



Université d'Oran 2

Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion

THESE

Pour l'obtention du diplôme de Doctorat en Sciences
En Sciences Economiques

Le marché financier en Algérie, état des lieux et perspectives de son
développement

Présentée et soutenue publiquement par :

Mr BEKADA Mohammed

Devant le jury composé de :

BOULENOUAR Bachir	Professeur	Université d'Oran 2	Président
DERBAL Abdelkader	Professeur	Université d'Oran 2	Rapporteur
KADDOUR BENABBED MCA		Université d'Oran 2	Examineur
CHERIF TOUIL Nouredine	Professeur	Université de Mostaganem	Examineur
TCHIKO Faouzi	Professeur	Université de Mascara	Examineur
SENOUCI BENABOU	Professeur	Ecole Supérieure d'Economie	Examineur

Année universitaire : 2019-2020

Citation :

« La construction d'une économie fiable ne peut se faire qu'à travers un marché financier solide et stable » .

Georges Pauget et Henri de Castries

Remerciements

Tout d'abord, je tiens à adresser mes vifs remerciements à Dieu, à mon directeur de thèse Mr DERBAL Abderlkader ,à mes parents , mon épouse, pour leurs précieux conseils et orientations .

Je tiens à remercier les membres du jury d'avoir accepté de faire partie de ce jury et pour le temps qu'ils ont consacré à la lecture et évaluation de ce modeste travail.

A Mr BOULENOUAR Bachir, Mr FKIR Hamza, Mr ROUISSET Abdenaceur, Mr Amani Ismail-BELAHCENE Houari, pour l'aide qui m'on apporté durant toutes ces années.

Un grand merci à l'équipe de la bourse d'Alger à sa tête Mr BENMOUHOUY Yazid et son assistante Mme TALHI de m'avoir ouvert les portes de cette institution et aux précieuses orientations suggérées par les responsables de Natixisi et le CPA banque représentées par Mr MOKRANE fayçal et Mr OULD KADA Mustapha.

Aussi, Je voudrais remercier nos enseignants en graduation et en post-graduation qui jouèrent concrètement leur rôle de formateurs tout au long de notre cycle de formation.

Sans oublier bien sûr de dire du bien de l'équipe de la bibliothèque universitaire et le vice doyenat de la post-graduation, qu'ils soient tous assurés de notre vive reconnaissance , qu'ils soient chaleureusement remerciés de leurs assistance et leurs patience.

A tous ceux qui ont contribué de près ou de loin à l'élaboration de ce modeste travail qui est le fruit de plusieurs années d'études, de recherches et de rédactions.

Dédicaces

Je dédie ce travail à :

- Mon directeur de recherche Mr DERBAL Abdelkader pour ces précieux conseils et orientations.

- Mes chers parents qui m'éclairent le chemin de la réussite et qui m'ont soutenu jusqu'au terme de ce travail, car si je suis ce que je suis c'est grâce à eux.

- Mon épouse qui a été pour beaucoup dans la concrétisation et la finalisation de cette thèse .
 - Mes enfants : Wassim, Anes, mes nièces Douaa , Amira et mon neveu Achraf .
- BEKADA Taieb, mes frères othmane et amine, Majlilissi Narimene, Bernaoui lahouari, Bouziani Ahmed
- A toutes la famille BEKADA et ELDJEBLI .

- A tous les étudiants .

Et en fin à tous ceux que j'aime et que j'ai manqué de mentionner le nom.

Sommaire

Remerciements

Dédicaces

Sommaire

Liste des abréviations

Introduction générale

Chapitre 01 : Genèse et évolution des marchés financiers.....09

Section 1 : Evolution des marchés financiers.....09

Section 2 : Les fondements théoriques de la liquidité du marché.....57

Section 3 : Les facteurs déterminants la liquidité du marché.....76

Chapitre 02 Les valeurs mobilières et leur évaluation..... 91

Section 1 : Généralité sur les valeurs mobilières 92

Section 2 : Evaluation des valeurs mobilières -Action-.....135

Section 3 : Evaluation des obligations et des produits dérivés..... 153

Chapitre 03 : Structure et organisation du marché financier Algérien..... 174

Section 1 : Chronique de la mise en place de la bourse d'Alger 175

Section 2 : Introduction des valeurs mobilières à la bourse d'Alger.....194

Section 3 : Degré de développement du marché financier Algérien..... 218

Chapitre 04 : Les émetteurs de valeurs mobilières sur le marché financier Algérien.238

