

REPORTING ESG DES SOCIÉTÉS FAISANT APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE

Etude portant sur le bilan du reporting ESG des sociétés faisant appel public à l'épargne au niveau des rapports extra-financiers et des états financiers.



Hanene Ellafi

Chef du Département du contrôle Comptable, du développement et de la durabilité

I-Introduction

Les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) occupent aujourd'hui une place croissante dans l'évaluation des risques et des opportunités susceptibles de concerner les entreprises tunisiennes. Au-delà de leurs incidences sur la performance individuelle des émetteurs, certains de ces enjeux, notamment ceux liés au changement climatique, à la transition énergétique ou encore aux questions sociales et de gouvernance, sont susceptibles de générer des risques systémiques pouvant affecter la stabilité et le bon fonctionnement des marchés financiers.

Dans ce contexte, la transparence et la qualité de l'information publiée sur ces enjeux sont devenues des éléments essentiels pour permettre aux investisseurs et aux autres parties prenantes d'apprécier correctement les risques auxquels les entreprises sont exposées et d'orienter efficacement leurs décisions.

Cette exigence de transparence s'inscrit également dans un mouvement international porté par les instances de régulation des marchés de capitaux. L'OICV¹ considère ainsi que des informations de durabilité cohérentes, comparables et fiables sont indispensables à la protection des investisseurs, au bon fonctionnement des marchés financiers et à une meilleure prise en compte des risques liés à la durabilité, lesquels peuvent, à terme, avoir des implications pour la stabilité financière et les risques systémiques.

Dès 2019, l'OICV a encouragé les émetteurs à prendre en considération le caractère matériel des enjeux ESG et à les intégrer dans leur évaluation globale des risques.

Dans le prolongement de cette démarche, l'OICV a, en 2023, officiellement approuvé les normes de l'International Sustainability Standards Board (ISSB), notamment les normes IFRS S1 et IFRS S2², qu'elle qualifie de cadre mondial de référence pour les informations

¹ OICV: Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, (International Organization of Securities Commissions), est l'institution mondiale qui regroupe les régulateurs des marchés de capitaux.

² Normes internationales de reporting de durabilité IFRS S1 relative aux obligations générales en matière d'informations financières liées à la durabilité et IFRS S2 relative aux informations à fournir sur les changements climatiques.

financières liées à la durabilité, destinées aux marchés de capitaux. Elle a, à ce titre, appelé ses juridictions membres à promouvoir leur adoption afin d'assurer la comparabilité et la fiabilité des informations publiées.

Par ailleurs, l'OICV identifie le risque de greenwashing³ ou l'écoblanchiment comme une menace majeure pour la confiance des investisseurs et l'intégrité des marchés, et œuvre activement à sa prévention.

Ce risque n'est pas seulement théorique : il peut notamment se matérialiser lorsque les communications des sociétés sur leurs enjeux de durabilité présentent une vision excessivement favorable de leur performance environnementale, sociale ou de gouvernance, sans être suffisamment étayées par une méthodologie rigoureuse, une analyse de matérialité documentée ou des indicateurs pertinents, fiables et vérifiables. Il peut également résulter d'une présentation sélective de l'information, privilégiant les éléments positifs tout en minimisant ou en omettant les impacts, risques ou performances moins favorables, au détriment d'une information équilibrée et fidèle.

Dans ce contexte, il apparaît essentiel de porter une attention particulière à la qualité, à la cohérence, à la fiabilité et à l'équilibre des informations relatives à la durabilité communiquées aux investisseurs. Une telle évaluation est d'autant plus importante que les informations ESG sont susceptibles d'influencer la perception des investisseurs quant à la performance et aux perspectives de l'entreprise.

Ainsi, et face à l'importance grandissante du reporting ESG ou de durabilité dans le processus décisionnel des investisseurs et à son rôle dans le renforcement de la transparence, de l'intégrité et de l'efficacité des marchés financiers, la présente étude se propose d'analyser les pratiques de publication des informations de durabilité des sociétés tunisiennes faisant appel public à l'épargne. Elle cherche également à apprécier le niveau de maturité de leur reporting ESG à travers des grilles d'évaluation élaborées sur la base de critères de qualité reconnus, en cohérence avec les meilleures pratiques internationales et les principaux référentiels de reporting de durabilité.

Les appréciations et notations attribuées conformément aux grilles susvisées, reposent exclusivement sur les informations rendues publiques par les émetteurs ainsi que sur leur degré de conformité aux critères retenus dans le cadre de cette analyse.

Il convient de préciser, par ailleurs, que la présente étude, réalisée par le CMF à partir d'informations préalablement divulguées par les émetteurs, revêt un caractère exclusivement analytique et évaluatif. Les appréciations qui y figurent ne sauraient être interprétées comme des positions officielles du CMF, opposables aux différents acteurs et intervenants impliqués dans l'élaboration des reportings susvisés.

3 Le greenwashing étant la pratique consistant à présenter de manière inexacte les pratiques liées au développement durable ou les caractéristiques des produits d'investissement liées à la durabilité (rapport officiel de l'OICV: Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management Final Report 2021).

Les autorités européennes de surveillance (AES: autorités de supervision des marchés financiers, du secteur bancaire, ainsi que des secteurs de l'assurance et des pensions) définissent l'écoblanchiment comme une pratique par laquelle des déclarations, affirmations, actions ou communications relatives à la durabilité ne reflètent pas de manière claire et loyale le profil de durabilité sous-jacent d'une entité, d'un produit financier ou de services financiers.

II - Rapports ESG et notes de durabilité dans les états financiers : deux niveaux de maturité du marché financier tunisien

L'analyse du reporting de durabilité des sociétés tunisiennes faisant appel public à l'épargne doit être appréhendée selon deux niveaux distincts mais complémentaires.

Le premier concerne les rapports publiés sous la forme de documents ESG distincts des rapports de gestion annuels, désignés dans la présente étude sous les appellations de rapports ESG, rapports de durabilité ou rapports extra-financiers. Ces publications relèvent d'une démarche volontaire des sociétés, en l'absence, à ce jour, d'une obligation réglementaire imposant leur publication.

Le second porte sur les notes relatives à la durabilité intégrées aux états financiers, en réponse au communiqué du Conseil du Marché Financier (CMF) du 25 décembre 2025 et de son communiqué explicatif du 13 février 2026.

Cette distinction est fondamentale, car ces deux exercices de reporting poursuivent des objectifs différents, reposent sur des logiques de matérialité distinctes et s'adressent à des utilisateurs variés.

Les rapports ESG publiés s'inscrivent principalement dans une logique de matérialité d'impact. Ils visent notamment à informer les parties prenantes sur les incidences positives et négatives des activités de l'entreprise sur son environnement et sur ses parties prenantes. Leur audience est relativement large et englobe notamment les investisseurs, les clients, les collaborateurs, les régulateurs, les communautés locales et la société civile. Ces rapports relèvent encore largement d'une démarche de transparence extra-financière et de communication ESG, avec des niveaux de standardisation variables.

À l'inverse, les notes de durabilité intégrées aux états financiers s'inscrivent dans une logique de matérialité financière. Elles ont vocation à fournir une information susceptible d'influencer les décisions économiques des utilisateurs primaires des états financiers, en particulier les investisseurs, les prêteurs et les autres apporteurs de capitaux. L'enjeu n'est plus seulement de décrire les impacts de l'entreprise sur son environnement, mais d'expliquer comment les enjeux de durabilité peuvent affecter sa performance financière, sa situation financière et ses flux de trésorerie.

