

LE MARCHE FINANCIER

Le 14 novembre 1994 une nouvelle loi a été promulguée, avec cet objectif de réorganiser le Marché Financier en Tunisie.

Il n'est pas inutile de rappeler, à ce propos, que la Bourse des valeurs mobilières a été créée par la loi n°69 – 13 du 28 février 1969, modifiée ensuite par la loi n°89-49 du 8 mars 1989 relative au Marché Financier.

SECTION PRELIMINAIRE : NOTION DE MARCHE ET TYPOLOGIE

Avant d'envisager l'étude du Marché Financier, il convient d'abord d'en définir la notion la plus élémentaire. Ainsi, un Marché Financier est avant tout un Marché, c'est-à-dire un lieu public de vente. Mais le terme « Marché » peut s'entendre de différentes manières¹.

Selon le sens commun, un Marché s'entend :

- Soit, d'un lieu public de vente de biens et de services ;
- Soit, de la réunion périodique de commerçants ;
- Soit, d'une convention portant sur la fourniture de marchandises, valeurs ou services ;
- Soit encore, d'un débouché économique.

Pour les besoins de notre étude, un Marché répondra aux deux premières définitions, c'est-à-dire un lieu et une activité.

Nous constatons cependant, que l'évolution technologique tend à relativiser l'importance du critère du lieu. En effet, l'apparition de Marchés électroniques délocalisés, c'est-à-dire sans unité géographique, conduit à ne retenir du lieu qu'un simple moyen technique.

Traditionnellement, la doctrine économique distingue, au sein des Marchés de capitaux, et selon un critère temps, le Marché monétaire, Marché de l'argent à court terme (1 jour à 2 ans) ; le Marché Financier, synonyme du Marché boursier (de 2 à 15/20 ans) ; et le Marché hypothécaire qui permet aux banques de se refinancer avant l'échéance des prêts hypothécaires (15 ans et plus).

¹ H. DE VAUPLANE, "Les notions de Marché": RDBB, 1993, page 62.

A côté de ces définitions économiques, les praticiens opèrent des distinctions suivant le mode d'organisation du Marché :

1. *La première différenciation distingue le Marché primaire du Marché secondaire* : Le premier constitue le Marché des émissions de titres, par opposition au Marché secondaire, qui accueille les titres déjà émis, et qui correspond généralement à la Bourse.

Entre ces deux Marchés, les praticiens ont pris l'habitude de placer le Marché « gris » où les professionnels négocient des titres entre le moment de leur émission, et celui de leur cotation en Bourse.²

2. *Marché réglementé et de gré à gré* : Malgré l'importance prise par les Marchés de gré à gré dans l'économie financière mondiale, aucune approche conceptionnelle ne permet de les définir précisément, si ce n'est de manière négative : tous les Marchés qui ne sont pas réglementés sont de gré à gré, c'est-à-dire se caractérisent par le fait que le prix fixé pour chaque transaction est librement débattu par accord entre le vendeur et l'acheteur.

En d'autres termes, il s'agit de Marchés sur lesquels les règles de fonctionnement sont librement fixées par les parties.³

Le Marché réglementé, pour sa part, peut se définir comme celui dont les règles de fonctionnement sont fixées par une autorité, et non par la seule volonté des parties.

Loin de ce critère, les économistes considèrent qu'un Marché est réglementé dès lors que les produits négociés sont standardisés et liquidés, permettant une bonne sécurité des transactions.

3. *Marché centralisé et décentralisé* : La distinction opérée ici se base sur la formation du prix d'une négociation. Il s'agit de ce que la pratique dénomme Marché régi par les ordres ou par les prix, ou encore, cotation latine ou anglo-saxonne.

Dans un Marché centralisé, le prix d'un bien est le fruit de la confrontation en un même lieu (géographique ou informatique) et en un même moment de l'ensemble des offres et des demandes relatives à ce bien. Seule cette formation générale centralisée permet l'établissement d'un prix « juste », c'est-à-dire identique pour tous les intervenants, quelle que

² J.PARDON « Les intervenants sur les Marchés », numéro spécial de Banque et Droit 1991, page 11.

³ L.BAUBU, « Les Marchés de gré à gré sous l'oeil des régulateurs », « Marchés et Techniques Financiers, juin 1993, page 38

soit l'importance de la transaction. Au contraire, dans un Marché décentralisé, il y a autant de prix que d'intervenants.

Les Marchés décentralisés peuvent être soit de gré à gré, soit réglementés, alors qu'un Marché centralisé sera forcément réglementé.

