

## La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis : Repères de gouvernance et pistes de résilience pour un meilleur financement de l'économie

### 1. Introduction.

En dépit des réformes réglementaires du marché financier, des révisions successives des dispositifs de compartimentage des marchés, avec l'institution des titres relatifs à la cote de la bourse (marchés principal, alternatif et obligataire) et à l'hors cote ainsi que des mises en place d'une plateforme de cotation électronique et d'indices de capitalisation boursières (Tunindex, Tunindex.20 et Tunbank), la Tunisie souffre d'une inadéquation frappante entre les évolutions textuelles et les pratiques de marché si bien que la bourse des valeurs mobilières (BVMT) est demeurée beaucoup moins développée que d'autres places financières émergentes. L'objet de ce rapport de veille est de dresser des éléments de repères en matière de retards de gouvernance et de proposer des pistes alternatives de résilience pour un meilleur concours de la BVMT au financement de l'économie tunisienne.

### 2. Rétrospective de l'évolution réglementaire du marché boursier en Tunisie.

#### 2.1. Cadre légal et réformes entreprises.

La première véritable réforme du marché financier a débuté en 1994 avec la réorganisation de la bourse (créée depuis 1969) en deux organes indépendants, le Conseil du Marché Financier (CMF) pour le contrôle des transactions, et la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) pour la gestion des marchés. Ces deux tâches incompatibles incombaient auparavant à la BVMT. Dans le même temps, une Société Tunisienne Interprofessionnelle de Compensation et de Dépôt des Valeurs Mobilières (STICODEVAM) a été créée dans le but de servir comme dépositaire unique chargé des opérations de livraison-règlement (dénouements des transactions dans un univers encore non dématérialisé), de redéfinir la notion de l'appel public à l'épargne (APE) et garantir la transparence et l'intégrité du marché.

A la même époque furent aussi créés un fonds de garantie de marché et une association des intermédiaires en bourse chargé d'élaborer une charte de déontologie de la profession. La dématérialisation des titres gérée par la STICODVAM n'a été permise qu'à partir de 2000 après l'entrée en vigueur de ses normes comptables en 1999.

En parallèle, la promulgation de nouveaux codes tels que le code des droits et procédures fiscaux, le code des sociétés commerciales et le code des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en 2001 a tenté de compléter le cadre légal du marché financier. C'est dans ce sens que furent modifiés et complétés plusieurs textes portant par exemple sur les SICAF et SICAV ou sur la réglementation des emprunts obligataires. Une réorganisation du fonctionnement des OPCVM et des cadres juridiques de la titrisation et des Fonds Communs de Créance (FCC) a aussi été mise en place. Une évolution textuelle qualitative a été poursuivie en 2005 par une loi relative au renforcement de la sécurité des relations financières et la finalisation en 2006 par l'association des intermédiaires en bourse de la rédaction d'un

code de déontologie de la profession dénommé pacte d'honneur conforme aux standards des meilleures pratiques en la matière et notamment de la charte de l'OCDE.

Les modalités de transaction à la bourse des valeurs mobilières de Tunis ont été aussi révisées en modifiant les dispositifs de compartimentage des marchés. Alors qu'auparavant, l'émission de titres s'opérait sur le marché secondaire (marché des émissions) et leurs transactions sur le marché primaire (marché des transactions), une double dissociation a été introduite par un arrêté du 24 septembre 2007 au niveau du règlement général de la BVMT avec les notions de titres relatifs à la cote de la bourse et au marché hors cote. La cote de la bourse comprend désormais trois marchés à savoir le marché principal des titres de capital, le marché alternatif des titres de capital destiné aux petites et moyennes entreprises et le marché obligataire. En revanche, ne sont échangés sur le marché hors cote que les actions et obligations non admises à la cote de la bourse. A la fin de cette même année a démarré aussi la nouvelle version de la plateforme de cotation électronique de la BVMT avec la norme NSC V.900 de communicabilité pour garantir essentiellement les interconnexions possibles avec d'autres entités de marché même étrangères et l'anonymat.

## **2.2. Les indices boursiers.**

Au niveau des indices, l'indice général BVMT (base 100 : 30/09/1990) retrace l'évolution du rendement moyen du marché. Sont incluses dans l'échantillon de référence toutes les actions admises. En 1996 a été adoptée une cotation électronique (Supercac - Unix) qui a permis la diffusion des données du marché en temps réel, l'introduction d'une négociation délocalisée et surtout le règlement des opérations de livraison à J+3 via la STICODEVAM. L'indice BVMT a été ajusté le 31 mars 1998, avec une base de 465,77 et un nouvel échantillon se limitant aux valeurs dont la fréquence de cotation est supérieure à 60%. Depuis le 2 janvier 2009, l'indice BVMT n'est plus publié.

Un second indice TUNINDEX de capitalisation boursière (base 1000 : 31/12/1997) a été introduit depuis le 1<sup>er</sup> avril 1998. Son mode de calcul tient compte de l'évolution moyenne des cours boursiers pondérés par les nombres de titres émis. L'échantillon de base est composé des valeurs admises par leurs actions ordinaires à la cote de la bourse et dont la période de séjour dans l'un des marchés de la côte est de 6 mois au minimum. Depuis le 2 janvier 2009, le mode de calcul de l'indice TUNINDEX a été modifié et n'est plus pondéré par la capitalisation boursière totale mais plutôt par une capitalisation flottante. En d'autres termes, seul le nombre de titres mis à la disposition du marché, et non plus le nombre de titres admis, est utilisé dans le calcul de la capitalisation boursière<sup>1</sup>. L'indice TUNBANK, base 1000 au 31/12/2005, a été introduit à cette date pour analyser l'évolution de la capitalisation boursière réduite aux actions des banques admises à la cote de la bourse sur le marché principal. Un nouvel indice TUNINDEX.20, publié à partir du 2 janvier 2012, vient d'être implémenté et concerne l'évolution des 20 premières capitalisations boursières sur le marché.