Section 1 : Les entreprises émettrices des actions sur le marché financier Algérien..... 239

Section 2 : Les émetteurs des titres obligataires sur le marché financier Algérien260

Section 3 : Les emprunts obligataires émis par les sociétés financières 291

Chapitre 05 : Evaluation de l'activité du marché global.....	306
Section 01 : Analyse de l'activité du marché primaire et du marché secondaire.....	306
Section 2 : Evolution de l'activité du marché de titre de capital.....	321
Section 03 : Evolution du marché secondaire obligataire.....	341
 Chapitre 06 : Perspectives de développement du marché financier Algérien.....	 364
Section 1 : Les PME et le rôle de la privatisation dans le développement du marché financier.....	364
Section 2: Les facteurs responsables de l'insuffisance de liquidité du marché boursier Algérien.....	385
Section 03 : Les actions menées et perspectives de développement du marché financier Algérien.....	397
 Conclusion générale.....	 409
Bibliographie.....	416
Liste des tableaux.....	434
Liste des graphiques	436
Liste des annexes.....	438
Table des matières.....	460

Liste des abréviations

AC :	Algérie Clearing.
ALC :	Arab leasing corporation
ANDPME :	Agence Nationale de Développement des Petites et Moyennes Entreprises.
BADR :	Banque de l'Agriculture et du Développement Rural
BDL :	Banque de Développement Local
BEA :	Banque Extérieure d'Algérie
BEA :	Banque extérieure d'Algérie
BNA :	Banque Nationale d'Algérie
CAAR :	Compagnie Algérienne d'Assurance et de Réassurance
CAAT :	Compagnie Algérienne des Assurances
CLT :	Crédit à long terme
CMC :	Conseil de la Monnaie et du Crédit.
CMT :	Crédit à moyen terme
CNEP :	Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance
CNEP Banque :	Caisse nationale d'épargne et de prévoyance
CNMA :	Caisse Nationale de Mutualité Agricole
COSOB :	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.
CPA :	Crédit Populaire d'Algérie
DAHLI :	Daewoo Algérie hôtellerie loisirs et immobiliers
EEPAD :	Etablissement d'enseignement professionnel à distance
EGH El-Aurassi :	Entreprise de gestion de l'hôtel El-Aurassi,
ENAFOR :	Entreprise nationale de forage
ENTP :	Entreprise nationale des travaux aux puits
EPE :	Entreprise publique économique
FIFO :	First In, First Out

IOB :	Intermédiaires en Opérations de Bourse.
LMC :	Loi sur la monnaie et le crédit.
MLA :	Maghreb leasing Algérie
OAT :	Obligations Assimilables du Trésor.
ONS :	Office national des statistiques
OPCVM :	Organisme de Placement Collectif des Valeurs Mobilières
OPV :	Offre publique de vente
PIB :	Produit intérieur brut
PME :	Petite et moyenne entreprise
PMI :	Petite et moyenne industrie
PNB :	Produit net bancaire
PNUD :	Programme des nations unies pour le développement
SAA :	<i>Société Nationale d'Assurance</i>
SCAEK :	Société des Ciments de Ain El Kebira
SCI :	Société de Capital Investissement.
SGBV :	Société de Gestion de la Bourse des Valeurs.
SICAV :	Société d'Investissement à Capital Variable.
SNL :	Société nationale de leasing
SPDM	Société de placement des valeurs mobilières
SRH :	Société de refinancement hypothécaire
SVT :	Spécialistes en Valeurs du Trésor
TCC :	Teneur de Comptes Conservateurs.
UBB :	Union Bank Brokerage

Introduction générale :

Depuis le milieu des années quatre-vingts, on assiste à un développement spectaculaire de la sphère financière dans les pays développés sous l'effet de la déréglementation des opérations (fin des restrictions et des encadrements), de la déspecialisation des institutions (banques universelles) et du décloisonnement des circuits de financement (fin des frontières entre les marchés) .

Ce phénomène s'est étendu aux pays en transition vers l'économie de marché d'Europe centrale et de l'est ainsi qu'aux pays émergents d'Asie du sud-est dans les années 1990.

