

UNIVERSITE DE TUNIS  
**Institut Supérieur de Gestion**  
4<sup>EME</sup> ANNEE SCIENCES COMPTABLES

**COURS MARCHES FINANCIER ET EVALUATION DES ACTIFS**

NOTES DE COURS :

MOUNIR BEN SASSI  
YOUSSEF ZEKRI

**CHAPITRE 1 :  
LE MARCHE FINANCIER TUNISIEN**

Pour atteindre les meilleurs standards internationaux, une réforme majeure a été adoptée fin 1994 avec la promulgation de la loi de novembre 1994 portant réorganisation du marché financier qui est venue compléter le train de réformes démarré en 1988

Cette loi a créé la nouvelle autorité de régulation, le Conseil du Marché Financier (équivalent COB, SEC), la nouvelle Bourse et le Dépositaire Central.

Les aspects fonctionnels et techniques de cette réorganisation se sont appuyés sur l'expérience de places financières développées, notamment par l'adoption d'un système de cotation électronique et le renforcement de la transparence et la sécurité du marché.

La loi de 1994 a redéfini les rôles des opérateurs sur le marché financier.

Le Conseil du Marché Financier (CMF) a été créé en tant qu'Autorité Administrative Autonome chargée de la Protection de l'épargne investie dans les valeurs mobilières négociables en Bourse et autres produits financiers, l'organisation et la supervision du fonctionnement des marchés de la Bourse, la tutelle des OPCVM (SICAV).

Architecture du Marché Financier Tunisien

La loi du 14 novembre 1994 a transformé radicalement le marché financier tunisien. De nouvelles structures ont été mises en place. Ces structures s'appuient sur quatre nouvelles entités spécialisées et indépendantes :

- La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis -BVMT-, entreprise de marché responsable de la gestion, de la sécurité et de la promotion du marché tunisien des valeurs mobilières. Ses actionnaires sont les 26 sociétés intermédiaires en bourse.
- Le Conseil du Marché Financier -CMF-, organisme public chargé du contrôle, de la régulation du marché financier et de la protection de l'épargne investie dans les valeurs mobilières.
- La Société Interprofessionnelle de Compensation et de Dépôt des Valeurs Mobilières -STICODEVAM-, Dépositaire Central, chargé du dépôt des valeurs mobilières et de la compensation des opérations boursières.

Ces trois entités ont démarré le 15 novembre 1995.

- Le Fonds de Garantie de Marché -FGM-, administré par la Bourse, garantit la bonne fin des transactions. Il a fonctionné parallèlement avec le nouveau système de cotation électronique, à partir du 25 octobre 1996

## LE CONSEIL DU MARCHE FINANCIER

### I. PRESENTATION

Le CMF a été créé par la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier. C'est une autorité publique, indépendante, qui dispose de la personnalité civile et de l'autonomie financière. Son siège est à Tunis.

Le CMF est chargé de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières. Dans ce cadre, il assure l'organisation des marchés et veille à leur bon fonctionnement afin de prévenir les manipulations susceptibles d'en entraver le bon fonctionnement. Il est également chargé du contrôle de l'information financière et de la sanction des manquements ou infractions à la réglementation en vigueur.

Le CMF a sous son contrôle la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis -BVMT-, les intermédiaires en bourse et la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres -STICODEVAM-. Il assure également la tutelle des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières -OPCVM-

Le CMF est dirigé par un collège composé d'un président et de neuf membres.

Pour réaliser ces missions, le CMF a été doté par la loi des pouvoirs suivants:

- Le pouvoir d'**établir des règlements** dans les domaines relevant de sa compétence
- Le pouvoir de **surveiller** la bonne application de la réglementation en vigueur et le fonctionnement régulier des marchés
- Le pouvoir d'**agréer** les fonds communs de placements et les intermédiaires en bourse
- Le pouvoir de **viser l'information** produite par l'émetteur et destinée à l'investisseur
- Le pouvoir de prononcer ou de proposer aux autorités compétentes les **sanctions** qui s'imposent en cas de manquement des opérateurs à leurs obligations professionnelles ou d'infractions aux lois et règlements en vigueur

Les ressources du CMF proviennent essentiellement des redevances et commissions perçues sur les personnes et les opérateurs dont l'activité sur le marché est soumise à ses interventions ( BVMT, société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, OPCVM, émissions, admissions, offres publiques ... )

### II. COMPOSITION DU CMF

#### A. LE COLLEGE

Le collège du CMF est composé des dix membres suivants :

- Un Président
- Un juge de troisième degré
- Un Conseiller au tribunal administratif
- Un Conseiller à la cour des comptes
- Un représentant du Ministère des Finances
- Un représentant de la Banque Centrale de Tunisie
- Un représentant de la profession des intermédiaires en bourse
- Trois membres choisis en raison de leur compétence et de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne

Le président du CMF, le juge de troisième degré, le conseiller au tribunal administratif et l'un des membres choisis en raison de sa compétence exercent leurs fonctions de façon permanente sans cumul avec d'autres fonctions

Les membres du collège sont nommés par décret du chef de l'Etat. Ses travaux sont préparés par des services placés sous l'autorité d'un secrétaire général.

## **B. LES UNITES FONCTIONNELLES**

### **1) L'unité de la surveillance du marché, des inspections, enquêtes et affaires juridiques:USAJ**

Cette unité est chargée essentiellement des opérations de supervision des structures du marché, des opérations d'investigation et de contrôle ainsi que de l'étude de toute question d'ordre juridique. Elle est divisée en trois départements :

#### **Le département de la surveillance du marché : DSM**

Ce département est chargé :

- de la surveillance électronique du marché en temps réel;
- de l'analyse de l'information publiée par les sociétés faisant appel public à l'épargne et de son rapprochement avec les données du marché;
- du traitement des données;
- de la détection des anomalies;
- de la prévention des fraudes et délits boursiers;
- de l'établissement des rapports de surveillance.

#### **Le département des inspections, enquêtes, plaintes et affaires juridiques : DIP**

Ce département est chargé :

- des inspections :
  - de la bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, ses dirigeants et de son personnel;
  - de la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, ses dirigeants et son personnel;
  - des intermédiaires en bourse, personnes physiques ou morales, leurs dirigeants et le personnel placé sous leur autorité;
  - des dirigeants, des gestionnaires et des dépositaires des fonds et des actifs des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières et du personnel placé sous leur autorité.
- de l'exécution des enquêtes et l'établissement des rapports d'enquête;
- des auditions et établissements de procès verbaux;
- de l'instruction des plaintes et des réclamations;
- des études juridiques et de la réglementation;
- des consultations juridiques;
- de l'évolution de la réglementation.

#### **Le département des relations avec les intervenants dans le marché : DRIM**

Ce département est chargé :

- de l'instruction des dossiers en vue de l'agrément pour l'exercice de l'activité d'intermédiaires en bourse;
- des relations avec la STICODEVAM ;
- des relations avec la BVMT ;

- des relations avec l'AIB ;
- des relations avec les intermédiaires en bourse ;
- du suivi des dossiers relatifs aux participations étrangères;
- du suivi de l'activité des intervenants sur les valeurs du Trésor (Spécialistes en Valeurs du Trésor et Banques).

## **2) L'unité des opérations d'investissement et de l'information financière : UNIF**

Cette unité est chargée essentiellement du contrôle des opérations d'appel public à l'épargne dans le cas d'émissions nouvelles, d'offres publiques, ou d'admissions de valeurs à la cote de la bourse. Elle est chargée également du suivi et du contrôle de l'information financière diffusée par les sociétés faisant appel public à l'épargne ainsi que du suivi et du contrôle des OPCVM et des sociétés d'investissements.