4. *Marché à la criée et Marché électronique* : La criée est, selon l'excellente définition du professeur VASSEUR, « l'expression bruyante et traditionnelle du point d'équilibre entre l'offre et la demande ». Son fonctionnement suppose un Marché centralisé. A l'inverse, un Marché électronique ne modifie pas à priori le mode d'organisation des transactions. Dans ces conditions, celui-ci se rencontre aussi bien dans les Marchés centralisés que décentralisés, comme dans les Marchés réglementés ou de gré à gré.

Les continues innovations technologiques en la matière conduisent cependant à de nombreuses interrogations juridiques, comme par exemple, le lieu, et donc le droit applicable, lorsqu'il s'agit de transactions transfrontalières. ⁴

5. *Marché de fixing et Marché en continu* : Un Marché où les transactions peuvent se réaliser en continu tout au long d'une large plage horaire peut adopter aussi bien la forme de Marché centralisé ou décentralisé.

Par contre, un Marché de fixing où les transactions n'ont lieu qu'une fois, ou un nombre de fois limité dans la journée ne peut exister que dans un Marché centralisé, car la fixation d'un cours unique suppose la centralisation des ordres. ⁵

CHAPITRE I : LES AUTORITES DU MARCHÉ

Depuis 1994, une séparation a été opérée entre la gestion et le contrôle du Marché ; celle-ci est confiée à la Société de Bourse de Valeurs mobilières de Tunis (SBV), celui-là est confié au Conseil du Marché Financier (C M F)

SECTION I – LA SBV DE TUNIS

⁴ « *Regulation of electronic cross-border trading systems* » *International councils of securities* ⁴ J.PARDON « Les intervenants sur les Marchés », numéro spécial de Banque et Droit 1991, page 11.

⁴ L.BAUBU, « Les Marchés de gré à gré sous l'oeil des régulateurs », « Marchés et Techniques Financiers, juin 1993, page 38
associations May 1993.

⁵ H. De Vauplane « *fixing, la fin d'un mythe ?* » *RDBB*, n° 34, page 226.

La SBV a pour mission la gestion du Marché Financier (Article 63 Al.1 loi94), elle est constituée exclusivement des intermédiaires en Bourse et obligatoirement sous la forme de Société Anonyme (SA).

Le capital de la SBV, qui doit être libéré intégralement à la constitution, est divisé de façon égale entre les intermédiaires.

C'est ainsi que la part d'un sortant est divisée également entre les restants, et que l'admission d'un arrivant donne lieu à une augmentation de capital avec une nouvelle donne égalitaire.

L'arrêté du 30 novembre 1995 a fixé le capital social de la SBV à 480.000 dinars.

La SBV est soumise aux mêmes règles qu'une SA classique avec des particularités, dues à son importance sur le Marché Financier, comme par exemple l'approbation de ses statuts et de ses Administrateurs par le Ministre des finances, et la présence en son sein d'un commissaire du gouvernement.

PARAGRAPHE I : ATTRIBUTION DE LA SBV

La SBV est essentiellement chargée de ⁶:

- Mettre en place les structures techniques et administratives nécessaires à l'installation du Marché et qui sont de nature à assurer la sécurité matérielle et juridique des opérations dans les conditions requises de célérité ;
- Se prononcer sur l'admission et l'introduction des valeurs mobilières et produits financiers à la cote de la Bourse et leur radiation ainsi que sur la négociation des produits financiers sur ces Marchés ;
- Enregistrer les opérations effectuées et les cours établis sur ses Marchés ;
- Suspendre l'ensemble de la cotation ou celle d'un ou plusieurs produits financiers chaque fois qu'il y a un risque technique ou un risque en relation avec l'information financière ou la variation inhabituelle des cours et en informer sans délai le Conseil du Marché Financier ;
- Publier les informations relatives aux opérations, les cours, les avis et communiqués dont la publicité est exigée par les lois et réglementations ;

⁶ Article 68 de la loi n° 94 – 177 du 14 novembre 1994.

- Veiller à la conformité des opérations effectuées sur le Marché, à la réglementation et aux procédures en vigueur ;
- Dénoncer dès qu'elle en a connaissance au CMF les opérations, agissements, pratiques, documents et faits contraires à la loi ;
- Etablir les règlements et parquets et les soumettre à l'approbation du CMF ;
- Gérer le fonds de garantie des intermédiaires en Bourse ;
- Formuler au CMF les proportions et avis sur les questions rentrant dans son objet et relatives au développement du Marché.