La présente étude repose ainsi sur l'analyse de deux supports de reporting ESG complémentaires. D'une part, les rapports ESG qui témoignent d'une dynamique réelle de publication couvrant les enjeux de durabilité, bien que les pratiques demeurent encore hétérogènes et peu encadrées.

D'autre part, les notes ESG figurant au niveau des états financiers et qui traduisent un premier effort d'alignement avec les exigences du CMF prévues par les communiqués susvisés et par le référentiel IFRS Sustainability, tout en révélant une adoption encore progressive des concepts de matérialité financière et de connectivité entre durabilité et information financière.

1 - Les rapports ESG publiés : une dynamique réelle, mais peu encadrée :

Le premier axe de la présente étude porte sur l'analyse de 18 rapports ESG publiés au titre de l'exercice 2024 par les sociétés cotées à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT). Le choix de cet exercice s'explique par le fait qu'au titre de l'exercice 2025, peu de sociétés ont, à

ce jour, publié leurs rapports ESG, ce qui ne permet pas de disposer d'un échantillon suffisamment représentatif pour mener une analyse comparative pertinente.

L'analyse des rapports ESG publiés révèle une forte hétérogénéité tant dans leur structure que dans leur niveau de maturité. L'absence d'un référentiel de présentation normalisé se traduit par des approches très diverses en matière d'organisation, de contenu et de profondeur des informations divulguées. Cette situation est susceptible d'affecter la comparabilité des informations publiées, tant dans le temps pour une même entreprise, en raison des variations de périmètre, d'indicateurs ou de méthodologies de reporting d'un exercice à l'autre, qu'entre les entreprises, y compris celles appartenant à un même secteur d'activité.

Elle limite ainsi la capacité des investisseurs et des autres parties prenantes à apprécier de manière cohérente l'évolution des performances ESG et à effectuer des analyses comparatives pertinentes.

L'analyse met en évidence des niveaux de maturité très variables entre les entreprises en matière de reporting ESG. Certaines sociétés ont adopté une démarche relativement structurée, caractérisée par la définition d'un périmètre de reporting clairement identifié, l'existence de mécanismes de gouvernance dédiés aux enjeux ESG, le suivi d'indicateurs de performance dans le temps ainsi qu'un processus formalisé d'identification et de hiérarchisation des enjeux matériels.

À l'inverse, d'autres sociétés présentent des rapports, consacrant une approche essentiellement descriptive, davantage orientée vers la communication institutionnelle ou la valorisation des initiatives RSE. Lesdits rapports mettent principalement en avant les actions réalisées sans les relier à des objectifs mesurables, à une analyse de matérialité ou à une stratégie ESG clairement définie, limitant ainsi leur

capacité à refléter de manière pertinente les enjeux prioritaires et la performance de l'entreprise en matière de durabilité.

Le principal enjeu ne porte pas seulement sur le volume des informations publiées, mais sur leur cohérence et leur fiabilité. Les rapports examinés ne reposent pas tous sur la même méthodologie. Certains retiennent une matérialité d'impact, centrée sur les effets de l'entreprise sur l'environnement, les salariés, les clients ou la société, d'autres annoncent une double matérialité, qui suppose également d'analyser les risques et opportunités ESG susceptibles d'avoir un impact financier sur l'entreprise.

Cette distinction n'est pas toujours maîtrisée. Dans plusieurs cas, la double matérialité est mentionnée, mais la partie relative aux risques et opportunités financiers (la matérialité financière) reste peu démontrée.

Le rapport présente alors une matrice ou une liste d'enjeux, sans expliquer suffisamment comment ces enjeux peuvent affecter la performance, le modèle économique, la résilience ou les perspectives financières de l'émetteur.

Ainsi pour certains rapports, les indicateurs divulgués émanent uniquement d'une matérialité d'impact bien que le rapport mentionne une double matérialité, alors que pour d'autres rapports des indicateurs ESG sont présentés sans analyse de matérialité.

Aussi, certains rapports font références à des normes, sans pour autant apporter d'éléments probants attestant de leur adoption effective, et comportent également des citations inexacts ou imprécises de normes internationales de reporting ESG.

Un autre constat important concerne la confusion entre démarche RSE et reporting ESG. Plusieurs rapports mobilisent la norme ISO 26000 comme s'il s'agissait d'un référentiel de reporting, alors que cette norme

constitue avant tout des lignes directrices en matière de responsabilité sociétale. Elle peut structurer une démarche RSE, mais elle ne remplace pas des standards de reporting tels que GRI⁴ et ESRS⁵.

Il ressort aussi de l'analyse de certains rapports ESG publiés une absence de corrélation entre les références citées et l'analyse de matérialité effectuée, ainsi certains rapports font référence au niveau des indicateurs aux normes GRI alors que le rapport ne contient pas d'analyse de matérialité d'impact (GRI3).

On relève également une tendance généralisée au « green narrative » : les rapports valorisent abondamment les projets photovoltaïques, les actions sociales ou les initiatives RH, mais sans évaluation quantitative de leur impact réel ni articulation avec des objectifs scientifiques ou sectoriels.

Les risques négatifs, les insuffisances, les difficultés rencontrées ou les objectifs non atteints sont rarement abordés, contrairement aux principes de neutralité, d'équilibre et de fidélité de l'information promus par les principaux référentiels internationaux de reporting de durabilité.

Dans ce cadre, et en l'absence d'éléments justificatifs suffisants ou de vérification indépendante, les références inexacts ou insuffisamment étayées aux normes internationales de reporting ESG sont susceptibles de créer une confusion chez les investisseurs et les autres utilisateurs de l'information extra-financière quant au

degré réel d'alignement du reporting avec les référentiels invoqués.

De même, l'absence d'informations relatives aux insuffisances, aux défis rencontrés ou aux impacts négatifs significatifs, ainsi que la présentation sélective ou privilégiée d'informations favorables, peuvent altérer l'équilibre et la neutralité du reporting et ne pas refléter de manière fidèle la performance ESG réelle des sociétés concernées.

Cette situation est susceptible d'affecter la qualité de l'information mise à la disposition du marché et la capacité des investisseurs à apprécier de manière objective les risques, opportunités et performances en matière de durabilité. Elle est également de nature à faire craindre la persistance ou la reproduction de pratiques, susceptibles d'être assimilées à des formes de « greenwashing »

Dans ce contexte, la fiabilité des informations publiées constitue un point de vigilance majeur.

Face au risque de « greenwashing » ou de présentation asymétrique des données, la transparence ne peut plus être une option de communication. Sans indicateurs fiables, vérifiables et standardisés, les utilisateurs de l'information extra-financière perdent la confiance dans les communications et les données fournies.

A cet égard, l'examen des rapports ESG publiés par les sociétés susvisées,

4 Référentiel Global Reporting Initiative (GRI) constitue un ensemble de normes internationales de reporting de durabilité visant à encadrer la publication d'informations relatives aux impacts environnementaux, sociaux et de gouvernance des organisations. Il repose sur une approche fondée sur la matérialité d'impact, en ce sens qu'il permet aux entreprises d'identifier, de mesurer et de divulguer leurs impacts significatifs sur l'économie, l'environnement et la société. Les normes GRI sont structurées de manière modulaire (normes universelles, sectorielles et thématiques) et sont largement utilisées à l'échelle mondiale pour améliorer la transparence et la comparabilité des informations extra-financières.

5 Référentiel ESRS (European Sustainability Reporting Standards) : constitue le cadre normatif européen de reporting en matière de durabilité, élaboré dans le cadre de la directive sur la publication d'informations en matière de durabilité des entreprises (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD) et repose sur le principe de la double matérialité, qui prend en compte à la fois les impacts des activités de l'entreprise sur son environnement et les risques et opportunités que les enjeux de durabilité font peser sur sa situation financière.

révèle que seuls deux émetteurs ont soumis leur reporting extra-financier à une mission d'assurance limitée réalisée par un auditeur indépendant. L'absence de vérification externe dans la majorité des cas accroît le risque d'informations inexactes, incomplètes ou insuffisamment étayées et peut affecter la confiance des investisseurs dans les informations ESG diffusées.