## **2.3. Sociétés cotées.**

Le nombre des sociétés dont les titres de capital sont admis à la cote de la bourse s'élève actuellement à 71 (Tableau.1):

---

<sup>1</sup> Le poids des valeurs bancaires dans l'indice Tunindex représente 50%.

- La cote de la bourse sur le marché principal comprend 67 valeurs dont 21 sociétés financières (dont 11 banques, 6 sociétés de leasing et 4 sociétés d'assurance)<sup>2</sup>, 4 sociétés d'investissement et 30 groupes de sociétés opérant dans divers autres secteurs d'activité économique. L'année 2013 a enregistré un record en termes d'introductions par la procédure d'Offre à Prix Ferme (OPF) avec 7 nouvelles admissions sur le marché principal, en l'occurrence OTH, Hannibal Lease, Best Lease, EuroCycles, City cars, MPBS et SAH Tunisie.
- La cote de la bourse sur le marché alternatif, ne comprenant auparavant que 2 sociétés, a été confortée par une troisième introduction de la valeur technologique Hexabyte en 2011 et par une quatrième introduction de la société «Ateliers Mécaniques du Sahel» (AMS) en 2012. L'année 2013 a enregistré un record en termes d'introductions par la même procédure d'Offre à Prix Ferme (OPF) avec 5 nouvelles admissions sur le marché alternatif, en l'occurrence Sotemail, Land'Or, AETECH, NBL et Syphax Airlines.

En outre, d'autres entreprises s'apprêtent actuellement à faire leur entrée sur le marché alternatif en 2014<sup>3</sup>.

**Tableau.1 : Evolution des admissions à la cote de la bourse**

	2010	2011	2012	2013
Marché principal	5	5	5	6
Marché alternatif	2	3	4	9
Total	7	8	9	15
<b>Variations</b>	-	+	+	+
		1	1	12

Source : BVMT (2014)

### 3. Les déficits de gouvernance et expériences internationales comparées.

Bien que sur le plan textuel, la BVMT est visiblement adossée à un support complet de règles de fonctionnement grâce à un dispositif législatif et fiscal cohérent<sup>4</sup> et d'outils technologiques sophistiqués, certaines dérives ont néanmoins été constatées et relèvent manifestement de l'inadéquation frappante des dispositions réglementaires avec les pratiques de marché, qui rendent d'ailleurs la BVMT moins développée que d'autres places financières émergentes.

<sup>2</sup> Ainsi, les sociétés financières représentent plus de 38% (dont près de 19% de banques) des valeurs admises à la cote de la bourse sur le marché principal de la BVMT.

<sup>3</sup> En l'occurrence, Tawasol Holding group, MIP (grossiste en informatique), Groupe Délice, Holding Agroalimentaire Slama, Software Productivity Group (SPG).....

<sup>4</sup> Il en est de même des organismes de gestion et de contrôle qui sont conformes aux meilleures pratiques internationales: une bourse privée, un régulateur (CMF : Conseil du Marché Financier), un organisme de dénouement (STICODEVAM agissant comme une banque centrale des titres) et un fonds de garantie de marché.

### 3.1. Une grille de lecture des dérives institutionnelles antérieures.

La chute de la bourse après la révolution du 14 janvier 2011 a révélé des failles et dérives dans la réglementation financière, si bien qu'il existe aujourd'hui un paradoxe entre une infrastructure technique, réglementaire et organisationnelle à priori fortement développée et une certaine déficience institutionnelle et de gouvernance. Au niveau du schéma réglementaire et de gouvernance, les principaux facteurs de vulnérabilités semblent circonscrits aux niveaux suivants (Tableau.2) :

**Tableau.2 : Facteurs de dysfonctionnements**

<b>Facteurs de blocage</b>	<b>Risques de vulnérabilités constatés</b>
Absence de décloisonnement entre les banques et les intermédiaires en bourse.	Exacerbation des délits et manquements d'initiés.
Forte ingérence de l'administration.	Distorsions liées à la privatisation des entreprises publiques via la bourse.
Absence de textes réglementaires dans le domaine du droit boursier pour instaurer un cadre légal des groupes de sociétés et de consolidation de comptes.	Risque de détournements de capitaux en présence de participation étrangère en cas de double cotation.
Techniques inappropriées d'introduction en bourse.	Non fiabilité de l'information financière et délit de manipulation des cours.
Responsabilité des intermédiaires en bourse et manque de fermeté du CMF avec les contrevenants à la réglementation.	Délits de connivence aggravés lors des dénouements des transactions.
Manque de transparence des entreprises cotées.	Surévaluation des actifs Minoration des provisions pour risques et charges.
Autres déficits de gouvernance.	Nomination du directeur général de la bourse en dehors des membres indépendants élus du conseil de la BVMT

**Source** : Compilations condensées de l'auteur sur la base du rapport de la Commission d'Investigation sur les Affaires de Corruption et de Malversations (CICM), Tunis (2011).

### 3.2. Référentiel comparé : le cas du Maroc

Au Maroc, un renforcement qualitatif de la gouvernance a permis justement d'éviter les dérives de dysfonctionnements réglementaires observés à la BVMT:

#### 3.2.1. Neutralisation de l'ingérence de l'administration et décloisonnement entre les banques et les intermédiaires en bourse.

Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières a été d'abord transformé en Autorité des Marchés des Capitaux (instance équivalente au CMF tunisien) avec cependant le passage du statut de cette dernière d'un établissement public à celui d'une personne morale publique (comme la banque centrale ou Bank Al-Maghrib), et la présidence de son conseil d'administration par une personne indépendante. La composition de son conseil d'administration a été ensuite élargie aux représentants de toutes les autres autorités du contrôle (notamment l'autorité des assurances). Un collège de sanctions a été institué au sein de l'Autorité

des Marchés des Capitaux. En outre, au Maroc, et précisément à la bourse de Casablanca, les intermédiaires en bourse agissent en tant que conseillers financiers, un statut totalement déconnecté des banques ou de leurs filiales qui n'opèrent qu'en tant que membres d'un syndicat de placement au côté du conseil des valeurs mobilières (CDVM) représentant l'autorité du marché.