En dehors de ces attributions essentielles, non pouvons rajouter que la SBV édicte et fait appliquer des règles déontologiques, à l'attention des intervenants sur le Marché Financier et surtout les Intermédiaires en Bourse.

Il est à relever que les décisions de la SBV sont prises sous forme de règlements de parquet lorsqu'elles concernent les négociations, sous forme de mesure d'ordre intérieur lorsqu'elles concernent les Intermédiaires en Bourse ou les collectivités émettrices et sous forme d'avis lorsqu'elles intéressent le public.

PARAGRAPHE II : FINANCEMENT DE LA SBV

Les principales ressources financières de la SBV proviennent⁷ :

- De la redevance annuelle acquittée par les intermédiaires en Bourse au titre de l'utilisation des services communs ;
- Des commissions payées par le vendeur et l'acheteur sur les ordres passés en Bourse avec un plafond de tranches monétaires.

S'agissant des opérations de contrepartie et des opérations de terme de Marché, elles donnent lieu au paiement par les intermédiaires d'une commission proportionnelle au montant découlant de la multiplication du spread résultant de la différence entre les cours affichés par lui, à l'achat et la vente, et le nombre des titres effectivement achetés ou vendus ;

- D'une commission non payée par le vendeur et l'acheteur sur les opérations qui ne donnent pas lieu à négociation sur le Marché et qui sont enregistrées par la SBV ;

- D'une commission d'admission et une commission annuelle de séjour acquittées par les organismes émetteurs sur les produits Financiers admis à la cote de la Bourse.

SECTION II -LE CONSEIL DU MARCHE FINANCIER :

Le CMF est doté de la personnalité civile et d'une autonomie financière⁸, ce qui engendre plusieurs conséquences pratiques relatives à l'indépendance et à la capacité d'ester en justice par exemple.

PARAGRAPH I - ORGANISATION DU CMF

Le CMF est composé d'un président et neuf membres, tous nommés par décret, et forment le collège du CMF dont la rémunération est aussi fixée par décret.

Le CMF est chargé de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières, produits Financiers négociables en Bourse et tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne. Il est également chargé d'organiser et de veiller au bon fonctionnement des Marchés de valeurs mobilières et de produits Financiers négociables en Bourse.

Le CMF assure la tutelle des organismes de placement collectif en valeurs mobilières⁹. Il assure également un contrôle permanent sur la SBV, les intermédiaires en Bourse et la Société de dépôt, de compensation et de règlement de titres¹⁰.

Toutefois, ne sont pas soumis au contrôle de CMF, les Marchés d'instruments créés en représentation des opérations de banque ou de bons ou billets à court terme négociable sur les Marchés relevant de la Banque Centrale de Tunisie¹¹.

Enfin, le contrôle du respect des règles de forme et des informations diffusées par les Sociétés qui recouvrent publiquement à l'épargne, constitue l'une des missions essentielles du CMF.

En effet, le CMF s'assure que les publications prévues par les dispositions législatives et réglementaires sont régulièrement effectuées par les Sociétés et les organismes faisant appel public à l'épargne. Il vérifie la conformité des informations fournies ou publiées par les personnes précitées aux exigences légales et réglementaires.

⁷Article 67 loi du 14 novembre 1994.

⁸Article 23 de la loi du 14 novembre 1994.

⁹Article 23 Al2 et 3 de la loi du 14 novembre 1994.

¹⁰Article 23 Al4 de la loi du 14 novembre 1994.

¹¹Article 23 Al5 de la loi du 14 novembre 1994

Le CMF peut ordonner à ces personnes de précéder à des publications rectificatives dans le cas où des inexactitudes ou des omissions auraient été relevées dans l'exercice de ses fonctions de contrôle.

Les observations faites aux dites personnes et les informations dont la publication lui paraît nécessaire, peuvent être portées à la connaissance du public¹².

PARAGRAPHE II - FONCTIONNEMENT DU CMF

Le CMF fonctionne à travers son collège qui exerce toutes les missions confiées au CMF.

Le collège se réunit sur convocation de son président ou à la demande de la moitié de ses membres, chaque fois qu'il est nécessaire et au moins, une fois tous les deux mois.

Les décisions du collège ne sont légalement prises qu'en présence de la majorité de ses membres¹³, et à la majorité des voix des membres présents, en cas partage des voix, celle du président est prépondérante.