Longtemps tenus sous le contrôle des autorités monétaires et bancaires, les systèmes financiers se sont libéralisés et de nombreuses innovations financières, qui se sont à présent banalisées, sont apparues, elles ont révolutionné les techniques financières et élargit la gamme des produits financiers offerts.

L'essentiel des transactions, on volume et en valeur, sur les marchés financiers est donc le fait des professionnels agissant pour des institutions financières, qui achètent et vendent des actifs pour leur compte propre et pour celui de leur clientèle .

Les marchés financiers prennent de plus en plus de place dans les économies mondiales, ils offrent des avantages non négligeables sur tous les plans économiques

Aujourd'hui le financement direct est la première source de financement des économies développées, l'intermédiation bancaire et l'autofinancement étant relégués au second plan.

Les entreprises, diversifient leurs sources de financement mais les marchés financiers, dans leur fonction première de financement de l'économie, restent un rouage essentiel.

Le recours au marché financier permet le renforcement des fonds propres de la société qui fait appel à ses actionnaires et au grand public afin de lever les fonds nécessaires pour financer de nouveaux investissements ou répondre à des conjonctures particulières, Réduire le niveau d'endettement et sauver l'autonomie financière qui se voit amoindrie lorsque d'importants projets sont financés par des emprunts à court, moyen et long termes.

Aussi d'assurer la mobilité et la liquidité des titres afin de désengager certains actionnaires majoritaires (ouverture de capital) et leur permettre de récupérer leur mise initiale et accroître la notoriété

Le rôle macroéconomique du marché financier s'étudie à travers deux compartiments qui existent quelle que soit la place financière et quel que soit le marché de cotation, c'est le marché primaire et le marché secondaire.

Le marché financier se présente comme une composante du marché des capitaux à long terme qui permet le financement de l'économie, c'est un lieu d'émission et d'échange des titres financiers appelés valeurs mobilières .

Une valeur mobilière est un ensemble de titres émis par une personne morale publique ou privée, qui confèrent des droits identiques à leurs détenteurs et donnent accès (directement ou indirectement) à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine, les valeurs mobilières sont soit, des actions, des obligations ou les titres hybrides.

Les entreprises en fortes croissances ont besoin des marchés pour se financer, la bourse est utile aux entreprises, au point que des réflexions ont amené les bourses à s'ouvrir davantage aux petites et moyennes entreprises, et les marchés dérivés sont utiles pour des opérations de couverture, à condition toutefois d'encadrer les pratiques pour éviter les dérives.

La Bourse joue un rôle important dans le développement de toutes les économies des pays industrialisés et les pays en voie de développement, en devenant indispensable dans le financement des entreprises privées et publiques, des collectivités publiques et l'État en ce procurant des capitaux à moyen et long terme pour leurs investissements mobilisés par des placements de plus en plus fréquent par des particuliers.

La bourse peut être une belle aventure, mais redoutable, pour l'investisseur non initié, le profane, c'est-à-dire la majorité des investisseurs, en effet, les conséquences d'un placement malheureux en bourse ne sont jamais anodines et dans certains cas, peuvent être désastreuses.

L'Afrique demeure à l'écart des flux d'investissement directs et de portefeuille car elle ne réunit pas les conditions qu'attendent les investisseurs.les investissements en portefeuille sont très faibles également du fait de l'étroitesse des marchés financiers, à l'exception de celui d'Afrique du sud.

Les investisseurs institutionnels sont indispensables au bon fonctionnement des marchés de capitaux et contribuent à son dynamisme puisqu'ils gèrent des ressources financières très importantes sur le moyen et long terme.

Toutefois, les investisseurs institutionnels ont besoin d'avoir en face d'eux des émetteurs crédibles et sûrs, toute une gamme de produits financiers adaptés à leur besoin et des marchés liquides.

Le marché financier, a pour centre la bourse, elle offre aux émetteurs la possibilité de diversifier leurs sources de financement, et ceux qui les acquièrent, de diversifier les placements de leurs liquidités monétaires en vue de les faire fructifier.

Le marché secondaire permet de faciliter les changements dans la structure financière des grandes entreprises cotées, c'est-à-dire dans la répartition de leur capital entre les différents actionnaires. Elle permet ainsi les alliances, les restructurations, les fusions et les rachats d'entreprises.