Cette unité comprend les départements suivants:

- *Le département des opérations financières*
- Le département de l'information financière et de l'appel public à l'épargne
- Le département des sociétés et fonds d'investissement

## **3) L'unité des services communs : USEC**

Cette unité regroupe les départements suivants :

- Le département des affaires administratives et des ressources humaines
- Le département des publications et de la reproduction.
- Le département des affaires financières
- Le département des études et des relations avec les organismes internationaux
- Le département de la documentation et des relations publiques

## **4) L'unité de l'organisation et méthodes UNOM**

Elle est rattachée directement au Président du CMF et connaît des questions afférentes à :

- la gestion des moyens informatiques
- la gestion, l'entretien et le développement du réseau informatique
- l'organisation et au développement de l'informatique du CMF

## **5) Les commissions ad-hoc**

Les commissions AD-HOC sont constituées chaque fois que de besoin à l'ouverture de l'étude d'un grand dossier. Elles sont présidées par l'un des membres du collège qui exerce ses fonctions de façon permanente et composées des représentants des unités concernées. Elles examinent, finalisent les dossiers qui leur sont transmis et émettent un avis adressé au collège sur les questions qui relèvent des unités représentées.

## **III. MISSIONS DU CMF**

### **1) Le CMF réglemente**

Le CMF peut prendre des règlements régissant les marchés et les divers intervenants relevant de son autorité.

Ces règlements concernent:

- L'organisation et le fonctionnement des marchés placés sous son autorité en particulier l'admission, la négociation et la radiation des valeurs mobilières ainsi que les conditions dans lesquelles sont réalisées les opérations d'offres publiques,
- Les règles de pratiques professionnelles qui s'imposent:
  - aux personnes faisant appel public à l'épargne;
  - aux intermédiaires en bourse et les personnes qui, en raison de leur activité professionnelle, interviennent dans des opérations de contrôle comptable ou de montage juridique ou financier sur des titres ou produits financiers placés par appel public à l'épargne;
  - aux personnes qui assurent la gestion individuelle ou collective de portefeuilles de titres ou de produits financiers;
  - à la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres.
- Les règlements du CMF peuvent faire l'objet de mesures d'application prises sous forme de décisions générales.
- Les règlements du CMF sont publiés au Journal Officiel de la République Tunisienne après visa du Ministre des Finances.
- Les décisions générales du CMF sont publiées au Bulletin Officiel du CMF après visa du Ministre des Finances.

## **2) Le CMF contrôle l'information financière**

Le CMF dispose d'un pouvoir de contrôle de l'information financière, à l'occasion:

- d'opérations d'émission de titres par la voie de l'appel public à l'épargne, ou à l'occasion d'opérations d'offres publiques qui sont de nature à redistribuer le pouvoir de décision au sein de la société émettrice et qui pourraient engendrer à l'encontre des actionnaires minoritaires une situation défavorable. La production de l'information et sa diffusion doivent faire l'objet d'un visa préalable du CMF qui vérifie la consistance de cette information et peut, le cas échéant, ordonner à la société d'insérer les renseignements complémentaires et l'amener à divulguer aussi bien ses performances que les facteurs de risque y afférents.
- Le visa du CMF n'emporte ni garantie ou certification de l'information diffusée qui reste de la responsabilité de l'émetteur ou de l'initiateur de l'offre publique, ni un jugement sur l'opportunité de l'opération ou sur la gestion de la société. Le visa du CMF signifie que les éléments essentiels qu'un épargnant doit connaître sont contenus dans le prospectus d'information.
- de tout événement social périodique susceptible d'avoir une répercussion sur la valeur du titre. Pour ce qui est plus particulièrement de l'information périodique et dans le but de mettre à la disposition de l'investisseur une information actuelle, la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 a exigé des sociétés admises à la cote, en plus de l'information annuelle relative aux états financiers, une information semestrielle sur ces états. Pour ce qui est de l'information continue, la même loi a mis à la charge des sociétés faisant appel public à l'épargne, l'obligation de publier par communiqué de presse toute information ou renseignement susceptibles d'avoir une répercussion sur la valeur de leur titre en bourse.

## **3) Le CMF surveille**

La mission de surveillance exercée par le CMF sur le marché a pour objet de déceler tout comportement de nature à porter préjudice aux intérêts de l'épargnant et de rechercher les délits boursiers (délit d'initié, délit de manipulation de cours ou de diffusion de fausses informations) afin d'assurer la transparence requise. Pour cela, Le CMF:

- a mis en place une cellule de surveillance qui permet la supervision du marché en temps réel.
- surveille l'information financière.
- contrôle les franchissements des seuils de participation tels que définis à l'article 8 de la loi n° 94-117 afin de protéger l'épargnant minoritaire contre les changements de contrôle majoritaire. C'est dans cette perspective que le législateur tunisien exige des investisseurs qui acquièrent des positions dominantes en terme de droits de vote dans les sociétés faisant appel public à l'épargne, directement ou suite à une action de concert, de procéder chaque fois qu'ils franchissent, à la hausse ou la baisse, les seuils de 5%,10%,20%,33%,50% et 66% du capital, à une déclaration à la société émettrice, au CMF et à la BVMT.
- effectue des enquêtes. Pour cela, il peut recevoir de tout intéressé des pétitions et plaintes et leur donner les suites nécessaires. A la réception de ces plaintes qui peuvent viser la Bourse, les intermédiaires en bourse, les sociétés faisant appel public à l'épargne et toute autre personne concernée, le CMF procède à des investigations effectuées par des agents assermentés. Ces derniers peuvent accéder à tous les locaux à usage professionnel, se faire communiquer tout document quel qu'en soit le support, bloquer les titres ou documents susceptibles d'être falsifiés, convoquer et entendre toute personne susceptible de leur fournir des informations et dresser des procès-verbaux.

#### **4) Le CMF sanctionne les manquements et violations à la réglementation**

La mission de protection de l'épargne ne peut être assurée que si le manquement aux obligations professionnelles et la violation à la réglementation mise en place n'étaient pas suivis de sanctions.

Les sanctions du CMF peuvent aller de la simple injonction de procéder à l'accomplissement de certains actes en vue de régulariser leurs situations ou de mettre fin à des pratiques contraires aux règlements du CMF et qui sont de nature à fausser le fonctionnement du marché ou à procurer aux intéressés un avantage injustifié, à la sanction pécuniaire et disciplinaire qui peut aller jusqu'à l'interdiction de l'activité, en passant par la saisine des tribunaux compétents, lorsque les infractions commises sont susceptibles de sanctions pénales.

Le CMF a un pouvoir disciplinaire sur:

- la bourse des valeurs mobilières de Tunis, ses dirigeants et son personnel;
- la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, ses dirigeants et son personnel;
- les intermédiaires en bourse, personnes physiques ou morales, leurs dirigeants et le personnel placé sous leur autorité;
- les dirigeants, les gestionnaires et les dépositaires des fonds et des actifs des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières et le personnel placé sous leur autorité.

#### **5) Le CMF coopère**

Une régulation de marché efficace ne peut être assurée que sur la base d'une coopération et d'un partage de compétences avec les diverses autres autorités publiques ou professionnelles et ce, aussi bien au niveau national qu'international. En effet, le CMF a signé des accords de coopération avec les organismes similaires après approbation des autorités tunisiennes compétentes.

La coopération nationale s'effectue avec :

- le Ministère des finances
- l'Association des Intermédiaires en Bourse - AIB -
- l'Ordre des Experts Comptables de Tunis - OECT -

La coopération régionale s'effectue avec l'Union des Bourses et Commissions de Valeurs Arabes - l'UBCVA

La coopération internationale s'effectue avec l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs - OICV -

#### **6) Le CMF communique**

Par le biais de son Bulletin Officiel, le CMF communique quotidiennement toutes les informations relatives aux événements sociaux et aux opérations sur les valeurs mobilières effectuées par les sociétés faisant appel public à l'épargne ainsi que les décisions prises par son collège.

Le CMF diffuse sur Reuters ainsi que sur son site web des informations actualisées sur le marché financier tunisien et la vie des sociétés faisant appel public à l'épargne.

Par ailleurs, le président du CMF présente chaque année au Président de la République un rapport sur l'activité du Conseil du Marché Financier.

# LA BOURSE DE VALEURS MOBILIERES DE TUNIS

## I. PRESENTATION

La Bourse assure le lien essentiel entre les agents économiques qui cherchent à placer leur épargne (ménages, investisseurs individuels ou institutionnels), et les sociétés en quête de financements assurant leur croissance et développement c'est le rôle économique essentiel de la Bourse dans les économies modernes.