### 3.2.2. Techniques appropriées d'introduction en bourse et de consolidation des comptes.

Bien que la bourse de Casablanca soit aussi organisée par compartimentage entre les marchés suivant les normes de la cote et de l'hors cote, son marché de la cote n'est pas néanmoins subdivisé en trois segments comme c'est le cas à la BVMT entre le marché principal et le marché alternatif des titres de capital et accessoirement le marché obligataire. C'est justement cette forme simpliste d'organisation qui permet de transiter d'une réglementation à l'autre de manière arbitraire, comme c'est le cas dans l'exemple de l'introduction de la valeur de Carthage Cement à la cote du marché alternatif. A la bourse de Casablanca, au contraire, le marché de la cote est subdivisé clairement en 5 compartiments régis par des règles précises, 3 marchés d'actions, 1 marché obligataire et 1 marché des fonds. Une architecture drastique et claire des mécanismes et règles d'introduction est établie selon ce schéma précis (Tableau.3, 4 et 5):

**Tableau.3 : Les marchés d'actions**

	<b>Marché principal (ou central)</b>	<b>Marché de développement</b>	<b>Marché de Croissance</b>
Profils des entreprises	Grandes entreprises	Entreprises de taille moyenne	Entreprises en forte croissance
Capitaux propres minimum	50 MDHM	Pas de limite fixée	Pas de limite fixée
Chiffres d'affaire minimum	Pas de limite fixée	Plus de 50 MDHM	Pas de limite fixée
Nombre d'exercices certifiés	3	2	1
Comptes consolidés	Oui (*)	Facultatif	Facultatif
Nombre de titre minimum à émettre	250 000 actions	100 000 actions	30 000 actions
Montant minimum à émettre (*)	75 MDHM	25 MDHM	10 MDHM

(\*) Pour les entreprises disposant de filiales

Sur le marché central, les actions sont négociées en fonction de leur liquidité selon deux modalités de cotation: le multi-fixing, pour les valeurs moyennement liquides (25 valeurs) et le continu, pour les valeurs les plus liquides (52 valeurs). Les "cours de référence", utilisés dans le calcul des indices et figurant dans les reportings sont les cours de clôture de la veille.

**Tableau.4 : Le marché obligataire**

	<b>Emprunt obligataire</b>
Montant minimum à émettre	20 MDHM
Maturité minimale	2 années
Nombre d'exercices certifiés	2
Comptes consolidés	Oui (*)

(\*) Pour les entreprises disposant de filiales

**Tableau.5 : Le marché des fonds (\*)**

Montant minimum à émettre	20 MDHM
---------------------------	---------

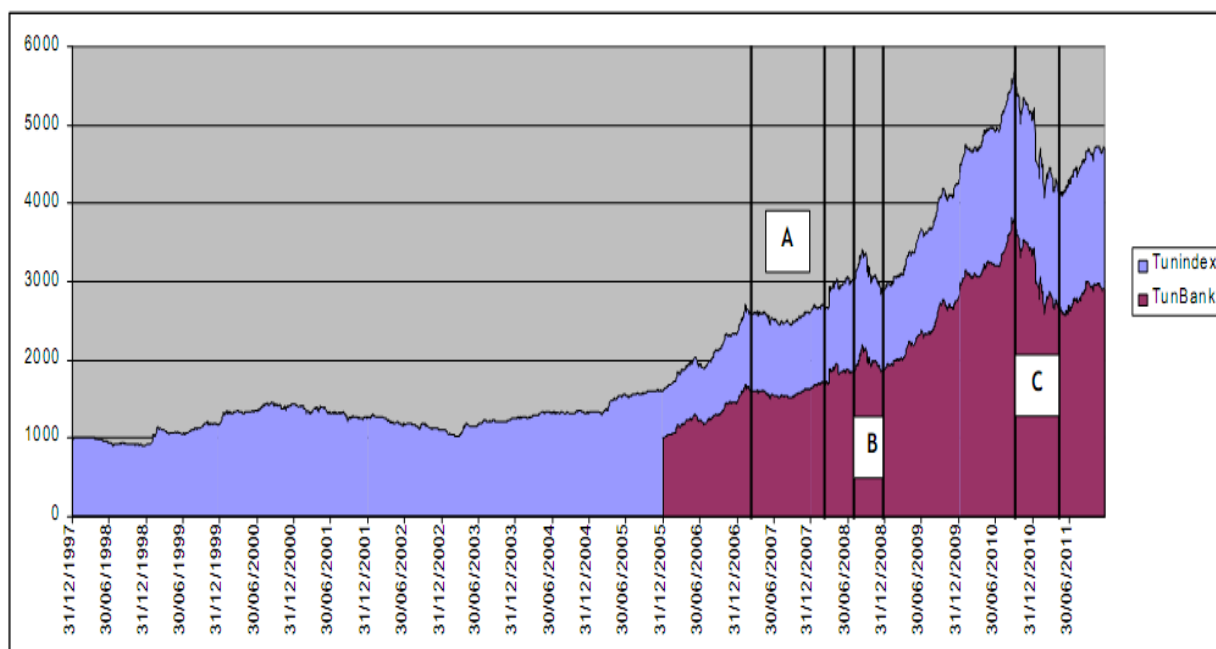
(\*) Limité aux organismes de placement en capital-risque et aux fonds de placements collectifs en titrisation

Pour éviter en effet les délits et manquements d'initiés, la réglementation marocaine des procédures d'appels publics à l'épargne (APE), ou d'offre publique (OPE) et d'introduction en bourse, a été harmonisée avec celle de NYSE Euronext (né en 2007 de la fusion de NYSE et d'Euronext NV. Ce dernier étant créé depuis 2000 entre quatre places de la zone euro, Amsterdam, Paris, Brussels, Lisbonne et Londres). A ce titre, l'admission d'une valeur mobilière à la bourse de Casablanca ou sur tout autre marché réglementé au Maroc est régie par les directives européennes et internationales en la matière, telle que par exemple, l'interdiction de cession des titres concernés pendant 24 mois à compter de leur nouvelle admission et acquisition par des investisseurs qualifiés (OPCVM, entreprises d'assurance et de réassurance, ...).