Les opérations se déroulent dans un cadre strictement réglementé pour imposer la transparence qui est un aspect important dans ce domaine et pour éviter les irrégularités, les abus, les fraudes...

Le rôle de la bourse est essentiel dans l'économie, une économie qui veut se développer ne peut pas se priver d'un marché boursier, dès le début de la transformation de l'économie chinoise au début des années 90, l'Etat chinois a commencé à introduire en bourse de grandes entreprises publiques, sans pour autant compromettre ses intérêts nationaux ni la guidance stratégique de l'économie .

Aujourd'hui, les entreprises chinoises rachètent des leaders occidentaux dans tous les secteurs de l'automobile à l'informatique .Aussi la Russie et toutes les principales anciennes économies socialistes ont privatisé principalement par la bourse ou encore, l'Iran qui avait 337 titres coté en bourse avec 63 milliards de dollars de capitalisation boursière en 2011, qui a élaboré un mécanisme de distribution aux ménages les plus défavorisés des actions dans le cadre des privatisations.

Depuis 1988, l'Algérie a mis en œuvre des réformes économiques structurelles profondes afin d'engager un processus de transition d'une économie dirigée vers une économie de marché, l'Etat demeurant le centre nerveux de la régulation et du contrôle, c'est dans ce cadre caractérisé par la libéralisation des prix, la réduction progressive des subventions, la promulgation de la loi sur la monnaie et le crédit, que l'économie Algérienne entame son entrée dans un processus de libéralisation économique.

La promulgation de la loi 90-10 sur la monnaie et le crédit, a permis la réforme du système bancaire et la mise en place d'un marché financier, structuré, stable et solide afin de diversifier les sources de financement des entreprises, qui reste prédominés par le financement bancaire et alléger la pression sur le trésor public qui a pris en charge le financement colossal des grands investissements et infrastructures du pays.

A ce titre, le marché des capitaux qui était limité aux opérations du marché monétaire s'est vu consolidé par le segment long représenté par la création de la bourse des valeurs.

La création de la Bourse est venue pour assurer la transition vers l'économie de marché notamment la réalisation des opérations de privatisation lancées par l'Etat à partir de 1998.

Les principales valeurs négociées sur les marchés financiers en Algérie, sont les actions et les obligations, émises par l'Etat et certaines entreprises privées et publiques éligibles.

Toutefois, ces émissions sont faibles, générant une faible activité de la bourse d'Alger, ne profitant pas au financement de l'économie nationale et par conséquent handicape le développement de la place financière nationale.

La société de gestion de la bourse des valeurs mobilières SGBV, est l'unique place boursière d'Algérie, elle reste l'une des plus petites places boursières au monde, disposant de cinq valeurs cotées totalisant une capitalisation boursière de 45 milliards de DA en 2017 représentant 0,22% du PIB constituée de :

- ✓ Neuf IOB agréés par la COSOB, il s'agit des six institutions publiques (BADR, BEA, BDL, BNA, CPA et CNEP Banque) et trois institutions privées (BNP Paribas El Djazair, Société Générale Algérie et Tell Markets SPA).

- ✓ Quatre promoteur en bourse inscrits à la COSOB au 31/12/2017 pour accompagner les PME dont : SARL RMG Consulting, Grant Thornton, Ernest& Young Advisory Algérie, Dey Capital.
- ✓ vingt et une ligne OAT et aucun emprunt obligataire coté en bourse et le marché dédié au PME n'a enregistré aucune activité depuis 2013.
- ✓ Une SICAV inactive (sicav Celim) .

Motivations de la recherche

L'Algérie s'est orientée vers un nouveau modèle économique de croissance destiné à dynamiser la croissance et l'investissement hors hydrocarbures, et déployant une approche claire et consensuelle.

En effet, le financement de l'économie figure parmi les jalons de cette orientation économique suscitant l'intérêt tant des entreprises publiques que pour des entreprises privées notamment dans une conjoncture marquée par un assèchement relatif de la liquidité.

De ce fait, la bourse d'Alger fait partie des éléments d'une émergence économique visant à réaménager son écosystème dont le financement des acteurs économique qui le composent notamment les entreprises publiques et privées. La bourse d'Alger est appelée à jouer un rôle fondamental dans ce nouveau modèle à travers sa capacité de déploiement et de mobilisation de l'épargne nationale servant à nourrir la croissance économique.