La cotation des titres en Bourse, fruit de la confrontation de l'offre et de la demande émanant des différents agents économiques, permet non seulement l'évaluation continue des titres, mais aussi la garantie d'entrée et de sortie libres sur le marché pour les investisseurs, on retrouve ici la principale qualité du placement boursier : la liquidité.

### **Missions de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT)**

Les principales missions de la BVMT sont définies comme étant :

- La gestion du marché des valeurs mobilières et sa promotion ;
- Introduction de nouvelles sociétés à la cote de la Bourse ;
- La cotation des valeurs dans les meilleures conditions de sécurité et de transparence ;
- Pilotage du système de cotation électronique ;
- La diffusion en temps réel des informations boursières et la production d'indices de marché.
- La garantie de bonne fin des transactions par la gestion du Fonds de Garantie de Marché - FGM - .

### **1) Les Avantages de la Cotation en Bourse**

#### **a) Avantage Fiscal pour les Sociétés Cotées en Bourse**

L'article 1 de la loi 99-92 du 17 août 1999, relative à la relance du marché financier indique que Le taux de l'impôt sur les sociétés prévu par l'alinéa premier du paragraphe I de l'article 49 du code de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de l'impôt sur les sociétés, est réduit à 20% pour les sociétés qui procèdent à l'admission de leurs actions ordinaires à la cote de la bourse à condition que le taux d'ouverture du capital au public soit au moins égal à 30%, et ce, pendant cinq ans à partir de l'année d'admission.

Cette réduction est accordée aux sociétés dont l'admission à la cote de la bourse intervient dans un délai de trois ans à compter du premier février 1999.

D'autre part, Les sociétés dont les actions sont admises à la cote de la bourse avant le premier février 1999, et dont le taux d'ouverture de leur capital au public est inférieur à 30%, bénéficient de la réduction prévue par l'article premier de la présente loi lorsqu'elles procèdent à l'ouverture de leur capital à un taux traditionnel au moins égal à 20% sans que le taux d'ouverture global ne soit inférieur à 30%, et ce, pendant cinq ans à compter de l'année de l'ouverture additionnelle de leur capital. Cette réduction est accordée aux sociétés dont l'ouverture additionnelle du capital intervient dans un délai de 3 ans à partir du premier février 1999.

#### **b) La Bourse soutient les ambitions de l'entreprise**

L'élargissement du cercle des actionnaires de l'entreprise par son introduction en Bourse permet une meilleure répartition des risques et une diversification des sources de financement grâce à une panoplie de produits financiers répondant aux divers besoins de l'entreprise sans pour autant perdre le contrôle de l'affaire.

La Bourse et le marché financier en général offrent l'opportunité de lever des capitaux sous forme de fonds propres ou d'emprunts à des conditions plus avantageuses en comparaison avec les sources classiques de financement, du point de vue taux d'intérêt et durée. Ceci permet à côté du renforcement des fonds propres, de réduire les frais financiers de l'entreprise, d'augmenter sa rentabilité et d'accroître sa compétitivité.

### **c) La Bourse valorise et diversifie le capital**

La Bourse évalue quotidiennement le cours de l'action compte tenu de plusieurs facteurs qui tiennent compte de la valeur comptable de la société mais surtout des anticipations sur ses perspectives de croissance et de développement futurs, ce qui permet de valoriser le patrimoine des actionnaires qu'il soit ou non diffusé dans le public et leur donne la possibilité de réaliser leur patrimoine à sa valeur réelle et de diversifier ainsi leur investissement.

### **d) La Bourse offre à l'entreprise un label de prestige**

L'entreprise cotée en Bourse verra rapidement son image et sa crédibilité s'affirmer auprès des banquiers, des fournisseurs et des clients. Le capital social suffisamment diffusé auprès d'un large public permet à la société de s'assurer une clientèle potentielle importante (à titre d'exemple le capital de TUNISAIR et de MONOPRIX a été diffusé respectivement auprès de 100 000 et 20 000 actionnaires qui constituent autant de clients potentiels).

La cotation en Bourse se révèle ainsi pour l'entreprise, un moyen privilégié de communication et de publicité. La promotion de cette dernière devient alors l'affaire de ses actionnaires-clients.

### **e) La Bourse, facteur de mobilisation du personnel**

A côté des économies réalisées au niveau du recours au marché financier par rapport aux sources de financement classiques et à côté du renforcement du prestige, de la crédibilité et de la transparence de l'entreprise, la cotation en Bourse constitue un facteur de fierté pour le personnel de l'entreprise car ils appartiennent désormais à l'élite des entreprises.

### **f) La Bourse, facteur de pérennité de l'entreprise**

L'introduction en Bourse évite à la société tout éclatement ou dissolution suite au départ de l'un de ses actionnaires majoritaires ou bien dans certains cas de successions. Aussi, elle facilite l'entrée de nouveaux actionnaires dont la société pourrait avoir besoin au cours de son développement, ces derniers pourront par la suite sortir à leur guise par le biais de la Bourse.

Enfin, le contrôle de la société peut être sauvegardé grâce à une diffusion d'une part limitée du capital ou le recours à des produits financiers adéquats (certificats d'investissement et actions à dividendes prioritaires sans droit de vote). Pour accéder à la Bourse, la société d'assurance la CARTE a augmenté son capital par l'émission de certificats d'investissement, tandis que la Banque de Tunisie et des Emirats d'investissement l'a fait par un recours à l'émission d'actions à dividendes prioritaire sans droit de vote.

## **2) Histoire de la Bourse de Tunis**

### **a) Création de la Bourse :**

La création de la Bourse de Tunis remonte à 1969. Bien que cette création est relativement ancienne, le rôle de la bourse dans le financement de l'économie est demeuré limité voire insignifiant en raison de la prédominance de l'Etat et des banques dans le financement de l'économie. Ceci s'est traduit par des niveaux de création monétaire et d'inflation importants. Cette période est caractérisée par :

- une facilité d'accès aux crédits bancaires et aux aides de l'Etat
- une rémunération très avantageuse des dépôts auprès des banques qui étaient réglementés, protégés et exonérés d'impôts
- par une fiscalité assez lourde des placements en bourse

En résumé, la bourse était perçue beaucoup plus comme un bureau d'enregistrement des transactions qu'un miroir de l'économie ayant sa place dans le financement des entreprises. Un chiffre à cet égard, la capitalisation boursière représentait à fin 1986 à peine 1% du PIB.

### **b) L'engagement des réformes**

Dans le cadre du Plan d'Ajustement Structurel dont il faut rappeler un des buts fondamentaux à savoir la modernisation du financement de l'économie par le renforcement du rôle du marché financier, une réforme du marché financier a démarré en 1988 dans le but de mettre en place un

cadre juridique moderne tendant à permettre au marché financier de contribuer au financement de l'économie.

A partir de 1988, plusieurs lois et textes ont été adoptés qui concernent notamment :

- ❖ La loi n° 88-111 du 18 août 1988, concernant les Emprunts obligataires dont le but est l'ouverture du marché obligataire jadis réservé aux banques et aux entreprises non financières.
- ❖ La loi n°88-92 du 2 août 1992 sur les sociétés d'investissement qui a favorisé la création de sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF), des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et des sociétés d'investissement à capital risque (SICAR).
- ❖ Première modification de la loi 1969 qui a introduit des notions fondamentales telle que l'Appel Public à l'Épargne (APE).
- ❖ La loi n°92-107 du 16 novembre 1992 portant institution de nouveaux produits financiers qui a permis la création des fonds communs de placement et autres produits financiers tels que les actions à dividendes prioritaires, les titres participatifs et les certificats d'investissement.

D'une manière concomitante :

- Les dépôts auprès des banques sont devenus fiscalisés, les taux d'intérêts sur les dépôts ont baissé comme conséquence de la baisse du taux d'inflation
- L'épargne en valeurs mobilières a bénéficié d'une fiscalité favorable: Suppression de la fiscalité sur les plus values et sur les dividendes
- L'impôt sur les bénéfices des sociétés a baissé de 80% à 35%.

Cette phase a réuni les conditions favorables à la naissance d'un véritable marché financier.

## **II. LES MARCHES DE LA BOURSE :**

Les sociétés anonymes sont réparties en deux catégories :

- Les sociétés faisant appel public à l'épargne (FAPE),
- Les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne (non FAPE).