#### 4. Analyse rétrospective des cours boursiers et physionomie de la bourse dans la période de transition.

Une analyse rétrospective des données quotidiennes des indices TUNINDEX (depuis le 31/12/1997) et TUNBANK (depuis le 31/12/2005) jusqu'au 22/12/2011 dénote des évolutions suivantes qui permettent de caractériser et de dater trois périodes de chutes boursières (Graphique.1) :

**Graphique.1 : Datation des chutes boursières**



**Source:** BVMT

Une première période **(A)**, à partir du 1<sup>er</sup> février 2007 coïncidant avec la décision de réduction de la valeur nominale de l'action de ASSAD de 5 DT à 1 DT, suivie le 15 mai 2007 avec celle de la SPDIT SICAF de 8 à 1 dinar, le 22 juin 2007 de l'action de la BNA de 10 à 5 dinars, le 2 juillet 2007 de l'action de ATL de 10 à 1 dinar et le 10 juillet 2007 de l'action de la SFBT de 5 à 1 DT. Ensuite, les répercussions globales de la crise économique et financière internationale à partir de février 2008 n'ont eu qu'un impact limité sur la bourse de Tunis dès lors qu'une reprise s'est même déclenchée à partir d'avril 2008 avec l'introduction d'ARTES au marché principal de la cote de la bourse à partir du 7 avril 2008 au cours de 10,330 dinars par action.

Néanmoins, une légère phase de recul **(B)** a été observée à partir du mois de juin 2008 en raison de la sortie de 2,9% de la capitalisation flottante adossée à la participation étrangère dont 22,1% correspondant à une participation stable et durable ont été consolidés dans le cadre de positions stratégiques, aussi bien dans les sociétés que dans les banques tunisiennes. L'introduction du titre de POULINA GP HOLDING à partir du 19 août 2008 au cours de 5,950 dinars par action a permis la reprise d'un mouvement haussier qui

s'est d'ailleurs amplifié par la suite avec l'introduction des actions de Ciments de Bizerte au marché principal de la cote de la bourse à partir du 21 octobre 2009, au cours de 11,500 dinars par action, suivie de l'admission du titre d'assurances SALIM au marché principal de la cote de la bourse à partir du 19 mars 2010 au cours de 15 dinars par action et enfin du démarrage de la double cotation des actions de la société ENNAKL Automobiles sur le marché principal le 13 juillet 2010 au cours de 10,700 dinars par action.

Une troisième période **(C)**, à partir de septembre 2010, et qui s'est poursuivie jusqu'au mois de juillet 2011, est caractéristique en fait de deux phases: **(i)** une première phase, à partir de septembre 2010, le marché a entamé un mouvement baissier suite à une crise de confiance soutenue par les informations qui ont filtré sur les nouvelles dispositions du projet de loi des finances 2011 et qui prévoit l'imposition des plus-values de cession d'actions. Les articles 35 et 36 du projet de loi de finances prévoient de prélever une taxe de 10 % sur toutes les plus-values excédant les 10 mille DT faites en bourse dont l'horizon d'investissement est moins d'une année. **(ii)** Une deuxième phase, à partir de décembre 2010 où la vague des contestations politiques a débuté, la crise de confiance a regagné le marché avec une baisse de l'indice TUNINDEX de (-12,74%) et de l'indice TUNBANK dans la même proportion (-13%). Suite à cette régression, le conseil de marché financier a suspendu la cotation du 17 au 30 janvier 2011, dans le but de protéger l'épargne investie en valeurs mobilières, produits financiers négociables en bourse et tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne.

#### **4.1. Principaux faits saillants en 2011.**

A la clôture de l'année 2011, le TUNINDEX a terminé sur une performance négative, une première après huit ans de hausses consécutives, en perdant 7,63% se plaçant ainsi au-dessous de la barre des 5.000 points à 4.722,25 points et effaçant une partie des gains réalisés en 2010 (19,13%), et ce compte tenu du contexte particulier connu par la Tunisie tant sur le plan politique qu'économique. Le volume des échanges a atteint 1.678,1 MDT, soit une baisse des capitaux échangés de 37,9% par rapport à 2010. En conséquence, le volume journalier moyen sur la période annuelle est passé de 10,76 MDT à fin de 2010 à 7,05 MDT au 31 décembre 2011, correspondant à un repli de 34,5% ou de 3,71 MDT. La capitalisation boursière du marché s'est chiffrée à 14.452,4 MDT contre 15.281,8 MDT à la même période de 2010 affichant un repli annuel de 5,42%. D'une manière générale, l'évolution des valeurs boursières a essentiellement sanctionné le secteur bancaire public (STB, BH et BNA) qui a particulièrement supporté une charge évaluée 1.066,7 MDT.

#### **4.2. Principaux faits saillants en 2012.**

En dépit d'une conjoncture difficile, le premier trimestre de l'année 2012 a enregistré un léger redressement de l'indice TUNINDEX qui a, par exemple, clôturé le mois de mars à 4.819,77 points (+2,1% par rapport à décembre 2011), parallèlement à la hausse de 0,3% du nouvel indice TUNINDEX20. En fait, ce sont surtout les valeurs bancaires qui ont continué à peser sur la tendance du marché boursier. Après une régression de 13,2% au titre de l'année 2011, l'indice des banques TUNBANK a poursuivi une régression sur toute l'année 2012, mais de moindre ampleur qu'en 2011 avec un léger recul de seulement 0,2% durant le premier semestre de 2012.