Elle est un levier important pour le développement d'une économie diversifiée, transparente qui impose la divulgation d'informations et une visibilité pour remettre l'entreprise au cœur de l'économie en contribuant à la modernisation de la finance, la recherche de l'excellence et la transparence dans la gestion.

Un marché financier performant et durablement liquide, permettrait avant tout d'assurer un relais, indispensable à terme, aux modes actuels de financement des entreprises Algériennes tant publiques que privées. Notamment pour de nombreuses entreprises, les petites et moyennes entreprises cible particulière du soutien des autorités, confrontées à un besoin de renforcement de leurs fonds propres.

Le marché financier est en second lieu, un outil puissant de transformation de l'économie nationale et de la gouvernance des entreprises au travers de la discipline de gestion et de

transparence financière qu'il impose, tout en permettant de faire interagir tout un écosystème, et de pouvoir servir de levier à ces évolutions et au besoin de diffusion d'une culture financière nouvelle à tous les niveaux. D'un point de vue macro-économique, le marché financier offre des opportunités de placement de l'épargne individuelle ou collective dont l'attrait, notamment en termes de rémunération, canaliserait mieux les flux vers la sphère productive nationale

La bourse permet de financer l'économie et d'assurer la mobilité et la liquidité de l'épargne, elle permet une indépendance de financement des émetteurs.

Au-delà du rôle de financement, elle permet une mutation des structures de production et une valorisation des entreprises qui s'effectue à travers la capitalisation boursière .

Intérêt du sujet et problématique:

Le marché financier permet de drainer des capitaux nécessaires au développement de la sphère réelle et de lever des fonds à long terme, le financement par le biais du canal bancaire ne dépassant pas cinq ans en général, au-delà il devient risqué pour elles, il encourage la bonne gouvernance, la transparence, la performance et l'autonomie financière...

La contribution du marché financier dans le financement de développement de l'économie nationale reste très modeste en Algérie, et ce depuis le démarrage de l'activité de la bourse d'Alger. En effet, les niveaux d'activité des marchés primaires et secondaires dégagent depuis l'année 2000, des résultats insuffisants au regard des efforts d'organisation, d'investissement et d'accumulation dans le domaine des activités des titres, et de l'intérêt et de la mobilisation de tous les acteurs de la Place¹.

A cet effet, il est important d'étudier l'importance du marché financier dans le développement économique et de poser une question centrale qui fait l'objet de notre problématique formulée comme suit :

Pour quoi le marché financier Algérien n'est pas actif dans le financement de l'économie nationale ? Il n'arrive toujours pas à se développer.

¹ COSOB 2008

Afin de répondre à cette question centrale, on met en avant trois hypothèses :

- ❖ **Hypothèse 1** : Le marché financier Algérien manque de **profondeur** et de **liquidité**.
- ❖ **Hypothèse 2** : La prédominance du système bancaire dans le financement des entreprises privées et publique quel que soit sa forme et sa taille.
- ❖ **Hypothèse 3** : La faiblesse du tissu économique Algérien en nombre d'entreprises éligibles pour accéder à la bourse, l'absence de volonté et le manque de culture boursière comme moyen de financement alternatif pour les grands groupes publics et privés éligibles .

Méthodologie de la recherche

Notre travail de recherche consiste à dresser un état des lieux et évolution du marché financier Algérien depuis les premières réformes économiques et financière indispensable à la transition de l'économie Algérienne vers l'économie de marché par l'instauration de la loi sur la monnaie et le crédit la loi 90-10 en Algérie

Pour répondre à la question centrale que nous avons formulée, notre méthode d'approche sera à la fois analytique et empirique, en effet pour étudier notre objet de recherche on a fait appel à des théories, afin de placer l'objet de ce travail dans son contexte théorique et conceptuel. La seconde approche d'analyse que nous avons adoptée est une méthodologie de recherche déductive en étudions le développement du marché financier en Algérie depuis 1993 jusqu'à 2017 en mettant en exergue le cadre réglementaire et institutionnel et organisationnel et en analysant l'activité de ces deux marchés, et ces deux compartiments.

Cette thèse s'articule sur six chapitres, dont deux chapitres théoriques et quatre chapitres empiriques dédiés à l'état des lieux du marché financier en Algérie et perspectives de son développement .

Chacun des chapitres est subdivisé en trois sections.