Les sociétés qui font appel public à l'épargne sont les banques, les sociétés d'assurances, les sociétés qui ont plus de 100 actionnaires et les sociétés qui recourent au large public pour lever des capitaux (fonds propres ou emprunts).

Ce recours est néanmoins réglementé en Tunisie puisqu'il exige en particulier la diffusion d'un prospectus qui doit être soumis au visa du Conseil de Marché Financier.

Toutes les autres sociétés anonymes qui ne sont pas concernées par ce qui précède sont considérées comme ne faisant pas appel public à l'épargne.

Les sociétés FAPE sont négociées obligatoirement en Bourse et se répartissent en deux types : les sociétés inscrites à la cote qui est un marché réglementé comprenant des conditions d'admission et de séjour et les sociétés non inscrites à la cote qui font partie de l'Hors cote.

### **1) La cote de la Bourse :**

Pour être inscrite à la cote de la Bourse la société doit satisfaire un certain nombre de critères liés en particulier à la diffusion de son capital. La Cote de la Bourse est divisée en premier et second marché pour les titres de capital et en marché obligataire pour les titres de créances.

**a) Le Premier Marché** accueille les titres de capital des plus importantes sociétés anonymes tunisiennes satisfaisant à des critères bien déterminés de diffusion de capital dans le public, de performance économique, de liquidité et de transparence.

L'admission au premier marché est subordonnée à certains critères concernant la diffusion des titres, l'information du public et la rentabilité de l'entreprise, critères qui varient selon le marché cible.

- Un minimum de 500 actionnaires

- Diffusion de 20% au moins du capital dans le public
- 2 derniers exercices bénéficiaires et distribution d'un dividende au moins
- Comptes annuels certifiés des 3 derniers exercices
- Rapport d'évaluation des actifs effectué par un expert comptable de l'ordre des experts comptables autre que le commissaire aux comptes de la société ou par tout autre expert dont l'évaluation est reconnue par le CMF.
- Un prospectus visé par le conseil du marché financier.
- Justification de l'existence :
  - D'un manuel de procédures, d'organisation, de gestion et de divulgation des informations financières.
  - D'une structure d'audit interne qui doit faire l'objet d'une appréciation du Commissaire aux Comptes dans son rapport sur le système de contrôle interne de la société.
- D'une structure de contrôle de gestion.

**b) Le Second Marché** admet les titres de capital des sociétés avec des critères plus souples, notamment en ce qui concerne le degré d'ouverture du capital au public.

Cependant, les sociétés admises au second marché doivent, dans un délai de trois ans renouvelable une seule fois, satisfaire aux conditions de transfert au premier marché. Dans le cas contraire, elles seront radiées et transférées d'office sur le hors cote.

Les conditions d'admission au second marché sont :

- Un minimum de 300 actionnaires
- Diffusion de 10% au moins du capital dans le public
- Dernier exercice bénéficiaire et distribution d'un dividende
- Comptes annuels certifiés des 2 derniers exercices

Un prospectus visé par le conseil du marché financier.

**c) Le Marché Obligataire** est ouvert aux titres de créances de l'état, des collectivités publiques et aux titres de créances des organismes de droit privé, les emprunts obligataires doivent toutefois satisfaire à certaines conditions fixées par le règlement général de la Bourse :

- l'encours de l'emprunt doit être égal ou supérieur à 1MD.
- le nombre d'obligataires minimum est de 300.

La bourse peut demander la production d'une notation reconnue par le CMF concernant l'émission ou à défaut la production d'une garantie en intérêts et capital.

## **2) Le marché hors cote :**

Les sociétés anonymes faisant appel public à l'épargne qui ne sont pas admises à la Cote de la Bourse sont négociées sur le marché Hors Cote qui est en quelque sorte un marché libre. Nonobstant, les sociétés admises à la cote de la Bourse sont les plus convoitées car elles obéissent à certains critères de diffusion du capital dans le public et de transparence au niveau de l'information à l'inverse des sociétés du Hors Cote qui présentent moins de garanties.

### **a) Les enregistrements :**

Les titres des sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne ne sont pas négociés mais soumis à une simple formalité d'enregistrement en Bourse.

### **b) Les déclarations :**

Les transactions ayant lieu entre les personnes non résidentes et portant sur des valeurs mobilières et produits financiers émis par des sociétés non résidentes doivent être déclarées sans frais à la BVMT au plus tard 15 jours après leur inscription sur leurs registres.

### **III. ORGANISATION DE LA BOURSE**

#### **1) Les principes du marché :**

Le fonctionnement du marché boursier repose sur le respect d'un certain nombre de principes qui constituent des normes internationalement reconnues.

#### **2) Technologie de négociation avancée :**

- La Bourse de Tunis s'appuie depuis plus de deux ans sur un système de négociation informatisé. Il s'agit du SUPERCAC UNIX développé par Euronext
- Ce système est utilisé aujourd'hui dans plusieurs bourses développées ( Paris, Chicago, Toronto , Sao Paulo, Bruxelles).
- La Bourse de Tunis a été la première bourse arabe et émergente à adopter la technologie du Supercac UNIX.

#### **3) La Transparence :**

- La bourse de Tunis diffuse les informations du marché en temps réel aux intervenants et aux investisseurs, elle est reliée directement à travers l'Agence internationale Reuters et avec Bloomberg, les cotations sont par ailleurs disponibles en temps réel via le site Web de la Bourse.
- Les déclarations de franchissement de seuils : pour garantir une transparence et informer les actionnaires des sociétés cotées à la Bourse, tout actionnaire qui posséderait 5%, 10%, 20%, 33.33%, 50% ou 66% du capital d'une société cotée à la Bourse de Tunis devra le notifier à la société, au CMF et à la Bourse. Inversement, un actionnaire possédant 5%, 10%, 20%, 33.33%, 50% ou 66% et qui vient à céder tout ou partie de ses actions, doit également le notifier à la société, au CMF et à la Bourse de Tunis.

#### **4) Protection des investisseurs :**

Les ordres sont traités individuellement et centralisés vers le marché avec des procédures clairement définies

- Le dénouement des transactions (règlement-Livraison) est assuré simultanément à J+4.
- La cellule de surveillance au sein de la Bourse opère un contrôle strict des transactions. Elle est ainsi habilitée, si elle l'estime nécessaire à l'intérêt du marché, à suspendre provisoirement les transactions sur une valeur ou à limiter les fluctuations de cours.
- La variation maximale, autorisée par la Bourse de Tunis ne peut dépasser 4.5% par séance par rapport au cours veille.

#### **5) La Sécurité du Marché :**

La garantie de bonne fin des transactions : Le FGM s'interpose entre les intermédiaires pour éliminer les risques de défauts titres et espèces.

Règles de Cotation

Les règlements de parquet définissent l'ensemble des règles de négociations. Les ordres d'achat et de vente saisi sur le marché central par les négociateurs sont gérés par l'ordinateur central de la Bourse qui procède à leur confrontation selon le mode du Fixing ou du Continu. On entend par marché central, le marché de négociation des valeurs admises aux opérations de la STICODEVAM, cotées sur le NSC et couvertes par le Fonds de garantie de marché.

### **IV. FONCTIONNEMENT**

Les négociations en Bourse se font au comptant. Le système de négociation est celui d'un marché centralisé gouverné par les ordres.

#### **1) Ordres de Bourse :**

Les ordres de bourse doivent comporter une série d'indications nécessaires à leur bonne exécution:

1. Sens de l'opération, achat ou vente.
2. Nom de la Valeur.

3. Nombre de Titres à négocier.
4. Conditions de prix ou libellés.
  - o au prix du marché ne comporte aucune indication chiffrée,
  - o à cours limité, l'acheteur indique le prix maximal qu'il est prêt à payer alors que le vendeur propose le prix minimal auquel il est prêt à céder ses titres,
5. Validité de l'ordre, date limite au delà de la quelle l'ordre n'est plus valable. A défaut d'indication d'une date, l'ordre est réputé "à révocation" et sa durée ne dépasse pas la fin du mois civil.