Ainsi, les résultats de l'analyse susvisée, souligne l'importance de renforcer la transparence des sociétés sur les modalités d'application des référentiels utilisés ainsi que le recours à des mécanismes d'assurance ou de vérification externe afin de renforcer la crédibilité des informations de durabilité et de limiter les risques de communication trompeuse ou de greenwashing.

Scoring des rapports ESG relatifs à l'exercice 2024 :

Afin d'apprécier la maturité et la qualité des informations divulguées au niveau des rapports ESG publiés, une grille de scoring a été appliquée aux 18 rapports identifiés.

Cette grille ne mesure pas la performance ESG des sociétés ; elle évalue la qualité du reporting publié, sa cohérence, sa comparabilité et son utilité pour les utilisateurs du marché.

La méthodologie retenue vise à apprécier la qualité de l'information ESG communiquée aux investisseurs, au-delà de la seule existence ou du volume des informations publiées.

Elle s'appuie sur les principaux principes et caractéristiques qualitatives consacrés par les référentiels internationaux de reporting de durabilité, notamment les référentiels IFRS S1 et IFRS S2 ainsi que les GRI Standards : pertinence, représentation fidèle, matérialité, cohérence, comparabilité, vérifiabilité et publication en temps utile.

La grille d'évaluation est structurée autour de six axes complémentaires couvrant les

principales étapes du processus de production et de communication de l'information ESG,

La pondération accorde une importance particulière à la matérialité et aux indicateurs ESG, qui représentent ensemble 50 % du score.

Ce choix traduit le principe selon lequel la qualité du reporting repose d'abord sur la capacité de l'entreprise à identifier les enjeux de durabilité qui sont réellement significatifs et à les traduire en indicateurs pertinents, mesurables et permettant d'apprécier sa performance et ses progrès.

Les 50 % restants portent sur les conditions nécessaires à la crédibilité et à l'utilité de cette information : une gouvernance et une organisation appropriées du processus de reporting, la cohérence des référentiels utilisés et la traçabilité de l'information, la fiabilité et la vérifiabilité des données ainsi que leur publication en temps utile et leur articulation avec l'information financière.

Cette approche permet ainsi d'éviter qu'un reporting obtienne une appréciation élevée sur la seule base de la quantité d'informations communiquées. Elle privilégie au contraire leur pertinence, leur cohérence, leur caractère vérifiable et leur rattachement aux enjeux matériels.

Elle permet également d'identifier les situations dans lesquelles une communication ESG, bien qu'abondante, pourrait présenter une information sélective, déséquilibrée ou insuffisamment étayée, notamment lorsque les performances favorables sont mises en avant sans information suffisante sur les risques, impacts ou résultats moins favorables.

La grille constitue ainsi un outil d'évaluation construit à partir des principes convergents des référentiels internationaux, elle permet d'apprécier de manière objective et homogène les pratiques de reporting ESG des sociétés et de contribuer à l'identification des insuffisances susceptibles d'affecter la qualité de l'information mise à la disposition des investisseurs, notamment au regard du risque d'écoblanchiment.

La méthodologie d'évaluation repose sur six axes ou critères d'évaluation suivants:

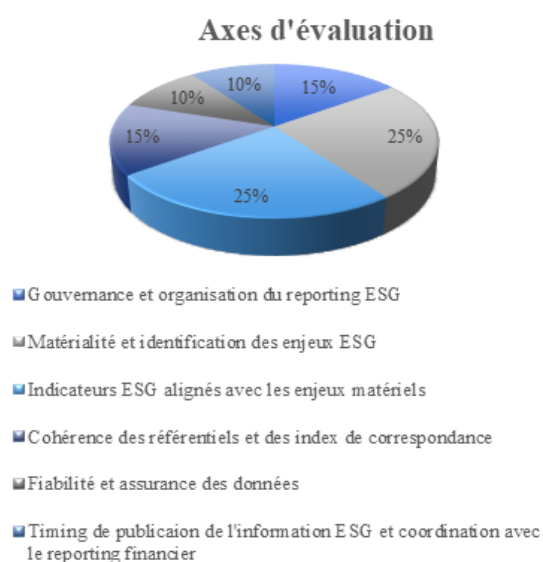
Axe ou critère d'évaluation	Pondération
Gouvernance et organisation du reporting ESG	15 %
Matérialité et identification des enjeux ESG	25 %
Indicateurs ESG alignés avec les enjeux matériels	25 %
Cohérence des référentiels et des index de correspondance	15 %
Fiabilité et assurance des données	10 %
Timing de publication de l'information ESG et coordination avec le reporting financier	10 %
Total	100 %

Pour chacun de ces axes, une note comprise entre 1 et 5 a été attribuée sur la base des critères prédéfinis sus indiqués, puis pondérée selon le poids relatif de chaque dimension.

La note finale correspond ainsi à un score global de maturité exprimé sur une

échelle de 5 et converti en pourcentage.

À ce titre, un score égal ou supérieur à 50 % est considéré comme traduisant un niveau de qualité du reporting jugé acceptable au regard des critères d'évaluation préalablement définis dans le cadre de la présente étude.



L'évaluation se base sur 6 axes: Gouvernance et organisation du reporting (15%), Matérialité (25%), Indicateurs ESG alignés avec les enjeux matériels (25%) Cohérence des référentiels (15%) Fiabilité et assurance des données (10%), Timing de publication (10%),.

Analyse des résultats de l'évaluation des 18 rapports ESG/ RSE :

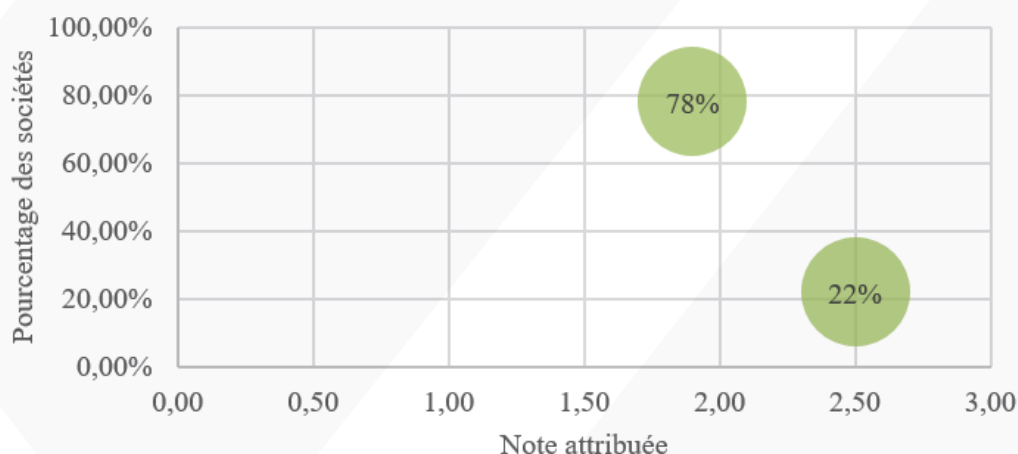
La moyenne de la note globale de l'échantillon s'établit à 2,05/5, soit environ 41% du score maximal.

Seuls 4 rapports sur 18 soit 22%

dépassent le seuil acceptable de 2,5/5 soit un score de 50%, niveau considéré comme le plancher d'une qualité de reporting ESG jugée acceptable.