Le CMF établit chaque année un rapport annuel présenté au président de la république.¹⁴

Les ressources du CMF sont constituées des redevances perçues sur la SBV, la Société de dépôt, de compensation et de règlement de titres et sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, ainsi que des commissions sur les émissions de valeurs mobilières et sur les visas de publications. Pour le reste il s'agit des dotations budgétaires et des aides des organismes nationaux ou étrangers.

PARAGRAPHE III – POUVOIRS DU CMF

Le CMF prend dans le domaine de sa compétence, des règlements, dont le règlement général de la Bourse essentiellement, ainsi que des décisions individuelles.¹⁵

Le CMF peut procéder à des investigations auprès de toute personne physique ou morale, Dans ce code et même si la loi ne le précise pas, nous pouvons comprendre qu'il s'agit des personnes placées sous le contrôle du CMF puisque le pouvoir d'enquête est cantonné dans le cadre de

¹² Article 32 de la loi du 14 novembre 1994.

¹³ Article 49 de la loi du 14 novembre 1994.

¹⁴ Article 50 de la loi du 14 novembre 1994.

¹⁵ Article 28 à 31 de la loi du 14 novembre 1994.

l'exercice de sa mission par le CMF, et puisqu'il faut bien limiter ce pouvoir d'enquête au préalable assez large.¹⁶

Le CMF est aussi doté d'un pouvoir d'injonction pour mettre fin aux pratiques contraires à ses règlements et qui ont pour effet de fausser le fonctionnement normal du Marché, de procurer des avantages injustifiés, de porter atteinte au principe d'égalité d'information ou de traitement, ou de faire bénéficier les émetteurs et les épargnants des agissements, contraires à leurs obligations professionnelles, par des intermédiaires.¹⁷

Le CMF peut infliger des sanctions disciplinaires sur plantes déposées par tout intéressé, pour toute infraction aux lois et règlements ainsi que tout manquement aux règles et usages professionnels applicables à la SBV et aux professionnels du Marché ainsi que les personnes qui y travaillent.¹⁸

Nous pouvons conclure, en marge de ce chapitre consacré à l'étude des autorités du Marché, que le système institutionnel de régulation mis en place en Tunisie est, caractérisé par une certaine indépendance, et est en ceci comparable au système français.

En effet la transposition en droit français de la directive concernant les services d'investissement¹⁹ par la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 n'a pas modifié le subtil partage des pouvoirs entre l'autorité publique et une autorégulation où les professionnels jouent un rôle prépondérant.

En fait, la Commission des Opérations de Bourses (COB), après la loi du 2 août 1989 sur la transparence et la sécurité des Marchés Financiers²⁰, a renforcé considérablement son influence.²¹

Il faut souligner que depuis sa création par l'ordonnance du 28 septembre 1967, la COB n'a jamais cessé de voir ses prérogatives, et pouvoirs renforcés, contrebalançant ainsi l'influence des professionnels dans la régulation des Marchés Financiers. Cette recherche d'un équilibre d'influence entre l'autorité professionnelle, le Conseil des Marchés Financiers (CMF), et l'autorité administrative indépendante, la COB, est manquée par le partage des pouvoirs entre ses autorités.

¹⁶Article 33 à 39 de la loi du 14 novembre 1994.

¹⁷Article 40 de la loi du 14 novembre 1994.

¹⁸Article 42 de la loi du 14 novembre 1994.

¹⁹J O C, n° L 141 du 11 juin 1993.

²⁰A. VIANDIE, *Sécurité et transparence du Marché Financier*, J C P E 1989, II 15612, Joly décembre 1991

²¹P. JALADE, *vers un renforcement des pouvoirs de la COB*, PA 16 juin 1989.

Nous pouvons rapprocher le CMF Tunisien de ces deux autorités Françaises combinées ensemble, dans la mesure où le premier réunit des caractéristiques, pouvoir et fonctions empruntés aussi bien au CMF français et à la COB.

De la même manière nous pouvons rapprocher la SBV du CMF français et de la SBF en France, puisqu'il s'agit d'une entreprise du Marché comme l'est la SBF avec quelques pouvoirs empruntés au CMF français.²²

CHAPITRE II – FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ

Ainsi bien la cote de la Bourse et le Marché hors-cote sont des Marchés au comptant²³, c'est-à-dire des ventes de valeurs pures et simples, dont l'exécution n'est subordonnée à aucune modalité de droit, par conséquent, elle doit avoir lieu, sinon immédiatement, du moins dans un bref délai.