## 2) Modes de cotation :

Depuis 26 octobre 1996, la BVMT s'appuie sur un système de négociation informatisé avancé, il s'agit du SUPERCAC UNIX développé par EURONEXT.

Ce système est utilisé aujourd'hui plusieurs bourses développées (Paris, Chicago Torons, Bruxelles..).

La bourse de Tunis a été la 1<sup>ère</sup> bourse arabe et émergente à adopter la technologie du SUPERCAC UNIX (CAC cotation assisté en contenu). Deux modes de cotations sont adoptés :

**a) La cotation en continu** : réservée pour les valeurs les plus liquides.

### ➤ Le pré ouverture de 9 H a 10 H :

Pendant la période de pré ouverture du marché les négociateurs de la bourse introduisent leurs ordres dans le système SUPERCAC, les ordres s'accumulent dans le cahier de cotation sans qu'aucune transaction n'intervienne.

L'ordinateur central calcule automatiquement, pour chaque valeur un cours 'théorique' par une procédure de fixing toutes les fois qu'un nouvel ordre est rentré. Cette procédure consiste à déterminer un cours d'équilibre ou 'prix fixing' en confrontant tous les ordres d'achat et de vente à cours limité. Le principe de base est de satisfaire le maximum d'ordres, le cours retenu ne devant pas être contestable.

### ➤ L'ouverture 10<sup>H</sup> :

A 10<sup>H</sup> le système déclenche automatiquement l'ouverture sur toutes les valeurs le cours théorique de 10<sup>H</sup> devient alors le cours d'ouverture. En même temps le système transforme les ordres 'au prix du marché' en ordres limités au cours d'ouverture. Ainsi tous les ordres d'achat limités à un prix supérieur au cours d'ouverture et tous les ordres de vente limités à un prix inférieur au cours d'ouverture sont exécutés en priorité.

### ➤ Les cotations de 10<sup>H</sup> à 11<sup>H</sup> :

Après l'ouverture, le marché fonctionne en continu .Sous réserve des limites de fluctuation définies selon les catégories de cotation, un échange de titres est effectué à chaque fois que les ordres en carnet le permettent ainsi, l'introduction d'un ordre provoque immédiatement une ou plusieurs nouvelles transactions , dès lors qu'il existe dans le carnet d'ordres un ou plusieurs ordres de sens contraire dont le cours d'exécution est compatible avec la limite de cours de l'ordre entré ,lorsqu'un ordre n'est pas exécuté ou partiellement exécuté , il apparaît dans le carnet en première limite si son prix est meilleur que celui de la première limite existante, si non il se place derrière les ordres déjà introduits à cette limite .

Dans ce dernier cas ,il ne sera exécuté qu'à partir du moment où tous les ordres le précédent à sa limite auront été totalement exécutés ( règle du première entré, première sortie).

En ce qui concerne les ordres 'aux prix du marché' qui arrivent en cours de séance ,ils ne seront entrés dans le système SUPERCAC que s'ils portent la mention 'pour exécution immédiate', si non ils seront transmis au marché lors de la pré ouverture de la séance boursière suivante.

## b) La cotation par fixing :

Elle concerne les valeurs qui ont une faible liquidité, elle consiste à introduire les ordres d'achat et de vente pendant une séance de pré ouverture au cours de laquelle il n'aura pas de transactions effectives, mais en revanche, le système confronte les ordres et affiche un cours théorique d'ouverture, les négociations peuvent ainsi en fonction du cours théorique d'ouverture qui apparaît sur l'écran, modifier, annuler ou garder les ordres saisis.

A l'issue de cette pré ouverture (qui dure une heure), le système confronte les ordres et fixe un cours d'ouverture (fixing) au quel vont être exécutés le maximum de titres, la séance de bourse pour les valeurs négociées selon ce mode s'achève après ce fixing.

La BVMT a adopté le système multi fixing (deux fixings pour chaque valeur)

1<sup>er</sup> fixing qui dure une heure

2<sup>ème</sup> fixing qui dure un quart d'heure.

## 3) Le Traitement des Ordres :

### Ordres au prix du marché

- En préouverture, l'ordre au prix du marché est systématiquement affiché à une limite de cours égale au cours théorique d'ouverture (CTO).
- A l'ouverture, l'ordre au prix de marché est satisfait en priorité par rapport aux ordres ayant la même limite que le CTO. En revanche, les ordres ayant une meilleure limite que le prix d'ouverture seront servis en priorité.
- En séance, l'ordre au prix de marché est transformé par le système au prix de la meilleure limite de sens opposé. Ainsi, l'ordre d'achat se positionne au même prix de la meilleure offre existante et inversement.

### Ordres à cours limités

- En préouverture, selon le principe d'écrasement des limites et pour protéger les donneurs d'ordres, les ordres d'achat dont le cours excède le CTO sont ramenés à la limite de ce dernier; de même les ordres de vente dont le cours est inférieur au CTO sont transformés à la limite de ce dernier.
- En séance, tout ordre ayant trouvé une limite compatible de sens opposé est immédiatement exécuté.

## 4) Variations de cours autorisées

Groupe	Continu A(Groupe 11)	Fixing A et B (Groupes 12 et 13)	Fixing A et B (Groupes 32 et 33)
Horaires de Cotation	9 à 10h préouverture 10h ouverture 10h à 11h30 séance	9 à 10h préouverture, 1er Fixing 10h00 2ème Fixing 10h15 Dernier Fixing 11h00	9 à 10h préouverture 1er Fixing 10h30 Dernier Fixing 11h25
Variations autorisées	1er seuil (+-) 3%/ cours de clôture de la veille 2ème seuil (+-) 1,5%: au cours du seuil franchi	1er seuil (+-) 3%/ cours de clôture de la veille	(+-) 5%/ cours de clôture de la veille La négociation sur les droits de souscription est libre
Durée de Réservation	30 Minutes		

## **5) Réserve d'une Valeur :**

Une valeur est réservée à chaque fois qu'il y a une cotation en dehors des seuils de variations de cours autorisés. Dans ce cas, une période de réserve est nécessaire pour la réouverture de la cotation sur la valeur. La réserve est dite à la hausse si le seuil haut est franchi, elle est dite à la baisse, si le seuil bas est franchi.

## **V. LE FONDS DE GARANTIE DE MARCHE (FGM)**

### **Introduction: Principe de garantie de marché**

Sur un marché dirigé par les ordres, il existe trois types de risques:

1. Le risque de crédit: ce risque est supprimé grâce à un système simultané de livraison contre paiement administré par le dépositaire central.
2. Le risque de contrepartie et le risque systémique: c'est le risque subi par un intermédiaire dont la contrepartie fait faillite et n'est plus en mesure d'honorer ses engagements.
3. En l'absence de mécanismes de garantie, le préjudice subi par un intermédiaire peut se propager sur l'ensemble des intermédiaires par le « jeu de la réaction en chaîne »: c'est le risque systémique.
4. Le risque de marché: Le FGM garantit le dénouement des opérations dans les délais. Cette garantie est assortie d'un risque de marché. Ce dernier est lié à la variation du cours d'une valeur entre le jour de la négociation et le jour de dénouement effectif.

### **1. Outils de gestion des différents types de risques**

Les intermédiaires en bourse couvrent leurs risques de marché en constituant une provision au sein du fonds de garantie. La couverture de ce risque est réalisée par un mécanisme d'appel de contributions auprès des intermédiaires en bourse. Le montant de la provision couvre le risque de marché calculé sur l'ensemble des opérations qui sont en cours de dénouement.

Au cas où l'intermédiaire ne peut pas honorer ses engagements, le fonds intervient et pourra liquider ses positions, en utilisant sa provision.

Dans le cas où la provision de l'intermédiaire ne suffit pas à liquider ses positions, le FGM intervient et fait appel à une contribution exceptionnelle de l'ensemble des intermédiaires, selon le principe de « la solidarité de la place », afin de permettre l'apurement des suspens de l'intermédiaire défaillant.

### **2. Modalités d'intervention du fonds**

Le fonds peut être amené, dans le cadre d'une intervention, à gérer des défauts titres, mais l'événement qui déclenche son intervention ne peut être qu'une défaillance espèces.