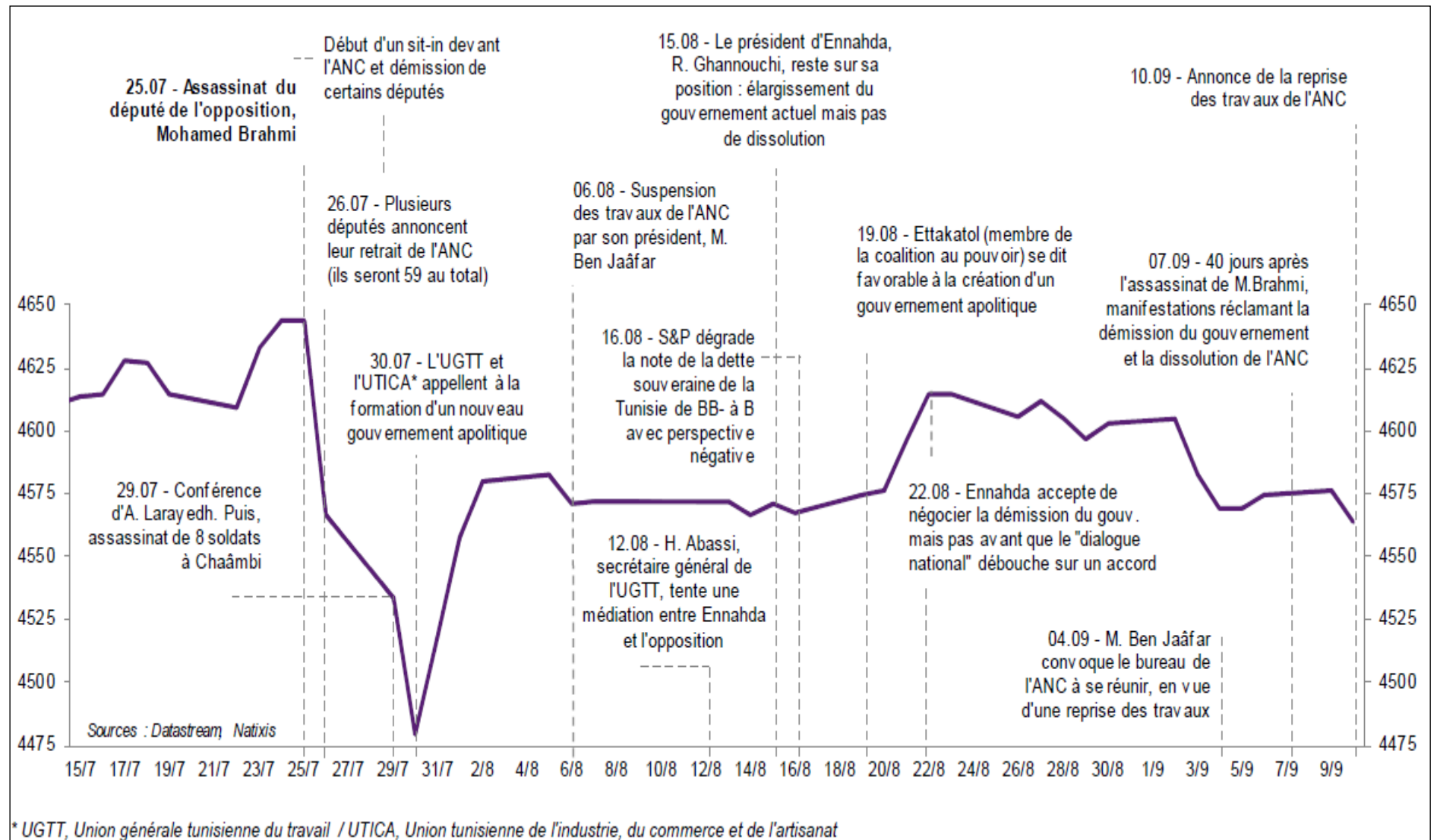
### 4.3. Principaux faits saillants en 2013.

Le Tunindex a cumulé trois années de baisse consécutive, en inscrivant une baisse de 4,33% à 4381,32 points en 2013 contre 4579,85 points fin 2012. La baisse cumulée sur les trois dernières années a atteint 14,3% passant de 5112,52 points fin 2010 à 4381,32 points au 31/12/2013.

Ce repli, synonyme d'affaiblissement de la confiance des investisseurs, a été principalement imputable à la situation économique et sécuritaire qu'a traversé la Tunisie en 2013 : dégradation de la notation souveraine, montée du terrorisme, assassinats politiques, instabilité politique, retard de l'ANC à élaborer la constitution et le flou institutionnel qui s'en est suivi au sujet du processus de transition (feuille de route consensuelle sur les échéances politiques, procédures de changements des gouvernements ect.....). Le graphique.2 ci-dessous retrace l'impact des principaux événements politiques sur l'évolution du Tunindex en 2013.



**Graphique.2 : Evènements politiques et évolution du TUNINDEX**



Source : Natixis (2013)

## 5. Les dysfonctionnements récurrents du marché financier.

D'une manière générale, les marchés de capitaux en Tunisie ne jouent pas un rôle majeur dans la mobilisation de l'épargne et le financement de l'économie réelle. Les fonds mobilisés n'ont représenté en moyenne jusque-là que 2%. Le marché des titres d'État demeure sous-développé et illiquide alors que le marché primaire des actions et obligations d'entreprises demeure modeste avec des sociétés cotées qui ne reflètent pas la structure de l'économie.

### 5.1. Faible taille du marché boursier.

Le marché boursier tunisien est de faible taille et n'est pas représentatif de l'économie nationale. De même, le marché finance faiblement l'économie (une moyenne de seulement 5% du PIB, contre des encours de crédits au secteur privé de l'ordre de 68,2% du PIB en moyenne durant la période 2008-2012). En termes de capitalisation boursière, de nombre de sociétés cotées, de volumes échangés et de contribution au financement de l'économie, la BVMT demeure la moins performante des pays comparateurs et émergents.