Près de 8 rapports sur 10 soit environ 78% de la population se situent donc en dessous de la moyenne, avec des notes s'échelonnant de 1,2 à 2,4/5.

Pourcentage des rapports par note globale attribuée sur 5



La maturité du reporting ESG sur l'échantillon étudié apparaît ainsi globalement émergente à intermédiaire, avec un noyau restreint de pratiques avancées et une majorité de rapports encore construits davantage autour d'une logique de communication RSE que d'une véritable démarche de matérialité et de fiabilisation des données ESG.

L'analyse globale fait ressortir des insuffisances par rapport aux deux critères les plus importants : matérialité et indicateurs (50% du poids total), qui sont aussi les plus faibles sur le fond, et sur la fiabilité des données.

Le fait que seuls 4 rapports sur 18 franchissent le seuil des 50% confirme que le principal axe de progrès collectif pour l'échantillon étudié, est double: structurer une véritable analyse de matérialité et développer une assurance externe des données, aujourd'hui quasi absente de l'échantillon.

Analyse détaillée des résultats de l'évaluation par critère:

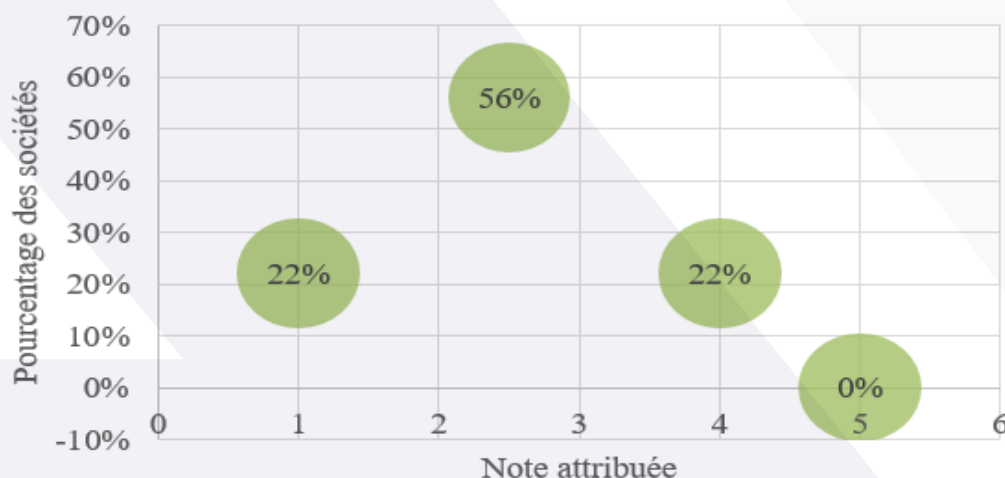
- Gouvernance et organisation du reporting ESG dont la pondération est de 15%:

La moyenne obtenue des rapports étudiée au titre de ce critère est de 2,86/5 (2,86 sur une échelle de 5) soit un score de (57%).

Pour ce critère, 4 rapports représentant 22% de la population étudiée, obtiennent la meilleure note de 4/5, généralement grâce à un comité RSE/ESG formalisé ou un pilotage rattaché à la direction générale.

À l'inverse, 4 rapports de la population étudiée 22% se limitent à un score de 1/5, faute de dispositif de gouvernance identifiable. Aucun rapport n'a atteint 5/5, même les meilleurs dispositifs restent perfectibles.

Pourcentage des rapports par note liée à la gouvernance et l'organisation de reporting ESG



- Matérialité et identification des enjeux ESG dont la pondération est de 25%, critère le plus pondéré:

La moyenne obtenue au titre de ce critère est de 1,50/5 (1,5 sur une échelle de 5) soit un score de 30%.

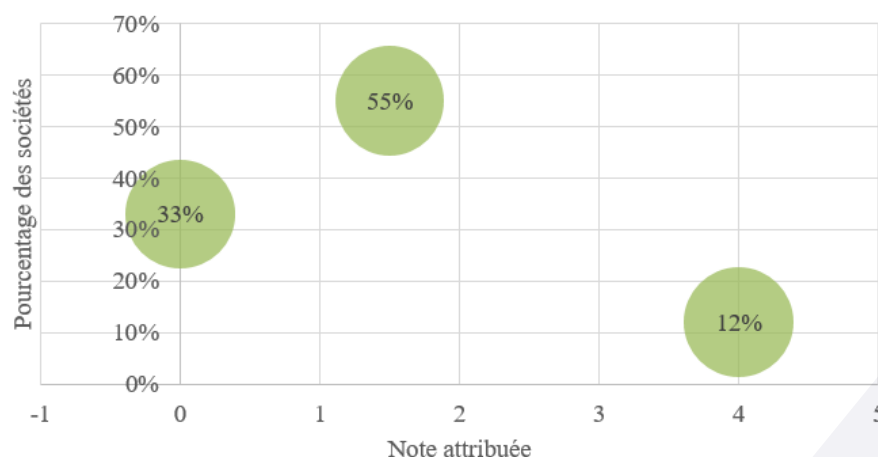
Il s'agit en fait de l'un des deux insuffisances majeures des rapports analysés, alors qu'il s'agit d'un critère qui pèse le plus lourd dans la note finale.

Un tiers des rapports (6 sur 18) n'ont

aucune analyse de matérialité, malgré des annonces parfois ambitieuses de « double matérialité » ailleurs dans le document. Seuls 2 rapports atteignent une note de 4/5, (4 sur une échelle de 5) avec une matérialité d'impact étayée notamment par un dialogue avec les parties prenantes.

Plusieurs rapports annoncent une double matérialité mais ne démontrent jamais la composante financière (risques/opportunités chiffrés).

Pourcentage des rapports par note liée à la matérialité et l'identification des enjeux ESG



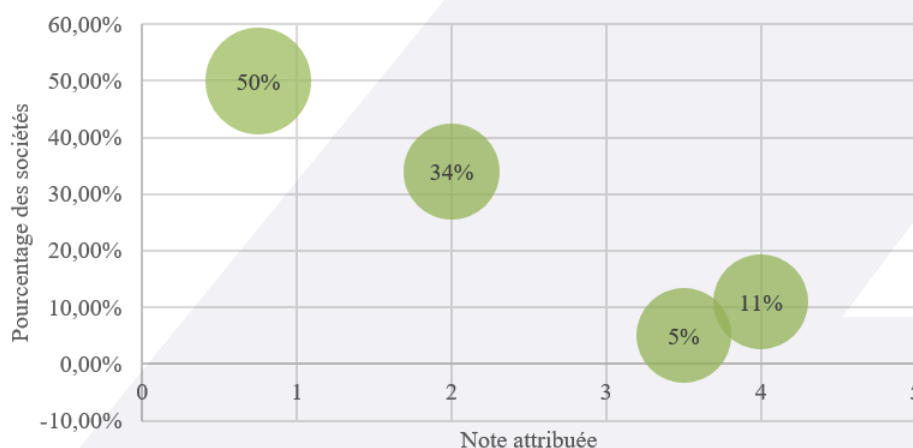
- Indicateurs ESG alignés à la matérialité dont la pondération est de 25%:

La moyenne obtenue des rapports étudiés au titre de ce critère est de 1,78/5 (1,78 sur une échelle de 5) soit un score de 36%.

Deuxième critère le plus pondéré, fait ressortir également une faiblesse majeure,

le problème à ce niveau provient des indicateurs choisis sans lien réel avec une analyse de matérialité, souvent organisés par « axes RSE » plutôt que par enjeux prioritaires. 2 rapports se distinguent avec une note de 4/5 (4 sur une échelle de 5) en alignant clairement leurs indicateurs sur les enjeux identifiés.