Le fonds n'intervient qu'à la suite d'une défaillance espèces définitive. Un intermédiaire défaillant en J sera peut être défaillant sur l'ensemble des transactions qui restent à dénouer, d'où le risque marché est calculé sur cinq jours: de J-5 à J-1.

A partir du moment où la défaillance espèces est constatée, le fonds se substitue à l'intermédiaire défaillant pour liquider, dans les meilleurs délais, l'ensemble de ses positions.

La Bourse est informée quotidiennement des suspens constatés par la STICODEVAM conformément au Règlement Général de la Bourse.

Toute défaillance espèces d'un intermédiaire est ainsi immédiatement constatée et fait l'objet d'une procédure de résolution (Décision 96-17 du règlement de parquets relative aux résolutions des défauts espèces).

Le FGM n'intervient que dans les deux cas de cessation de paiement suivants:

- l'intermédiaire n'est plus en mesure d'apporter sa contribution au fonds de garantie;
- l'intermédiaire ne peut pas résoudre un suspens espèces dans les délais de place (délai prévu par la décision relative à la résolution des défauts espèces).

En cas d'échec de la procédure de résolution de la défaillance espèces, la Bourse déclare l'intermédiaire en cessation de paiement et intervient sur le marché en qualité d'administrateur technique du fonds de garantie pour le compte de l'intermédiaire défaillant afin de liquider ses positions.

### **3. Les Contributions versées au Fonds de Garantie de Marché**

La provision constituée par chaque intermédiaire a trois composantes:

- l'apport initial: Constitué sous la forme d'une contribution initiale versée dès l'adhésion d'un membre au fonds de garantie, il doit couvrir en partie l'activité quotidienne moyenne de l'intermédiaire en Bourse. Chaque intermédiaire doit régler au fonds de garantie sa contribution initiale telle que déterminée par l'administration technique du fonds avant de pouvoir négocier.
- la provision régulière: déterminée à l'issue de chaque journée de bourse en fonction du risque que court l'intermédiaire sur l'ensemble des négociations qui restent à dénouer (négociations de cinq jours).
- la contribution exceptionnelle est appelée dans deux cas:
  - auprès de l'intermédiaire s'il est considéré comme très risqué (fort taux de suspens), le montant appelé est déterminé par l'administration technique du FGM;
  - auprès de chaque intermédiaire en exercice dans le cas où la provision d'un intermédiaire défaillant ne permet pas de couvrir la totalité de ses engagements.

### **4. Risque de marché total**

#### **4.1. Le risque de marché total pour chaque intermédiaire**

Le risque de marché total R déterminé par le FGM est la somme des risques de marché des 5 dernières journées de négociation à laquelle il convient d'ajouter le risque associé à chaque suspens effectivement constaté.

A tous moments, un intermédiaire peut se trouver en situation de cessation de paiement. Le fonds devra alors assurer la bonne fin des opérations qui restent à dénouer.

Un intermédiaire défaillant en J sera peut être défaillant sur l'ensemble des transactions qui restent à dénouer, d'où le risque marché est calculé sur cinq jours: du J-5 au J-1.

Le calcul du risque de marché sur chaque valeur négociée par un intermédiaire est basé sur sa position nette titres (PNT) et espèces (PNE) sur la valeur considérée.

- En cas de suspens titre et dans le cadre d'une liquidation des positions d'un membre défaillant l'administration technique du fonds risque de ne pas trouver les titres, faute de marché sur la valeur. L'application de la procédure de résolution des défauts titres par la bourse permettra une indemnisation espèce (pour les titres de capital, prix de la négociation majoré de 60%) au lieu d'une livraison en titre et l'application de la clause résolutoire. La perte enregistrée par le fonds s'élève alors à 60% du montant de la négociation d'origine.
- En cas de suspens espèce et dans le cadre d'une liquidation des positions d'un membre défaillant l'administration technique du fonds risque de ne pas pouvoir vendre les titres, faute de marché sur la valeur. La perte enregistrée par le fonds est égale au montant (100 %) de la position espèce de l'intermédiaire défaillant.

### **5. Appel de la contribution régulière :**

Quotidiennement, le FGM détermine le risque de marché de la journée (R) . Il n'effectue d'appels de contributions régulières que si le risque R calculé dépasse de 10% le montant de la provision régulière de l'intermédiaire.

Si la provision régulière d'un intermédiaire dépasse le risque de marché de au moins 25.000 dinars, l'administration technique du FGM procède, dans les deux jours qui suivent, à une restitution exceptionnelle de contribution pour ajuster la provision régulière de cet intermédiaire à son nouveau risque de marché.

## 6. Ajustement de contribution régulière:

L'administration technique du fonds procède tous les mois à un appel ou à une restitution de contribution lorsque le risque du marché R diffère du montant de sa provision régulière.

Cas 1:  $R > \text{Provision régulière}$

Le FGM procède à un appel du montant ( $R - \text{Provision régulière}$ ), le montant appelé doit être versé au fonds avant la séance de bourse suivante.

Cas 2:  $R \leq \text{Provision régulière}$

Le FGM procède à une restitution de ( $\text{Provision régulière} - R$ ), ce montant est restitué dans le jour suivant la date de son calcul.

## VI. LES INDICES

Sur la base du rapport du comité de réflexion sur l'indice boursier, composé des représentants du Ministère des Finances, du Conseil du Marché Financier, de la Banque Centrale de Tunisie, de l'Institut National des Statistiques, de l'Institut d'Economie Quantitative et de l'Association des Intermédiaires en Bourse, la Bourse a procédé à partir du 1<sup>er</sup> avril 1998 au lancement d'un indice de capitalisation et à l'ajustement de l'indice BVMT. L'échantillon qui compose le nouvel indice de référence de la Bourse de Tunis appelé TUNINDEX ainsi que l'indice BVMT, est ouvert aux valeurs admises pour leurs actions ordinaires, à l'exclusion des sociétés d'investissement, et aux valeurs dont la période de séjour, à l'un des marchés de la cote, est au moins de 6 mois. De même, le cours qui sert à la détermination des indices précités est soit le cours de clôture soit le dernier seuil de réservation franchi.

Méthodologie de calcul et d'ajustement des indices

### 1. L'Indice de Capitalisation : TUNINDEX

Le nouvel indice de référence de la Bourse de Tunis a été publié, à partir du 1<sup>er</sup> avril 1998, avec une base 1000 le 31 décembre 1997.

$$\text{Indice}^t = \frac{\sum_{i=1}^N (Q_i^t \times C_i^t)}{K^t \times CBA^0} \times 1000 = \frac{CB^t}{CBA^t} \times 1000$$

$$\text{Indice} = \frac{\text{Capitalisation boursière au jour } t}{\text{Capitalisation boursière de base ajustée au jour } t} \times 1000$$

Avec :

- $Q_i^t$  : Nombre de titres admis de la valeur  $i$  au jour  $t$ .
- $c_i^t$  : Cours de la valeur  $i$  au jour  $t$ .
- $CBA^0$  : Capitalisation boursière de l'échantillon au 31/12/1997.
- $CB^t$  : Capitalisation boursière au jour  $t$ .
- $CBA^t$  : Capitalisation boursière de base ajustée au jour  $t$ .
- $K^t$  : Coefficient d'ajustement au jour  $t$  de la capitalisation boursière de base.

### 2. L'indice BVMT

a. Mode de calcul

L'indice BVMT a été ajusté à partir du 1<sup>er</sup> avril 1998, avec comme nouvelle base, la valeur de l'indice BVMT au 31 mars 1998.

$$\text{Indice BVMT} = \frac{\sum_{i=1}^N V_i^t}{\sum_{i=1}^N C_i^{t0}} \times B^{t0}$$

Avec :

- $C_i^{t0}$  : Cours de la valeur i au moment de son introduction dans l'échantillon.
- $C_i^{t0}$  : Base d'indice au 31 mars 1998.

Comment est calculée la valeur actuelle ( $V^t$ ) d'une valeur i

$$V_i^t = (Ba_i^t / B_i^{t0}) * C_i^t$$

Avec :

- $Ba_i^t$  c'est la base d'indice ajustée de la valeur.
- $B_i^{t0} = 100$ .
- $C_i^t$  c'est le cours de la valeur à l'instant t.