En effet, en dépit des nouvelles introductions de valeurs sur la cote de bourse durant la période de transition, aussi bien sur le marché principal (cas de la société confisquée city cars) ou sur le marché alternatif, le positionnement comparatif des principaux indicateurs de la bourse tunisienne, relativement à celles du Maroc et de l'Égypte, principales places financières concurrentes émergentes, dénote encore des retards d'approfondissement :

**Tableau.6 : Indicateurs boursiers comparés**

	<b>Tu nisie</b>	<b>M aroc</b>	<b>Eg ypte</b>
Capitalisation boursière à fin 2012 (Milliards DT)	15,8	115,6	81,2
Capitalisation boursière / PIB (2012)	23,7%	69,4%	28,7% (*)
Contribution moyenne au financement de l'économie	5%	19%	21%

(\*) Moyenne 2010-2012 compte tenu de l'effondrement de la capitalisation de (-49%) en 2011.

### 5.2. Forte prépondérance du secteur bancaire et faible diversification sectorielle.

La répartition de la capitalisation boursière en Tunisie dénote de la prépondérance du secteur bancaire. Le secteur bancaire reste le plus grand contributeur à la capitalisation boursière à hauteur de 44%. Si on leur ajoute les sociétés de leasing et les sociétés d'assurance, les sociétés financières représentent globalement 70% de la capitalisation boursière. Contrairement aux autres bourses émergentes, l'absence de diversité sectorielle<sup>5</sup> et la faible représentativité des institutionnels<sup>6</sup> sont d'ailleurs à l'origine des faibles niveaux de capitalisation et de liquidité.

<sup>5</sup> Il n'existe pas en effet de sociétés cotées représentant les secteurs de l'agriculture, du tourisme, de l'énergie et du transport.

<sup>6</sup> Le marché boursier ne fait pas intervenir ni les investisseurs institutionnels ni les opérateurs du secteur public (STEG, Tunisie Télécom, RNTA, groupe chimique ...). Au contraire, l'analyse de la capitalisation boursière par secteurs d'activité sur la bourse de Casablanca au Maroc par exemple montre une plus faible prépondérance du secteur bancaire et des assurances avec une contribution à hauteur de 28% dans la capitalisation boursière contre 44% en Tunisie ainsi qu'une plus grande diversification des secteurs d'activités et une plus forte représentativité des institutionnels et des opérateurs du secteur public (télécommunication, ect....).

La BVMT accuse aussi un cumul excessif et une absence de décloisonnement entre les intermédiaires en bourse et les banques. Cette situation a été source d'obstructions causées par ces dernières au développement et à la transparence du marché boursier.

De même, et en dépit d'une forte représentativité (plus de 38%) des valeurs des sociétés financières admises à la cote de la bourse sur le marché principal de la BVMT en Tunisie et de leur prépondérance dans sa capitalisation boursière, ce secteur n'est que faiblement performant relativement à ses concurrents dans les pays comparateurs de la région MENA. En effet, la capitalisation des banques tunisiennes ne représente que 0,9% du total de la capitalisation du secteur bancaire de la zone MENA, un niveau relativement modéré par rapport aux pays comparateurs et concurrents de la région.

### **5.3. Faible attractivité de la place financière tunisienne pour les investisseurs étrangers.**

La faible attractivité du marché financier aux investissements étrangers de portefeuilles en actions et en obligations répond à deux facteurs : (i) un contrôle de change encore excessif pour les investisseurs étrangers sur les marchés, principal et alternatif, des titres de capital sur la cote de la bourse et (ii) un faible taux de souscription autorisé pour les investisseurs étrangers sur le marché obligataire de la cote de la bourse.

#### **5.3.1. Contrôle de change encore excessif.**

En effet, la réglementation de change actuelle sur les marchés, principal et alternatif, des titres de capital sur la cote de la bourse, n'a prévu que les mesures suivantes de desserrement du contrôle de change pour les investisseurs étrangers. Depuis 1997, les investissements de portefeuille en actions conférant un droit de vote ne sont plus soumis à l'approbation de l'ancienne commission supérieure d'investissement mais ne sont libéralisés qu'à hauteur de 50% seulement pour les sociétés cotées. En revanche, au Maroc ou en Egypte, les investisseurs étrangers peuvent détenir jusqu'à 100% du capital des sociétés cotées et sans aucune autre restriction sur les choix sectoriels. En Tunisie, certains secteurs demeurent fermés à la participation étrangère tels la distribution, l'immobilier et le secteur financier (sauf autorisation BCT). La participation étrangère dans le secteur des automobiles est par exemple plafonnée à hauteur de 30%.

Depuis 2005, furent instaurées (i) la liberté d'acquisition entre étrangers d'actions dans des sociétés tunisiennes, (ii) la convertibilité intégrale du dinar tunisien pour les opérations en capital effectuées régulièrement par les non-résidents à condition de procéder à des investissements en Tunisie au moyen d'une importation de devises<sup>7</sup> et (iii) la libéralisation intégrale des transactions sous-jacentes (y compris les SICAV) et des investissements de portefeuille sous forme de participations dans les secteurs non financiers.

Mais, ces mesures se sont avérées encore insuffisantes à la dynamisation du marché du fait de la contrainte sur les droits d'accès jugée encore insuffisante à hauteur de 50% comparativement à d'autres places émergentes, ce qui explique d'ailleurs la faible participation étrangère dans la capitalisation

---

<sup>7</sup> Dans ce cadre, ces opérateurs bénéficient de la liberté de transfert du produit réel net de la cession ou de la liquidation des capitaux investis même si ce produit est supérieur au capital initialement investi.

boursière à hauteur de 21,7% en moyenne au cours des dernières années relativement à celle des pays comparateurs et émergents<sup>8</sup>.