SECTION I – REGLES DE NEGOCIATION

PARAGRAPHE I – ORDRES ET COURS EN BOURSE

L'ordre en Bourse est l'instruction donnée par client à un intermédiaire en Bourse, ou initiée par ce dernier dans le cadre d'un mandat de gestion ou d'une activité de contrepartie, ou de terme de Marché.

Les ordres de Bourse doivent, pour être exécutés, comporter un certain nombre d'indication et suivre des procédures déterminées. En effet, tout ordre doit comporter l'indication de l'identité de son donneur, du sens de l'opération (achat ou vente) de la valeur concernée, du nombre de titres, du prix du titre²⁴, et d'une manière générale toutes les précisions nécessaires à sa bonne exécution.²⁵

Deux systèmes sont adoptés à la cotation électronique : le fixing et le continu.

Pour ce qui est du Fixing, les ordres sont probablement confrontés avant le démarrage de la séance de cotation. Le cours retenu est celui qui peut réaliser le plus de transactions possibles, en vue de maximiser les échanges pour les valeurs peu liquidées. Les titres sont échangés à ce cours seulement la fluctuation des cours d'une séance à l'autre ne peut dépasser plus de 3%.

Dans le cas de la cotation continue, le cours est en fait arrêté en deux temps ; une première confrontation des ordres permet de fixer un cours d'ouverture, lorsque le taux de fluctuation

²²Pour une vue complète sur les constitutions des Marchés en France, « Le rôle de la COB et du CMF dans les prises de contrôle en Bourse », Thèse de Doctorat, M. BENSALAM, Université Paris-Nord

²³Article 77 du Règlement Général de la Bourse.

²⁴Article 92 du Règlement Général de la Bourse.

²⁵Article 91 du Règlement Général de la Bourse.

dépasse 3%, la cotation s'arrête le temps d'opérer une deuxième confrontation des ordres afin de certifier ce cours, puis elle reprend et le taux de fluctuation sera de 1,5%.

PARAGRAPHE II – NEGOCIATION DE BLOCS

Le Marché de bloc est un Marché de gros par opposition à un Marché de détail.

Le règlement général de la Bourse dans son article 106 définit la transaction de bloc comme étant celle portant sur une quantité déterminée de titres, convenue entre les intermédiaires acheteur et vendeur.

La transaction de bloc doit être distinguée d'une situation voisine ; celle du bloc de contrôle.

La transaction de bloc ne peut porter que sur l'une des valeurs faisant partie d'une liste établie par la SBV, et elle n'est autorisée qu'à l'issue de la séance de négociation.²⁶

PARAGRAPHE III – OPERATIONS DE CONTRE PARTIE

L'opération de contrepartie est faite par contrat direct lorsque l'intermédiaire auquel l'ordre a été donné, au lieu de le porter sur le Marché, se constitue lui-même contre-partie de son client.

Ces opérations doivent, pour être valables, être effectuées pendant la séance de Bourse avec transcription préalable sur le support de cotation.²⁷

Tous les titres admis, à la cote ou négociés sur le hors-cote peuvent faire l'objet d'opération de contrepartie.

PARAGRAPHE IV – REGLES SPECIFIQUES AU HORS-COTE

Les titres de capital et de créance de toute SA faisant appel public à l'épargne, non admis à la cote officielle, sont négociés sur le hors-cote sur décision de la SBV.²⁸

SECTION II – REGLEMENT DES CAPITAUX ET LIVRAISON DES TITRES

Les modalités de règlement des capitaux et de livraison des titres sont déterminées par les articles 200 à 217 du Règlement général de la Bourse.

En général, toute négociation de titres doit faire l'objet d'un règlement et d'une livraison corrélatifs et simultanés avec toutefois une double précision : les transactions sur les titres pris en

²⁶ Article 107 à 114 du Règlement Général de la Bourse.

²⁷ Article 115 à 120 du Règlement Général de la Bourse.

charge par la STICODEVAM, sont compensées au sein de cet organisme, pour le reste des transactions, c'est la SBV qui agit comme chambre de compensation.

Nous signalons en marge de cette étude, l'effort considérable de la loi du 14 novembre 1994 qui a doté la Tunisie d'une base institutionnelle importante afin qu'elle puisse se mettre au diapason de la communauté européenne, avec toutefois, quelques insuffisances d'où l'intérêt d'une étude comparée dans ce domaine.

²⁸ Article 75 et 76 du Règlement Général de la Bourse.