Pourcentage des rapports par note liée aux indicateurs ESG alignés à la matérialité

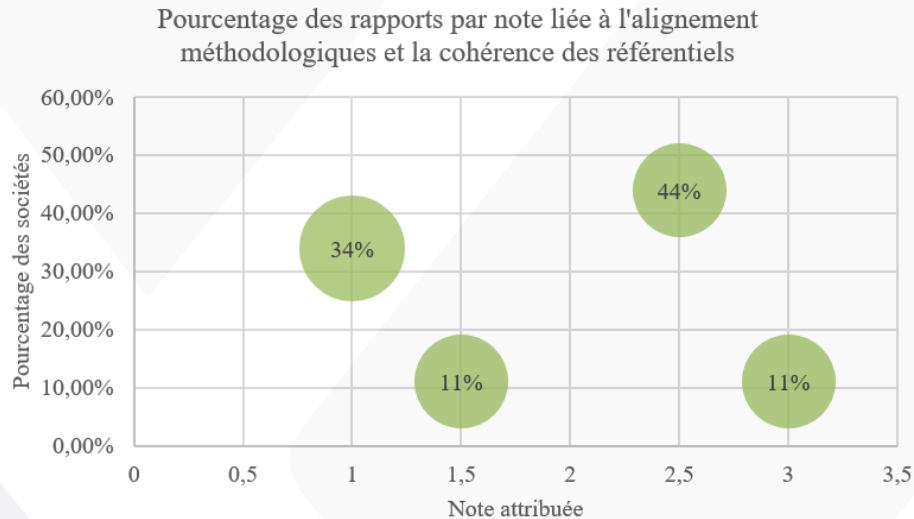


● Cohérence des référentiels et alignement méthodologique dont la pondération est de 15%:

La moyenne obtenue des rapports étudiés au titre de ce critère est de 1,94/5 (1,94 sur une échelle de 5) soit un score de 39%.

Aucun rapport ne dépasse la note de

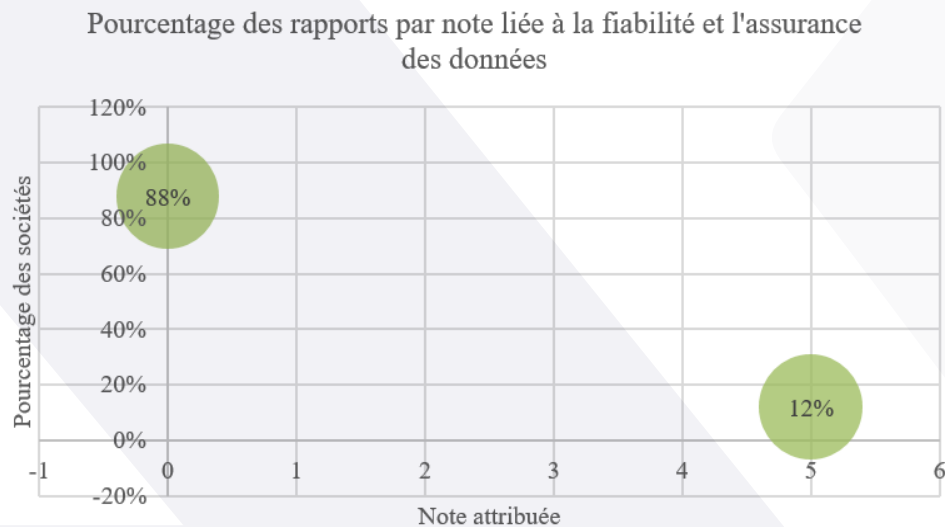
3 (3 sur une échelle de 5) 3/5 (seuls 2 l'atteignent). L'insuffisance la plus fréquente consiste en l'incohérence entre le référentiel cité (GRI, ISO 26000, guide BVMT) et le contenu réel, index de correspondance GRI accolé à un rapport structuré par « axes RSE », ou références normatives contradictoires.



● Fiabilité et assurance des données dont la pondération est de 10%:

La moyenne obtenue des rapports étudiés au titre de ce critère est de 0,56/5 (0,56 sur une échelle de 5) soit un score de 11%.

16 rapports sur 18 (88%) n'ont aucune assurance externe de leurs données ESG. Seuls 2 rapports obtiennent 5/5, avec une assurance limitée. Signal clair d'une maturité insuffisante sur la fiabilité des données publiées à l'échelle de l'échantillon.

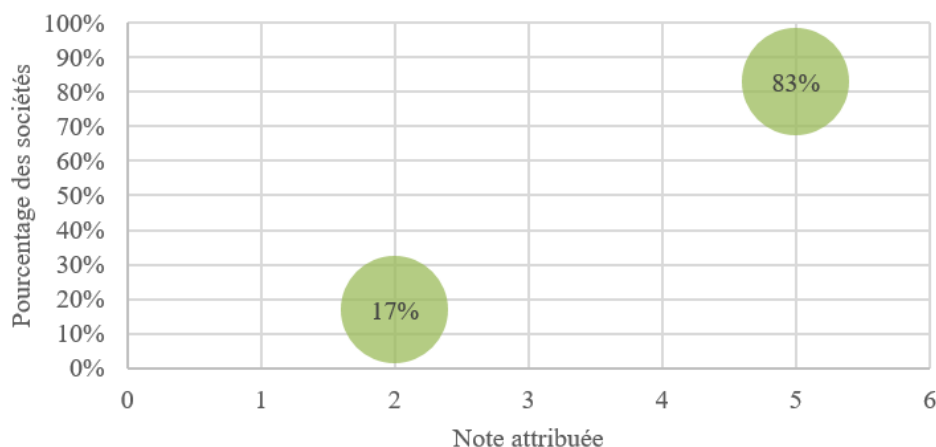


● Timing de publication et accessibilité avec le reporting financier, dont la pondération est de 10%:

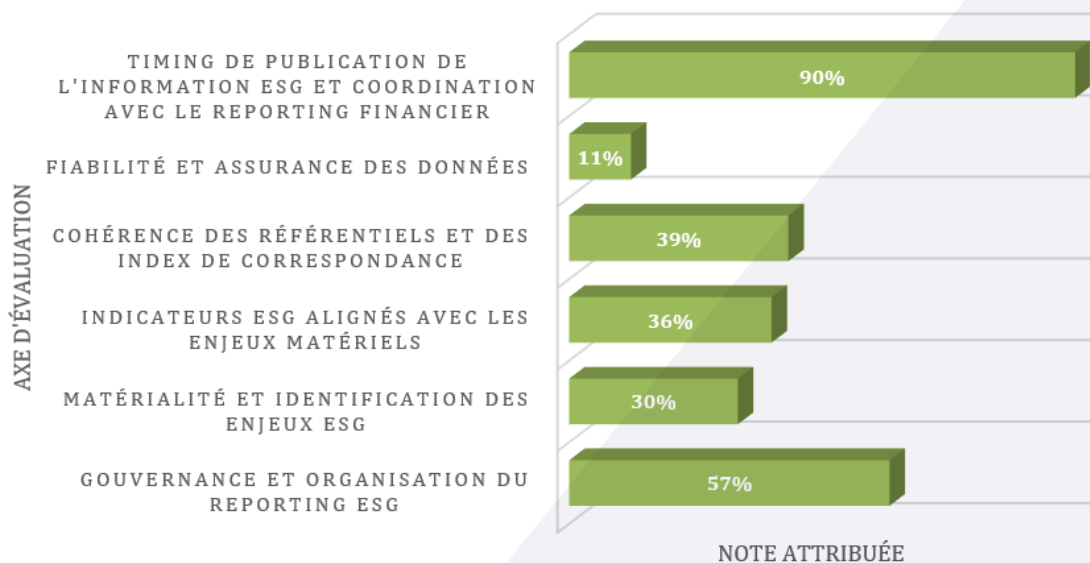
La moyenne obtenue des rapports étudiée au titre de ce critère est de 4,50/5 (4,5 sur une échelle de 5), soit un score de 90%

15 rapports sur 18 (83%) ont publié leurs rapports de durabilité au cours du même exercice de publication de leurs états financiers. Seuls 3 rapports font exception, pénalisés par une publication tardive lors de l'exercice qui suit celui de la publication des états financiers.