### **5.3.2. Des restrictions aux souscriptions des investisseurs étrangers sur le marché obligataire.**

Bien que la réglementation de change a prévu certaines mesures de desserrement du contrôle de change pour les investisseurs étrangers, il subsiste actuellement plusieurs autres restrictions aux souscriptions des investisseurs étrangers sur le marché obligataire de la cote de la bourse. En effet, depuis 2003, une autorisation a été accordée aux investisseurs étrangers d'acquérir des bons du trésor dans limite de 5% de chaque ligne, avec une garantie de transferts des fonds placés à ce titre. En 2005, cette autorisation fût augmentée à hauteur de 10% des émissions et d'ailleurs élargie au même taux aux étrangers non-résidents pour souscrire, pour chaque ligne d'émission au moyen d'une importation de devises, aux obligations émises par les sociétés cotées en bourse ou ayant obtenue une notation. En 2007, une dynamisation supplémentaire du marché obligataire a été introduite par le relèvement du taux de souscription autorisé des étrangers dans l'émission des titres publics et des obligations des sociétés résidentes ou notées jusqu'à 20% des encours par ligne d'émission.

Néanmoins, outre l'accès avec restrictions des investisseurs étrangers au marché primaire via les primary dealers sur les valeurs du trésor (ou SVT : Spécialistes en Valeurs du Trésor), même un relèvement additionnel des taux de souscriptions autorisés ne permettra pas d'attirer les capitaux étrangers tant que le marché secondaire des titres de dettes publiques ou privées n'est pas développé. D'autre part, les non résidents ne peuvent souscrire aux titres de dette émis par l'Etat, aux obligations du trésor ou aux titres de dette émis par les entreprises résidentes qu'après approbation dans la limite prévue par la réglementation à savoir 20% des encours par ligne d'émission, ce qui réduit fortement les transferts de revenus (remittances) et affaiblit incontestablement la capacité de la balance des revenus à financer le déficit courant comme c'est le cas par exemple au Maroc.

## **6. Capacités de résilience à moyen terme et axes de réformes du marché financier.**

Si on prend en compte la forte concentration des risques qui caractérise le système bancaire, notamment public, un autre problème aussi important est la faiblesse des ressources longues levées, par exemple, auprès des compagnies d'assurance, des fonds de pension, des bailleurs de fonds ou sur les marchés financiers.

Dans cet ordre d'idées, l'amélioration des conditions de financement et de mobilisation des ressources de financement interne peut être optimisée. Une caisse des dépôts et de consignation (CDC) créée en 2011, est venue compléter les formules de capital investissement offertes par les SICAR et les Fonds d'Investissement à Capital Risque (FCPR) devrait accentuer la fourniture des besoins de financement des PME via les banques en respectant, bien entendu, les critères d'éligibilité, liquidité ect...

Dans le même temps, une nouvelle loi sur la microfinance a été promulguée en 2012. Néanmoins, le niveau actuel de l'épargne est insuffisant pour impulser un nouvel élan de l'investissement et de la croissance économique. De même, et étant donné le faible niveau de l'accumulation du capital, la densité du secteur informel et le niveau encore relativement élevé de la pauvreté, le système financier fait face à plusieurs sollicitations pour lequel il n'est pas encore suffisamment préparé. Néanmoins, le marché

---

<sup>8</sup> Bien que faible relativement à d'autres places financières émergentes, la participation étrangère dans la capitalisation boursière n'est cependant flottante qu'à hauteur de 2,5% en moyenne seulement, ce qui a permis de prémunir la BVMT de risques déstabilisants liés à la volatilité des flux de capitaux étrangers.

financier peut offrir, à moyen terme, une alternative viable qui ne dépend pas seulement de la consolidation du nombre et du volume des introductions en bourse mais aussi d'autres facteurs exposés ci-dessous.

### **6.1. Plus de flexibilité du régime de change pour plus d'attractivité des financements externes.**

Il est contreproductif de maintenir des restrictions aux capitaux étrangers. D'ailleurs, les investisseurs étrangers ont à maintes fois fait preuve d'un interventionnisme régulateur sur le marché en achetant quand les cours baissent et en prenant leurs bénéfices quand les cours augmentent. C'est un argument en faveur de l'ouverture car le marché est caractérisé par les daily traders. Donc, agir sur la demande étrangère est un levier de financement important. De ce fait, et en matière de desserrement progressif du contrôle de change, le plan stratégique suivant d'ordonnement d'objectifs monétaires s'impose pour plus d'attractivité des financements externes. Les objectifs de phase de cette étape pourraient prioriser les options suivantes :

- Modulation complémentaire du desserrement graduel du contrôle de change en augmentant le rythme de libéralisation du compte de capital tout en privilégiant en priorité les flux de capitaux à moyen et long terme, et en particulier les investissements directs étrangers effectués par les non-résidents en Tunisie dans les secteurs non financiers, les emprunts à long terme contractés à l'étranger par les sociétés cotées en Tunisie et les souscriptions par les non-résidents aux titres d'Etat libellés en dinar.
- Dynamisation du marché principal des titres par une libéralisation additionnelle (mais graduelle) des flux de portefeuille en actions au-delà du plafond actuel de 50% et destinée en priorité aux investisseurs institutionnels étrangers.
- Développement du marché obligataire par plus d'émissions du trésor et une augmentation prononcée et progressive des plafonds autorisés des souscriptions des investisseurs étrangers dans les flux de portefeuille en obligations. Il s'agit ici d'élargir la base du taux autorisé de souscription par les étrangers non-résidents de titre de dette (ou de bons de trésor) émis par l'Etat ou des obligations émises par les entreprises résidentes cotées en bourse ou disposant d'un rating (au-delà du taux actuel de 20% de chaque ligne d'émission).
- Libéralisation graduelle (élargissement des plafonds) des crédits commerciaux et financiers contractés à l'étranger par les établissements de crédit et les autres entreprises résidentes.
- Limiter les restrictions des investisseurs étrangers au marché primaire via les primary dealers sur les valeurs du trésor (ou SVT : Spécialistes en Valeurs du Trésor).
- Relèvement graduel du taux de souscription autorisé pour les investisseurs étrangers sur le marché obligataire de la cote de la bourse, avec comme pré-requis fondamental le développement du marché secondaire des titres de dettes publiques ou privées
- Dynamisation du marché alternatif des titres PME-PMI par une fiscalité plus attrayante aux participations des OPCVM (SICAR, SICAV et SICAF)

### **6.2. Relever le niveau et la qualité de l'intervention du système financier et approfondir les marchés de capitaux.**

#### **6.2.1. Amélioration de l'attractivité des capitaux islamiques par l'entremise des produits et fenêtres islamiques.**

Le développement de la finance islamique en Tunisie s'est auparavant heurté à la non existence de sous-jacents islamiques, notamment les sukuk qui ne disposaient pas d'un référentiel légal et juridique spécifique. La mobilisation supplémentaire de ressources longues peut être permise par les fonds souverains d'investissement pour le financement de crédits à moyen et long terme. Dans ce cadre, une nouvelle réglementation relative à la création sur le marché financier de fonds d'investissement islamiques a été adoptée en novembre 2013.