### b. Ajustement

La base est ajustée lors de toute opération sur titres (opération sur le capital ou paiement de dividende) et d'une façon générale lors de toute modification de l'échantillon.

$$Ba_i^t = (C_i^{t-1} / C_i^t) * Ba_i^{t-1} = k_i^t * B_i^{t0}$$

Avec :

- $C_i^{t-1}$  c'est le cours de la valeur i avant détachement du coupon.
- $C_i^t$  c'est le cours de la valeur i coupon détaché.

### c. Valeurs retenues

Chaque année, les valeurs de la cote admises pour leurs actions ordinaires à l'exclusion des sociétés d'investissement sont rangées par ordre décroissant de leur fréquence de cotation, seules les valeurs dont la fréquence de cotation est  $\geq 60\%$ , seront retenues.

## 3) Gestion des indices

La gestion des indices de la Bourse de Tunis est confiée à un comité scientifique de l'indice boursier composé de représentants du Ministère des Finances, du Conseil du marché Financier, de la Banque Centrale de Tunisie, l'Institut Nationale des Statistiques, de l'Institut d'Economie Quantitative, d'économistes et de statisticiens reconnus pour leur compétence.

## VI. PROCEDURES D' INTRODUCTION EN BOURSE :

Il existe trois voies d'introduction à la cote : l'inscription directe à la cote par la procédure ordinaire, l'introduction par cession de titres et l'introduction par augmentation de capital.

### 1. Introduction par la Procédure Ordinaire

Elle consiste en l'inscription directe des titres de la société sur l'un des marchés de la cote de la Bourse afin d'y être négociés. Pour cela, la société doit avoir une référence boursière et répondre aux conditions d'admission. Cette Technique a été suivie par plusieurs sociétés telles que : BIAT, STB, BNA, UIB, TUNISIE LAIT, STIL, CIL ...

### 2. Introduction par Cession de Titres

Les actionnaires de la société cèdent une partie de leurs titres au profit du public, à travers une offre publique de vente ou une mise en vente à un prix minimal.

#### a) Procédure de l'Offre Publique de Vente (OPV) :

C'est une cession le jour de l'introduction de tout ou partie du capital à un prix décidé par les actionnaires vendeurs. La Bourse centralise tous les ordres d'achat recueillis par les intermédiaires;

elle procède au dépouillement et à l'allocation des titres. Le cours d'introduction est celui de l'OPV. Cette technique d'OPV a été suivie par : TUNISIE LEASING, ICF, AMS, SFBT, TUNISAIR, SIMPAR, STAR, MONOPRIX, SPCD et ALKIMIA,

#### b) Procédure de Mise en Vente à Prix Minimal (OPM) :

Cette technique, qui s'apparente à une adjudication, a été utilisée pour la première fois sur la place de Tunis à l'occasion de l'introduction de l'ARAB TUNISIAN LEASE. Elle a connu un grand succès suite à une demande qui a dépassé trois fois l'offre.

Les places boursières développées utilisent couramment cette méthode (70% des introductions à la Bourse de Paris) qui semble convenir aux entreprises de taille moyenne. Le jour de l'introduction, la société émettrice met à la disposition du marché une quantité de titres à un prix minimal. La Bourse centralise les ordres d'achat que lui transmettent les intermédiaires en Bourse. Elle n'accepte que les ordres à cours limité (supérieur ou égal au prix minimum proposé).

Après l'analyse de la tendance du marché, la Bourse retient une fourchette de cours et détermine celui de l'introduction. Ce cours choisi étant unique et égal à la borne inférieure de la fourchette retenue, la demande retenue sera servie selon ce dernier cours. La mise en vente de l'ARAB TUNISIAN LEASE a été fixée au prix minimum de 15 dinars l'action. Le cours retenu pour l'introduction en Bourse était de 15,400 dinars.

### **3. Introduction par Augmentation de Capital**

La société procède à la création de nouveaux titres par voie d'augmentation de capital destinée au public appelée aussi offre publique de souscription (OPS) : L'entreprise peut s'introduire en Bourse par une augmentation de capital réservée au public. Cette augmentation de capital peut revêtir la forme d'actions ordinaires, d'actions à dividendes prioritaires sans droit de vote (ADP), ou de certificats d'investissement (CI), voire de titres participatifs (TP). Cette technique a été utilisée au cours des introductions de la Banque de l'Habitat, de la Banque de Tunisie et des émirats d'investissement et de la compagnie d'assurances CARTE. La compagnie d'assurances CARTE a eu recours à l'émission de CI pour l'augmentation de son capital tandis que la BTEI a eu recours à l'émission d'ADP.

## **VII. LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF EN VALEURS MOBILIERES (OPCVM)**

Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières – OPCVM - ou formules collectives de placement – FCP – offrent aux investisseurs un placement à moyen ou long terme tout en bénéficiant, en plus des avantages liés à la diversification du risque avec le minimum de mise, et à la technicité des professionnels, de l'avantage de la liquidité et de la transparence fiscale totale. Ils gèrent des portefeuilles collectifs de valeurs mobilières pour compte d'une clientèle de particuliers ou d'institutionnels.

On distingue :

### **1- Les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV)**

Les sociétés d'investissement à capital variable ont pour objet unique la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. L'actif des sociétés d'investissement à capital variable doit être composé de façon constante de valeurs mobilières ayant fait l'objet d'une émission publique ou cotées en bourse, de titres émis ou garantis par l'état et de fonds en dépôt.

Leur capital minimum à la souscription est de 300 000 dinars, par la suite il est variable en fonction des nouvelles souscriptions (achat d'actions SICAV par des personnes physiques ou morales) et des rachats (vente des actions SICAV par des personnes physiques ou morales).

Les actions SICAV sont représentatives de portefeuilles de placements collectifs en Bourse gérés par les professionnels du marché, ces produits sont proposés par la majorité des Banques de la place ainsi que par les intermédiaires en Bourse. La valeur liquidative d'une action SICAV est la valeur du portefeuille divisée par le nombre d'actions SICAV souscrites, elle est évaluée pour chaque séance de Bourse. Les actions SICAV sont par ailleurs des produits non négociables en Bourse,

achetés et revendus exclusivement et à tout moment par l'établissement ou banque émettrice, on distingue les SICAV mixtes dont les portefeuilles sont constitués de titres de capital et de titres de créances et les SICAV obligataires ne comprenant que des titres de créances.

## **2- Les Fonds Communs de Placement (FCP)**

Les FONDS COMMUNS DE PLACEMENT – FCP – ont le même objectif de gestion que les SICAV, mais leur forme juridique est différente, ils n'ont pas de personnalité morale car les FCP ne sont pas des sociétés mais des co-propriétés, les investisseurs étant des porteurs de parts et non des actionnaires.

Les FCP disposent d'une structure de fonctionnement très souple (pas d'assemblée, de conseil d'administration ni de personnel), la gestion est confiée à un gérant et la conservation des fonds et des titres revenant aux copropriétaires du fonds à un dépositaire.

Sur le plan fiscal, les porteurs de parts FCP sont avantagés dans la mesure où les plus values réalisés par le fonds ne sont pas imposables et que les dividendes du portefeuille du fonds sont exonérés de tout impôt, seuls les autres revenus du fonds sont imposables.

A la différence des OPCVM, les Sociétés d'investissement à capital fixe – SICAF - et les Sociétés d'investissement à capital risque – SICAR - sont des structures de gestion de portefeuille avec des objectifs de participation, de contrôle, de capitalisation ou de rétrocession, aussi elles n'offrent pas la possibilité de rachat des actions émises.

### **a. Les Sociétés d'Investissement à Capital Fixe (SICAF)**

Les sociétés d'investissement à capital fixe ont pour objet la gestion au moyen de l'utilisation de leurs fonds propres, d'un portefeuille de valeurs mobilières.

Elles sont également autorisées à effectuer les opérations connexes et compatibles avec cet objet, leur capital minimum est de 500 000 dinars.