Pourcentage des rapports par note liée à la publication et l'accessibilité



RÉSUMÉ DES NOTES MOYENNES



2. Les notes aux états financiers: l'intégration des enjeux de durabilité dans l'information financière:

Le second axe de cette étude d'analyse du reporting ESG des sociétés faisant appel public à l'épargne porte sur les notes relatives à la durabilité, intégrées aux états financiers. Le communiqué du CMF du 25 décembre 2025, complété par le communiqué explicatif du 13 février 2026, marquent un changement important, dans le sens où l'information de durabilité n'est plus seulement attendue dans un rapport ESG extra-financier, mais doit être rapprochée de l'information financière lorsque les facteurs ESG sont susceptibles d'avoir une incidence financière significative.

Cette évolution constitue une étape structurante pour le marché financier tunisien. Elle marque le passage d'une logique de communication ESG, jusqu'alors essentiellement volontaire et non standardisée, à un dispositif d'information financière relative à la durabilité, fondé sur des exigences de publication obligatoires. Cette transition s'inscrit dans une démarche de convergence avec les principes du cadre conceptuel de la comptabilité consacrés par le Système Comptable des Entreprises en Tunisie, tout en intégrant les orientations des normes IFRS S1 et IFRS S2 en matière d'information financière liée à la durabilité.

Dans ce cadre, le Conseil du Marché Financier a attiré l'attention des sociétés que conformément aux dispositions du décret n°96-2459 du 30 décembre 1996 relatif au cadre conceptuel de la comptabilité, les facteurs ESG, susceptibles d'affecter notamment l'activité, la situation financière, la performance ou les perspectives des sociétés, constituent des informations essentielles devant être portées à la connaissance des investisseurs.

L'objectif de cette information n'étant pas de reproduire un reporting de durabilité exhaustif au sein des états financiers, mais d'alerter et d'informer en temps utile les investisseurs sur les risques et opportunités

ESG les plus significatifs susceptibles d'affecter l'activité, la situation financière, la performance, les perspectives ou, dans les cas les plus critiques, la continuité d'exploitation de la société.

Cette exigence revêt une importance particulière dans un environnement réglementaire en constante évolution, marqué notamment par l'entrée en vigueur de dispositifs internationaux tels que le Mécanisme d'Ajustement Carbone aux Frontières (MACF), dont les incidences financières et opérationnelles peuvent être immédiates pour certaines entreprises.

L'inclusion de ces informations dans les notes aux états financiers présente également l'avantage de les soumettre au même niveau d'examen et de contrôle que les autres informations financières publiées.

Faisant partie intégrante des états financiers, ces notes relèvent du périmètre d'intervention des commissaires aux comptes, ce qui contribue à renforcer la fiabilité et la crédibilité des informations communiquées aux investisseurs.

Toutefois, cette information ne saurait se substituer à un reporting de durabilité complet. Les notes ESG intégrées au niveau des états financiers ont vocation à mettre en évidence les enjeux ESG les plus matériels de point de vue financier et leurs incidences sur l'entreprise, tandis que le rapport de durabilité/ESG demeure le support privilégié pour présenter de manière détaillée la stratégie de durabilité, les impacts, les politiques, les objectifs, les indicateurs de performance et les plans d'action de l'entreprise.

La présente étude a porté sur l'examen des notes de durabilité figurant au niveau des états financiers individuels et consolidés arrêtés au 31 décembre 2025, publiés par les sociétés faisant appel public à l'épargne jusqu'à la date du 30 juin 2026.

Dans ce cadre et pour ce premier exercice d'entrée en vigueur des exigences d'information financière liée à la durabilité à présenter au niveau des notes aux états

financiers, les taux de conformité observés apparaissent très rassurants.

En effet, parmi les sociétés cotées ayant publié leurs états financiers arrêtés au 31 décembre 2025 à la date de la présente étude, soit au 30 juin 2026, le taux de conformité est de 98,46 % pour les états financiers individuels et de 85,11 % pour les états financiers consolidés.

Pour les autres sociétés faisant appel

public à l'épargne, les taux de publication des notes ESG sont aussi rassurants que ceux observés pour les sociétés cotées. En effet, le taux de conformité a été de 89,47 % pour les états financiers individuels et de 77,78 % pour les états financiers consolidés.

Au niveau global, pour l'ensemble des sociétés faisant appel public à l'épargne, le taux de conformité s'établit à 93,62 % pour les états financiers individuels et à 83,93 % pour les états financiers consolidés.

Catégorie de sociétés	% des états financiers individuels incluant une note ESG	% des états financiers consolidés incluant une note ESG
Sociétés cotées	98,46 %	85,11 %
Autres sociétés faisant appel public à l'épargne	89,47 %	77,78 %
Total sociétés FAPE	93,62 %	83,93 %

Le niveau de conformité plus modéré pour les états financiers consolidés, s'explique notamment par la complexité accrue de l'appréhension des enjeux ESG à l'échelle des groupes, laquelle suppose la disponibilité et la fiabilité de l'information au niveau des filiales. Cette situation met en évidence la dynamique enclenchée par les communiqués du CMF, qui ont contribué à diffuser et à renforcer la culture ESG non seulement au sein des sociétés mères, mais également auprès de leurs filiales, y compris celles ne faisant pas appel public à l'épargne, élargissant ainsi le périmètre de sensibilisation et d'appropriation des enjeux de durabilité au sein du tissu économique tunisien.

Cette situation témoigne, aussi, d'une adoption globalement positive des nouvelles exigences de communication en matière de durabilité par les émetteurs concernés et constitue un signal particulièrement encourageant au regard du caractère récent de leur mise en œuvre.

Elle reflète également l'effet positif des actions d'accompagnement menées par les

différentes parties prenantes.

En effet, cette mobilisation collective a favorisé une première appropriation des exigences de reporting ESG et constitue un socle encourageant pour l'amélioration progressive de la qualité et de l'exhaustivité des informations publiées.

L'analyse qualitative des notes de durabilité met en évidence une adoption encore progressive des exigences des communiqués sus indiqués du CMF et des principes sous-jacents au référentiel IFRS Sustainability susindiqué.

Dans ce cadre, les émetteurs ont structuré leurs notes autour des quatre piliers consacrés par l'IFRS S1 (gouvernance, stratégie, gestion des risques et opportunités, ainsi qu'indicateurs et objectifs), mais cette conformité demeure parfois formelle. La présence de ces rubriques confère aux notes une apparence de structuration, sans que le contenu soit systématiquement adapté aux spécificités de l'entité, à son modèle économique ou à sa situation financière.

Les cas où les enjeux ESG sont explicitement reliés aux risques et opportunités financiers, ainsi qu'aux effets potentiels sur la valeur de l'entreprise, demeurent encore relativement peu nombreux et ne concernent qu'une proportion encore limitée de la population étudiée.