- ✚ **Le premier chapitre** est un chapitre introductif, scindé en trois sections traitant les bases théoriques, genèse et évolution des marchés financiers, les fondements théoriques et les facteurs déterminants la liquidité du marché.

- ✚ Dans le **deuxième chapitre** théorique on a **abordé** les différentes valeurs mobilières (action, obligation, produits dérivés), leur formes et leur évaluation, et les principaux risques inhérents au choix d'une valeur mobilière.

- ✚ Le **troisième chapitre** est le premier chapitre dédié à l'étude empirique, il coiffe la structure et l'organisation du marché financier Algérien par la création et la mise en place du marché secondaire, son fonctionnement et le processus d'introduction des valeurs mobilières aussi, le degré de développement du marché financier Algérie en utilisons certains indicateurs tel que l'évolution de la capitalisation boursière rapporté au PIB et comparée avec celle du pays du Maghreb , Maroc et Tunisie , le nombre de sociétés cotées, le ratio de liquidité des trois places boursière .

- ✚ Le **quatrième chapitre traite** les différents émetteurs qui ont fait appel au marché financier Algérien par l'émission de valeurs mobilières sur le marché de titres de capital (marché principal et marché PME) et le marché de titres de créances (marché obligataire et marché blocs OAT). Ces émetteurs sont des entreprises publiques, privées et institutions financières.

- ✚ On aborde dans le **cinquième chapitre** l'évolution de l'activité du marché global en analysons l'activité du marché primaire et les compartiments composant le marché secondaire en étudiant leurs évolutions par marché et par titres ainsi que la fréquence de cotation de 1998 à 2017.

- ✚ Dans le **chapitre six** on a abordé les perspectives de développement du marché financier Algérien en mettant l'accent sur le rôle des petites et moyennes entreprises et de la privatisation dans le développement du marché boursier d'un côté, et les facteurs responsables de l'insuffisance de liquidité du marché financier Algérien d'un autre côté en soulignant la causalité masse monétaire, prédominance du financement des entreprises par le système bancaire et marché financier.

L'essor du marché financier en Algérie doit s'inscrire dans un vaste courant de modernisation de l'économie nationale qui traduit la volonté manifeste des pouvoirs publics de favoriser le financement direct par le marché.

Chapitre 01 : Genèse et évolution des marchés financiers

Section 1 : Evolution des marchés financiers.

1. Les racines historiques de la finance de marché :

L'Homme a toujours cherché les moyens de financement qui lui permettent de faire prospérer ses affaires commerciales et financières, la notion de marché financier ou « *de bourse* » est apparue pour la première fois en Grèce antique sur des marchés appelés « *Agora* », animés par des agents de change appelés « *Trapézistes* ».

L'Encyclopédie remonte à la création de la première bourse, concrétisée par un lieu physique, à Rome en 493 avant Jésus-Christ sous le consulat d'Appius Claudius et de Publius Servilius, suite au développement des premières sociétés de capitaux formées par les *Chevaliers* puis, sous la République, par les *Publicains* qui « *s'associent pour obtenir de l'Etat des adjudications leur octroyant le monopole sur certaines opérations (exemple : la ferme des impôts, les embellissements de Rome, les fournitures aux armées).* Dès que l'adjudication est décernée, une société en commandite par actions est constituée. Les associés reçoivent des parts transmissibles (les *partes magnae* s'opposent aux *partes particulae*) et se réunissent régulièrement en assemblées générales pour prendre des décisions importantes.»²

Des agents de change, appelés à l'époque des « *Argentarii* » furent chargés d'assurer le rôle d'intermédiaire pour toute transaction ou cession de parts d'entreprise entre : les grands épargnants ; qui étaient généralement offreurs de capitaux d'une part et les Publicains et banquiers qui cherchaient des fonds d'autre part ; ces transactions étaient abritées dans un lieu appelé « *Collegium Mercatorum* ».

Après l'effondrement de l'Empire Romain, les sociétés créées auparavant étaient dissoutes, engendrant ainsi la disparition de toute activité boursière. Ce n'est qu'en 1071, à Venise, que l'idée de l'association des capitaux émergea à nouveau « grâce au commerce maritime : Des hommes passent alors deux à deux des contrats de « *societas Maris* » : l'associé qui reste à Venise apporte les deux tiers du capital nécessaire à l'expédition tandis que celui qui va commercer au loin n'en fournit qu'un tiers en plus de son activité.»³

²Paul-Jacques LEHMANN, L'histoire toujours recommencée des Bourses, Edition La vie financière 2004, Page 13.

