشهر أفريل من سنة 1997.

وقد غطّت هذه البحوث الطبيعة القانونيّة لهيئة السوق الماليّة ومهامها المتعلقة  
بمراقبة السوق، وطرق الطعن في قراراتها ونصوصها الترتيبية ومفهوم المساهمة  
العامّة والمسؤوليّة التعاقدية لوسطاء البورصة والإصلاحات التي جاء بها النظام  
المحاسبي الجديد في تونس ودور السوق الماليّة في برنامج تأهيل المؤسسات  
الإقتصاديّة.

وخلال نفس السنة وعلى المستوى الجهوي شاركت هيئة السوق المالية في لقاء مماثل عقد في صفاقس بمبادرة من السلط الجهوية، الإدارية والسياسية

ومع ذلك فإن العمل التحسيبي يبقى عملاً متطلباً لطول النفس ولمجهود متواصل في إطار استراتيجية تُحدد محاوره وخطة العمل وتضبط الأولويات وإذا لم تتوصل هيئة السوق المالية خلال السنة الأولى من نشاطها إلى وضع هذه الإستراتيجية، بحكم تعدد الأعمال والأولويات التي واحتهتها خلال الفترة الأولى من انطلاقتها، فإنها عازمة على إعداد برنامج للتحسيس في القريب العاجل وذلك بالتعاون مع الأطراف الأخرى المتدخلة في السوق وبالاستعانة بأهل الاختصاص في ميدان الإتصال