Néanmoins, cette situation s'explique largement par le fait qu'il s'agit du premier exercice d'obligation de divulgation d'une information financière liée à la durabilité, généralisée à l'ensemble des sociétés faisant appel public à l'épargne, ainsi que par les niveaux de maturité encore hétérogènes des pratiques ESG entre les émetteurs, ce qui a d'ailleurs motivé l'adoption par le CMF du principe du « comply or explain » au titre du premier exercice d'application pour cette obligation.

Ce cadre permet notamment aux sociétés qui ne disposent pas encore de systèmes d'information suffisamment matures de privilégier, à ce stade, une divulgation qualitative, tout en s'inscrivant dans une trajectoire progressive de mise en place et de fiabilisation d'indicateurs ESG pertinents et quantifiés.

Il convient toutefois de remarquer que la transition vers une logique de matérialité financière constitue désormais le principal défi méthodologique pour les exercices futurs.

Le rôle des commissaires aux comptes :

L'intégration progressive des informations de durabilité dans les états financiers a engendré également une évolution du rôle des commissaires aux comptes. Dès lors que ces informations figurent dans les notes annexes, elles s'inscrivent dans l'environnement de l'information financière auditée et soulèvent des enjeux de cohérence, de fiabilité et de conformité.

Cette évolution s'est traduite par une dynamique au sein de la profession comptable et d'audit en Tunisie.

À cet égard, l'Ordre des Experts Comptables de Tunisie (OECT) a publié en mars 2026⁶ une note d'orientation portant sur les diligences des commissaires aux comptes pour l'audit des facteurs ESG et MACF, qui constitue désormais un outil de référence pour l'audit de l'information financière liée à la durabilité, et qui est aligné sur les normes et standards internationaux en matière d'audit et de durabilité.

Cette note qui est destinée à accompagner les commissaires aux comptes dans l'appréciation des informations de durabilité présentées dans les états financiers, vise notamment à guider les auditeurs dans l'identification d'éventuelles anomalies significatives, l'évaluation de leur incidence sur les états financiers et l'appréciation de leurs effets potentiels sur l'opinion d'audit.

Ces évolutions témoignent d'une prise en compte croissante des enjeux de durabilité dans l'environnement de l'audit financier et illustrent la convergence progressive entre information financière et information de durabilité.

Evaluation des notes de durabilité/ ESG présentées au niveau des états financiers arrêtés au 31 décembre 2025 :

L'analyse a porté sur une population de 121 sociétés faisant appel public à l'épargne aussi bien au niveau des états financiers individuels que consolidés.

Afin d'évaluer la maturité et la qualité de l'information publiée dans ce cadre, une grille d'évaluation distincte a été appliquée aux notes de durabilité figurant au niveau des états financiers.

A ce niveau aussi, la note attribuée ne mesure pas la performance ESG de la société; elle évalue la qualité, l'utilité et

6 <https://www.cmf.tn/information-financiere-liee-a-la-durabilite-le-cmf-et-l-oect-renforcent-le-cadre-d-audit-esg-et-macf>

l'alignement de l'information de durabilité présentée dans les états financiers au regard de l'esprit des communiqués susvisés

du CMF et de la logique des normes de durabilité IFRS S1/S2.

La méthodologie repose sur quatre axes ou critères d'évaluation suivants:

Axe ou critère d'évaluation	Pondération
Structure de la note et couverture des quatre champs prévus par les communiqués du CMF	30 %
Matérialité financière	30 %
Pertinence des indicateurs sectoriels	25 %
Quantification, objectifs et données chiffrées	15 %
Total	100 %

Pour chacun de ces axes, une note comprise entre 1 et 5 a été attribuée sur la base des critères prédéfinis sus indiqués, puis pondérée selon le poids relatif de chaque dimension. La note finale correspond ainsi à un score global de maturité exprimé sur 5 et converti en %.

Analyse des résultats de l'évaluation du reporting financier lié à la durabilité au niveau des notes aux états financiers arrêtés au 31/12/2025 :

Le score moyen s'établit autour de 1,9/5 (soit une note de 1,9 sur une échelle de 5), un niveau qui reste en deçà de la moyenne, mais qui est cohérent avec ce que l'on peut attendre d'un premier exercice d'application d'un référentiel nouveau et exigeant.

Aucune note maximale n'a été observée, y compris chez les mieux notées, ce qui est assez naturel s'agissant d'un référentiel dont l'appropriation complète se construit généralement sur plusieurs cycles de reporting plutôt que dès le premier exercice.

Ce score moyen s'explique également largement par l'hétérogénéité de la population étudiée, l'échantillon regroupe à la fois des sociétés cotées et d'autres entités

faisant appel public à l'épargne, dont le niveau de maturité en matière de reporting extra-financier diffère naturellement ; il couvre en outre à la fois des états financiers individuels et consolidés, deux périmètres soumis à des dynamiques de pilotage différentes.

Cette diversité de profils tire mécaniquement la moyenne globale vers le bas et doit être gardée à l'esprit dans la lecture des résultats qui suivent.

Analyse détaillée par axe ou critère d'évaluation:

- Structure, dont la pondération est de 30%: la moyenne obtenue au titre de ce critère est de 3,29/5 (une note de 3,29 sur une échelle de 5) soit un score de 66%.

C'est l'axe le mieux maîtrisé de l'ensemble des sociétés faisant partie de cette analyse. Une part notable des entités atteint une note supérieure ou égale à 4/5, la présentation formelle des quatre piliers attendus (gouvernance, stratégie, risques/opportunités, indicateurs) est déjà largement intégrée par le marché.

Une proportion encore limitée d'entités, n'a pas encore structuré cette information, alors qu'une part importante des sociétés, présentent des notes se situant à un niveau intermédiaire, rubriques présentes mais encore assez formelles, ce qui laisse une marge de progression naturelle pour les prochains exercices.

- **Matérialité financière** dont la pondération est de 30%, il s'agit de l'axe le plus stratégique du référentiel, en lien direct avec le communiqué CMF):

La moyenne obtenue au titre de ce critère est de 1,93/5 (une note de 1,93 sur une échelle de 5) soit un score de 38%.

C'est l'axe le plus exigeant à mettre en œuvre, ce qui explique un niveau encore modeste sur ce premier exercice. La majorité des notes se situent à un niveau qualitatif ou transitoire, en deçà du niveau cible qui doit inclure un lien documenté avec les états financiers ainsi que des horizons et impacts chiffrés. Une minorité d'entités a néanmoins déjà démontré une démarche aboutie, ce qui montre que l'exercice est réalisable et servira de référence pour le reste du marché.

- **Indicateurs** dont la pondération est de 25%: la moyenne obtenue au titre

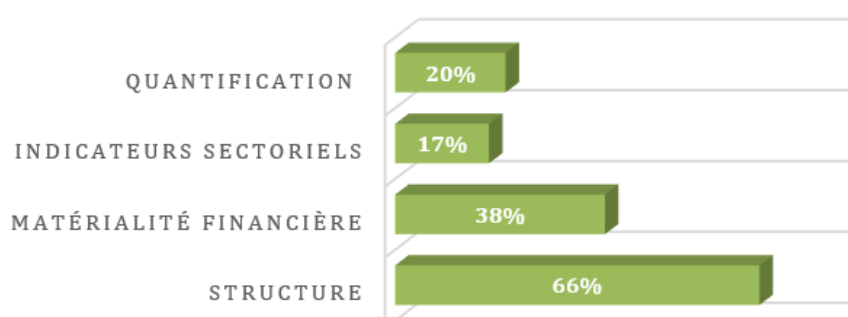
de ce critère est de 0,85/5 (une note de 0,85 sur une échelle de 5) soit un score de 17%.