³ Euronext, document sur : Les valeurs mobilières et la bourse, aperçu historique, Décembre 2000.

Au début du 12^{ème} siècle, les armateurs Génois ont inventé ce qu'ils appellent les '*loca*', qui sont des parts égales d'un contenu de navire distribué entre plusieurs investisseurs afin de diversifier les risques maritimes (naufrages, actes de piraterie....etc.). Chaque investisseur pouvait acquérir de nouvelles parts, les vendre ou les mettre en gage. Cette forme de société était sans doute l'ancêtre des sociétés par action telle qu'on connaît aujourd'hui.

Au début du 13^{ème} siècle, les premiers emprunts publics apparaissent dans les cités Italiennes. Ces derniers contribuaient essentiellement au financement des guerres, comme le grand emprunt de la République de Venise 1171⁴ pour le financement de ses guerres contre Gênes et l'Empire Byzantin. Progressivement, les autres cités Italiennes suivent l'exemple de Venise et lancent elles aussi plusieurs emprunts publics comme la ville de Gênes ou de Florence.

La gestion de cette dette a connu un grand essor : la création d'un ensemble d'institutions financières publiques spécialisées dans la gestion de la dette publique d'une part (comme le *Monte* de Florence), et la mise en place d'un marché secondaire pour assurer la négociation de la dette d'autre part.

1.1. L'apparition de la bourse d'Anvers :

Selon l'analyse étymologique, « Au XIII siècle, dans la ville de Bruges, des marchands prirent l'habitude, pour traiter leurs affaires, de se réunir devant l'hôtel de la famille Van Der Buerse dont les armes composées de trois bourses étaient sculptées sur le fronton de l'édifice sis Vlamingstraat .Cette famille étendit son activité à Anvers et, bientôt, son patronyme désigna les bâtiments ou l'on se réunissait pour les transactions. Le mot bourse aurait trouvé là son origine »⁵.

L'émergence de 'la finance de marché' en Europe, au Moyen âge, a amené les commerçants Italiens à créer un lieu physique permanent à Anvers en Belgique, en 1460 ; qui abrite des transactions de marchandises, d'effets de commerce et de monnaie.

La bourse d'Anvers est restée longtemps le plus important centre d'affaire de l'Europe. « *Un bâtiment spécialement dédié aux opérations financières est achevé en 1531.* »⁶ . La bâtisse porte à son fronton l'expression : « *ad usum mercatorum cujusque gentis ac linguae* » qui signifie « à l'usage des marchands de tous les pays et de toutes les langues. ». Cette inscription

⁴ Paul-Jacques LEHMANN, L'histoire toujours recommencée des Bourses, Édition La vie financière 2004, Page 14.

⁵ Joseph ANTOINE, Marie-Claire CAPIAU-HUART, Dictionnaire des marchés financiers, Édition de Boeck, 2008, Page 93.

⁶ Cours sur 'les innovations financières', Gunther CAPELLE-BLANCARD, université Paris 1.

prouve que les marchés financiers doivent avoir un caractère universel pour assurer leur bon fonctionnement.

La bourse d'Anvers perd sa place sur la scène financière européenne suite à l'invasion d'Anvers par le duc de Parme à la fin du 16^{ième} siècle.

1.2. L'émergence des grandes places financières européennes :

La fin du 16^{ième} siècle a connu un grand transfert des richesses à partir des différentes colonies vers l'Europe, ce qui a eu un impact direct sur le développement des bourses et des valeurs mobilières en Europe occidentale et l'émergence de quelques places financières formant ainsi le triangle financier de l'Europe : Amsterdam, Londres et Paris.

1.2.1. La bourse d'Amsterdam :

Au début, les négociations dans la bourse d'Amsterdam se tenaient en plein air dans une place appelée '*Waarmoestraat*' puis en 1561 sur le pont de '*Nieuwe brug*', proche de la chapelle '*Saint-Olaf*' qui abritait les négociateurs dans les jours de pluie .

« En 1613, l'État a décidé de construire un bâtiment dédié à l'activité de la Bourse d'Amsterdam, sur le modèle des anciennes Bourses de Bruges et d'Anvers. »⁷.