### **6.2.2. L'immatriculation des fonds offshore.**

Le cadre fiscal et réglementaire tunisien est peu favorable à l'immatriculation des fonds de capital risque en offshore. Pourtant, une réforme ciblée permettrait de capter une partie importante de fonds étrangers en Tunisie et y créerait un flux de tourisme d'affaires significatif. De plus, en mobilisant des ressources humaines dans différentes spécialités (juridique, fiscalité, finance, expertise comptable...), l'établissement de fonds offshore en Tunisie contribuerait à la création d'emplois et permettrait aussi de générer des ressources fiscales puisque ces fonds ne seront pas totalement défiscalisés (notamment sur les obligations). La mise en place d'un cadre spécifique pour les fonds de capital risque en offshore est d'autant plus opportune en adoptant des conditions souples et flexibles pour leur mode de fonctionnement (flexibilité quant à l'emploi des ressources et à la restitution du capital, cadre légal favorable, fiscalité allégée...).

### **6.3. Impératif de consolidation des fonds propres des banques et des segments BFI**

Le secteur bancaire tunisien affiche de nombreuses carences : un nombre élevé d'établissements au regard de la population ; une forte concentration des parts de marché (les 4 premières banques accaparent plus de 50% de parts de marché des dépôts et des crédits) et surtout un manque manifeste de provisionnement. En effet, les banques ne sont tenues de provisionner que les engagements douteux non adossés à des garanties réelles.

Les garanties doivent donc être estimées de manière prudente et conservatrice, ce qui n'est pas systématiquement le cas chez certains établissements. La mauvaise estimation des garanties peut se traduire par des insuffisances de provisions à combler et par conséquent par une baisse significative des résultats. Ainsi, si certaines banques semblent en apparence rentables et distribuent des dividendes, elles sont en réalité en situation de faillite latente (cas du bilan consolidé STB - BFT).

Face à ce constat, la réforme du secteur bancaire est impérative. Plus précisément, il y a un besoin urgent de renforcer les fonds propres des banques en relevant par exemple le niveau minimal de capital social à 500 millions de dinars (dans un intervalle de 5 ans par exemple). Une telle restriction pourrait encourager les mouvements de rapprochements entre banques et faire émerger des champions nationaux de grande taille qui leur permettrait d'envisager une expansion régionale. Parallèlement, les banques devraient mettre en place des départements BFI dédiés aux opérations de haut de bilan pour devenir à terme une véritable courroie de transmission entre la banque et le marché boursier. Il y a lieu aussi de restructurer le secteur bancaire public et ce, en réglant leurs problèmes de crédits, améliorant leurs politiques de gestion de risques, mettant à niveau leurs systèmes d'information, et apportant une amélioration à leurs systèmes de gouvernance.

Enfin, plusieurs groupes, et non des moindres, affichent un niveau d'endettement élevé qui handicape leur développement. Ces groupes devraient s'orienter sur le marché boursier pour se

recapitaliser et lever les fonds nécessaires à leur croissance. Une circulaire de la BCT, qui n'a jamais été d'ailleurs appliquée, stipule qu'à partir d'un seuil d'endettement supérieur à 25 millions de dinars totalisé par les entreprises d'un groupe, ces dernières doivent faire impérativement appel au marché boursier pour renforcer leurs fonds propres et se recapitaliser par voie d'augmentation de capital en bourse.

#### **6.4. Aspects institutionnels et de gouvernance.**

- Instauration d'un cadre légal pour les groupes de sociétés : la réglementation actuelle en matière de droit boursier dénote de l'absence de textes spécifiques légaux des groupes de sociétés et de consolidation de comptes. L'absence à ce jour de cette réglementation, surtout au niveau de la supervision bancaire au sein de la BCT, induit plusieurs dérives qu'il y a lieu de contourner au plus urgent.
- Interdiction du cumul ou impératif de décloisonnement entre les intermédiaires en bourse et les banques pour éviter les obstructions causées par ces dernières au développement et à la transparence du marché boursier.
- Endossement des chèques par les intermédiaires en bourse : la Banque Centrale de Tunisie devra mettre en place une circulaire spécifique afin de permettre aux intermédiaires en bourse l'endossement de chèques exclusivement au profit de leurs clients.
- Nomination d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration de la BVMT.
- Limitation de l'ingérence de l'Etat par l'élection du directeur général de la bourse parmi les membres indépendants du conseil de la BVMT.

#### **7. Références bibliographiques sélectives.**

- Mouley. S (2012), La gouvernance de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis dans la période de post-transition: Repères et scénarios comparés, Rapport ITES.
- Mouley. S (2013), Réformes et restructuration du système bancaire et financier en Tunisie : Quelle vision et quel plan stratégique prioritaire ? Rapport Stratégique, Institut Arabe des Chefs d'Entreprises (IACE), 28<sup>ème</sup> Session des Journées de l'Entreprise, *L'entreprise et le financement : Nouvelles approches*, Sousse, Décembre.
- Natixis (2013), Tunisie : Perspectives de croissance assombries par les tensions politiques, Recherche Economique, Special Report N°159, Septembre.