- C'est l'axe où le chemin de progression est le plus important. La majorité des indicateurs relevés restent aujourd'hui génériques ou encore « à définir » plutôt que réellement adaptés au secteur d'activité. Ce constat est logique pour une première année : la déclinaison d'indicateurs sectoriels pertinents demande un travail de place qui se construit progressivement.

- **Quantification** dont la pondération est de 15%: la moyenne obtenue au titre de ce critère est de 1,00/5 (une note de 1,00 sur une échelle de 5) soit un score de 20%.

La production d'indicateurs reste aujourd'hui largement qualitative ou partielle. Ce résultat doit être fortement relativisé, il s'explique en grande partie par la souplesse accordée par le CMF au titre du premier exercice d'application et par le principe du «comply or explain», qui autorise une divulgation partielle sans imposer d'emblée des données quantitatives complètes. C'est donc avant tout le reflet d'une phase transitoire encadrée, avec une amélioration attendue sur les exercices suivants à mesure que la tolérance transitoire se résorbe.

RÉSUMÉ DES NOTES MOYENNES



En résumé, il appert que la hiérarchie de maturité se dessine clairement : Structure, Matérialité financière, Quantification, Indicateurs sectoriels.

Le marché a globalement bien intégré le schéma formel imposé par le référentiel IFRS S1/S2, l'enjeu des prochains exercices sera d'approfondir le contenu de fond, mieux démontrer la matérialité financière des enjeux de durabilité, affiner le choix d'indicateurs sectoriels pertinents, et enrichir la production de données quantifiées.

Les niveaux plus modestes observés sur la quantification et les indicateurs sectoriels s'inscrivent dans la logique même du dispositif transitoire admis par le CMF. Ils traduisent une phase de mise en place progressive du référentiel de reporting, appelée à se consolider au fil des prochains cycles de reporting.

3. Bilan et enjeux à venir :

La lecture conjointe des deux exercices de reporting ESG des sociétés faisant appel public à l'épargne met en évidence une évolution des pratiques de divulgation en matière de durabilité au sein du marché financier tunisien tant suite aux publications volontaires des rapports extra-financiers que par la prise en considération des exigences du CMF relatives au reporting financier lié à la durabilité inclus au niveau des états financiers.

Le reporting extra-financier volontaire présente des pratiques encore largement hétérogènes, tant au regard des approches retenues et des référentiels utilisés que des niveaux de maturité atteints. Cette disparité des pratiques constitue aujourd'hui l'un des principaux défis du marché.

Elle limite la comparabilité des informations publiées, complique l'évaluation des risques et opportunités liés à la durabilité et réduit l'utilité de l'information pour les investisseurs dans leur processus de prise de décision.

Aussi, l'analyse des rapports ESG publiés

fait ressortir une confusion persistante entre démarche RSE et reporting ESG destiné aux investisseurs. Les informations publiées restent souvent centrées sur les actions et initiatives de l'entreprise, sans établir suffisamment le lien entre les enjeux identifiés, leur matérialité, les risques et opportunités associés et des indicateurs permettant d'en mesurer les effets et les progrès.

Cette situation est renforcée par l'absence ou l'insuffisance d'analyses de matérialité, le choix d'indicateurs parfois déconnectés des enjeux prioritaires, ainsi que par des références à des normes ou référentiels qui ne correspondent pas toujours au contenu effectivement publié.

Par ailleurs, l'analyse des rapports susvisés révèle une tendance au « green narrative », une présentation privilégiant les réalisations et informations positives, sans exposition proportionnée des difficultés rencontrées, des impacts négatifs, des risques ou des objectifs non atteints, cette situation est susceptible de nuire à l'équilibre et à la neutralité de l'information communiquée.

Aussi l'absence de vérification ou d'assurance externe dans la grande majorité des rapports examinés, conjuguée aux différentes insuffisances sus indiquées, ne permet pas de disposer d'une information suffisamment étayée, vérifiable et comparable.

Ces constats soulignent ainsi la nécessité de renforcer la représentation fidèle, l'équilibre et la fiabilité de l'information de durabilité, afin de limiter les risques d'informations susceptible d'induire en erreur sur la performance de durabilité des émetteurs, et de se prémunir ainsi contre le risque de greenwashing.

Cette exigence se trouve par ailleurs renforcée par l'évolution de la réglementation internationale en matière de durabilité, à l'instar des nouvelles dispositions relatives au MACF, dont le respect est appelé à influencer

de plus en plus sur l'accès aux marchés internationaux, la compétitivité et la conduite même des activités des entreprises, et à exposer ces dernières à un risque de transition croissant.

La fiabilité des informations extra-financières publiées constitue dès lors un point de vigilance majeur. Ainsi, pour les investisseurs, l'audit de la véracité des communications ESG revêt désormais une importance comparable à celle du contrôle des états financiers traditionnels.

Dans ce contexte, l'instauration d'un cadre réglementaire commun, définissant un socle minimal d'exigences et de points de vigilance en matière de reporting extra-financier, et soumis à une vérification indépendante, apparaît nécessaire afin d'harmoniser les pratiques, de fiabiliser les informations publiées et de prévenir les risques de divulgation incomplète ou trompeuse.

Pour ce qui est des informations relatives aux facteurs ESG publiées dans les notes aux états financiers, elles traduisent une évolution importante, marquée par l'intégration progressive des enjeux de durabilité dans le champ de l'information financière.

L'analyse des notes de durabilité figurant au niveau des états financiers des sociétés faisant appel public à l'épargne démontre que le marché a globalement bien intégré les axes de présentation prévus par les communiqués du CMF et par le référentiel IFRS S1/S2, notamment à travers la structuration des informations autour des quatre piliers de la gouvernance, de la stratégie, de la gestion des risques ainsi que des indicateurs et objectifs.

Cette appropriation traduit une bonne compréhension du schéma général de présentation et constitue une évolution significative dans l'intégration des enjeux de durabilité au sein de l'information financière.

Elle a également permis d'instaurer une structure de reporting relativement homogène

entre les sociétés, facilitant ainsi la lecture et l'identification des principales informations relatives aux enjeux de durabilité.

Les communiqués du CMF des 25 décembre 2025 et 13 février 2026 ont constitué un tournant décisif en replaçant les exigences de divulgation sur les enjeux ESG au premier ordre des priorités réglementaires pour les sociétés faisant appel public à l'épargne.

Cette évolution a été renforcée par l'intervention des commissaires aux comptes dans l'examen des informations de durabilité intégrées aux états financiers, contribuant ainsi à accroître la crédibilité et la fiabilité de l'information publiée et à favoriser une meilleure intégration des enjeux de durabilité dans l'information financière.

Toutefois, il est à signaler que bien que l'appropriation progressive des exigences des communiqués du CMF et notamment des orientations du référentiel IFRS S1/S2, constitue un signal encourageant de l'évolution de la maturité ESG des sociétés, les prochains exercices devront désormais être consacrés à l'approfondissement du contenu des informations publiées, dans l'objectif d'une information de durabilité davantage étayée, pertinente et fiable.

Ainsi, la qualité et la pertinence de ces divulgations dépendront désormais de la capacité des émetteurs à approfondir l'analyse et la documentation des enjeux de durabilité présentant une matérialité financière, conformément aux principes des normes et standards de reporting de durabilité adoptés à l'échelle internationale.

Le prochain enjeu ne sera donc pas seulement de publier davantage, mais de publier mieux: relier les enjeux de durabilité aux risques et opportunités financiers, documenter les hypothèses retenues, renforcer les dispositifs de contrôle interne, impliquer davantage les organes de gouvernance et permettre aux commissaires aux comptes de contribuer progressivement à la fiabilisation de cette information.