### **b. Les Sociétés d'Investissement à Capital Risqué (SICAR)**

Les sociétés d'investissement à capital risque ont pour objet la participation, pour leur propre compte ou pour le compte des tiers et en vue de sa rétrocession, au renforcement des fonds propres des entreprises et notamment des entreprises promues par les nouveaux promoteurs tels que définis par le code d'incitation aux investissements, des entreprises implantées dans les zones de développement régional, telles que fixées par ledit code, des entreprises objet d'opérations de mise à niveau ou rencontrant des difficultés économiques et bénéficiant de mesures de redressement conformément à la législation en vigueur, ainsi que des entreprises qui réalisent des investissements permettant de promouvoir la technologie ou sa maîtrise ainsi que l'innovation dans tous les secteurs économiques.

Les sociétés d'investissement à capital risque sont également autorisées à effectuer les opérations connexes et compatibles avec leur objet après autorisation du conseil du marché financier. Le capital minimum libéré des sociétés d'investissement à capital risque ne peut être inférieur à 500 mille dinars.

## **VIII. LES RESSOURCES DE LA BOURSE**

### **1) Commissions sur les négociations boursières (CNB)**

Les transactions boursières portant sur les titres de capital ou de créances appartenant ou non à la cote de la bourse sont sujettes à des commissions sur les négociations boursières payées par les intermédiaires acheteur et vendeur et dont le taux est compris entre 0.05 et 0.20% du montant de la transaction pour les titres cotés et entre 0.15 et 0.50% du montant de la transaction pour titres non cotés. La commission par transaction ne peut être inférieure, aussi bien pour le vendeur que pour l'acheteur, à 0.250 dinars et supérieure, pour l'un et pour l'autre, à 5 000 dinars pour les titres de créance et 10 000 dinars pour les titres de capital. La commission est réduite de 50% lorsque les transactions sont réalisées au profit des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

## **2) Commission d'admission à la Cote de la Bourse**

La commission d'admission à la cote de la bourse est acquittée lors de leur introduction en Bourse par les organismes émetteurs, au profit de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis. Elle est comprise entre 0.01 et 0.05% du montant du capital et entre 0.01 et 0.03 du montant de l'encours de l'emprunt sans que le montant de la commission à payer ne dépasse dix mille dinars (10 000 D) pour les titres de capital et trois mille dinars (3 000 D) pour les titres de créance.

Les titres émis par l'Etat et les collectivités locales ne sont pas assujettis au paiement de cette commission.

## **3) Commission de séjour à la Cote de la Bourse**

La commission annuelle de séjour est acquittée par les sociétés cotées au profit de Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, elle est comprise entre 1000 et 5000 dinars pour les titres de capital et entre 500 et 2000 dinars pour les titres de créances.

## **4) Commissions sur les enregistrements boursiers (CEB)**

Les commissions sur les enregistrements boursiers sont payées par le vendeur et l'acheteur de titres, pour les opérations qui ne donnent pas lieu à négociation sur le marché pour quelque motif que ce soit, et qui sont enregistrées par la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, elles varient de 0.05 à 0.25% du montant de l'enregistrement pour les titres de capital et de 0.10 à 0.15% pour les titres de créance.

La commission perçue par la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, sur les opérations enregistrées ne saurait être inférieure à deux dinars (2 D), pour les titres de créance, et cinq (5 D) pour les titres de capital, pour chacune des parties à l'opération et ce quel que soit le montant de l'opération. Elle ne peut être supérieure à cinq cent dinars (500 D) pour les titres de créance et six mille dinars (6 000 D) pour les titres de capital et ce quel que soit le montant de l'opération.

## **IX La Gestion des investissements**

Les investisseurs ont le choix dans la gestion de leurs portefeuilles entre la gestion directe et la gestion indirecte.

### **1) La gestion directe**

On gère directement son portefeuille en passant des ordres d'achats et de ventes d'actions à travers un intermédiaire en Bourse ou sa banque, dans ce cas il vaut mieux avoir des connaissances approfondies sur la bourse et les valeurs cotées.

Les personnes qui n'ont pas l'expérience nécessaire ou les connaissances suffisantes peuvent bénéficier de l'assistance et des conseils des professionnels du marché, intermédiaires en Bourse ou banquiers, moyennant certaines commissions supplémentaires, on peut aussi leur déléguer la gestion du portefeuille par l'établissement d'un contrat de gestion.

### **2 La gestion indirecte**

Elle consiste en l'achat de produits collectifs, les SICAV qui sont des actions non négociables en Bourse, représentatives de portefeuilles de placements collectifs en Bourse gérés par les professionnels du marché, ces produits sont proposés par la majorité des Banques de la place.

## LES INTERMEDIAIRES EN BOURSE - IB –

Ce sont des personnes physiques ou morales qui ont le monopole de l'enregistrement et de la négociation des valeurs mobilières à la bourse. Ils doivent recevoir l'agrément du CMF et justifier en particulier de moyens financiers (capital minimum 1000000TND), humains, techniques et organisationnels ainsi que de connaissances professionnelles suffisantes (5 ans d'expérience au moins).

Leur mission fondamentale est la transmission des ordres d'achat et de vente de titres de leurs clients à la bourse, mais ils peuvent se livrer à d'autres activités telles que :

- Le conseil et le démarchage financier
- La gestion des portefeuilles individuels ou collectifs
- Le placement des valeurs mobilières
- La garantie de bonne fin des émissions
- L'assistance des entreprises lors des introductions en bourse

L'activité d'intermédiaire en bourse doit être exercée à titre permanent. Elle est incompatible avec toute autre activité exercée à titre professionnel.

Les intermédiaires en bourse sont responsables à l'égard de leurs clients et sont tenus au secret professionnel. Ils sont représentés collectivement à travers une association professionnelle : l'association des intermédiaires en bourse : AIB.

Ils doivent constituer un Fonds de Garantie de Marché destiné à garantir la bonne fin des opérations négociées sur le marché et intervenir au profit de la clientèle du marché de valeurs mobilières afin de couvrir les risques non commerciaux en cas de défaillance dans le règlement ou la livraison.

Les contributions financières au fonds de garantie de marché sont effectuées par les intermédiaires en bourse. Elles sont de trois types :

- une contribution initiale
- une contribution régulière
- une contribution exceptionnelle.

## **LA SOCIETE TUNISIENNE INTERPROFESSIONNELLE DE COMPENSATION DES VALEURS MOBILIERES :**

La STICODEVAM est une société interprofessionnelle de dépôt, de compensation et de règlement, constituée par les intermédiaires en bourse sous la forme d'une société anonyme. Son capital peut être ouvert aux organismes dont la participation est agréée par le ministre des finances.

Elle peut recevoir les dépôts des valeurs mobilières, en vertu de contrats. Le dépôt des valeurs mobilières donne lieu à la tenue de comptes par la société de dépôt, de compensation et de règlement au profit de la société émettrice, du propriétaire des valeurs mobilières et des intermédiaires en bourse chacun en ce qui le concerne. Ces comptes retracent le nombre de valeurs mobilières déposées auprès de ladite société et le nombre de valeurs mobilières matériellement portées par leurs propriétaires. Elle se charge de l'inscription des nantissements et des oppositions et de toute autre charge pesant sur les valeurs mobilières et les droits y attachés déposés chez elle.

La STICODEVAM se charge aussi des opérations de compensation et de règlement des transactions effectuées en bourse. Outre les valeurs mobilières délivrées à leurs propriétaires par les sociétés émettrices, celles-ci doivent obligatoirement déposer auprès de la société de dépôt, de compensation et de règlement les valeurs mobilières admises à la cote de la bourse sous la forme d'un titre collectif et unique représentant le nombre de titres admis.

Les propriétaires des valeurs mobilières qu'elles soient admises ou non à la cote de la bourse, peuvent les déposer matériellement auprès de la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, ou permettre à celle-ci de les recevoir matériellement de la société ou de l'organisme émetteur, ou demander en remplacement tout autre document en vue de les déposer chez elle au profit de leurs propriétaires.

Dans les deux cas, les propriétaires des valeurs mobilières déposées et ceux qui le deviennent ultérieurement, peuvent les retirer et les porter matériellement.

L'intermédiaire en bourse vendeur ; doit déposer les valeurs mobilières qu'il offre sur les marchés de négociation ou alimenter son compte en titres similaires et de droits s'y rapportant ouvert auprès de la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, avant l'exécution de l'ordre de vente sur le marché.