La bourse d'Amsterdam a connu ainsi un grand essor, grâce aux actions de la compagnie d'Indes Orientales créée en 1602 et spécialisée dans le commerce international avec l'Asie, celle-ci fut la première société financée par une ouverture de capital.

« La VOC⁸ a connu un très grand succès, non seulement auprès des grands marchands, mais également auprès de toute la population et d'investisseurs étrangers. Tout le monde peut en effet souscrire un montant dans cette nouvelle compagnie. »⁹

Après la liquidation de la VOC au début du 19^{ième} siècle, la Bourse d'Amsterdam se consacre essentiellement à la cotation des obligations.

⁷David LEBRUN, La Bourse d'Amsterdam aux XVII^{ème} et XVIII^{ème} siècles: les actions, Mémoire de master, Université Libre de Bruxelles, 2010, Page 29.

⁸VOC : Verenigde Oostindische Compagnie, signifie La Compagnie d'Indes Orientales.

⁹ David LEBRUN, La Bourse d'Amsterdam aux XVII^{ème} et XVIII^{ème} siècles: les actions, Mémoire de master, Université Libre de Bruxelles, 2010, Page 20.

1.2.2. la Bourse de Londres :

Le premier marché anglais organisé a vu le jour le 23 Janvier 1571 baptisé ‘ *Royal Exchange* ’ inauguré par la reine Élisabeth et parrainé par Sir Thomas Gresham, un financier célèbre, par son expression « la mauvaise monnaie chasse la bonne ».

*« Les transactions de valeurs mobilières se développent surtout après la révolution de 1688 : elles portent sur les obligations d’État créées en 1693 et transformées en bons de l’Échiquier en 1696 (sur lesquels les fraudes sont nombreuses) et sur les actions de sociétés privées (environ 140 compagnies coloniales et la Banque d’Angleterre, fondée en 1694, le tout formant une capitalisation boursière de l’ordre de 4,5 millions de livres). »*¹⁰

Petit à petit et grâce aux efforts d’astucieux financiers comme *John CASTAING*, la London Stock Exchange devient l’une des plus performantes places financières sur le plan international et contribue ainsi, au financement de la Renaissance industrielle en Europe entière.

1.2.3. La bourse de Paris :

La première société par actions en France est créée en 1250 sous le nom de « la *Société de Moulins de Bazacle*. » Ces actions étaient négociées sur le marché de gré à gré. Ce n’est qu’en 1540, que la première Bourse française a vu le jour à Lyon. Celle-ci jouait un rôle important dans la négociation de titres et des effets de commerces.

La Bourse de Paris, quant à elle fut légalement instaurée par un arrêt du conseil d’État du 24 Septembre 1724, à l’Hôtel de Nevers. « *Les lieux d’échanges avaient jusqu’alors été multiples : le Grand-Pont, devenu le pont aux Changes ; la grande Cour du Palais de justice, la rue Quincampoix, . Ensuite située successivement au Louvre (1795), au Palais-Royal (1807), dans l’enclos des Filles Saint-Thomas, La Bourse de Paris fut finalement transférée au Palais Brongniart, dont la construction débuta en 1808 et qui fut inaugurée le 26 novembre 1826.* »¹¹

Afin d’organiser l’activité boursière plusieurs textes réglementaires ont été mis en place. Nous en citons notamment :

- L’arrêt du Conseil d’état du Roi du 24 septembre 1724 portant création de la Bourse de Paris et interdisant l’accès aux femmes à la Bourse et les opérations à terme.

¹⁰ Paul-Jacques LEHMANN, L’histoire toujours recommencée des Bourses, Édition La vie financière, 2004, Page 17.

¹¹ Paul-Jacques LEHMANN, La bourse de Paris, Édition Dunod, 1993, Pages 7.

- L'arrêt du 30 mars 1774 créant à la Bourse un endroit spécial '*le parquet*' réservé aux agents de change et ordonnant que les cours soient criés.¹²
- Le décret du 27 juin 1793 portant la fermeture de toutes les Bourses et interdisant les sociétés de capitaux.

À partir de 1800, la Bourse de Paris va connaître un nouveau souffle. Grâce à Napoléon dans le but de restructurer l'économie du pays après la Révolution française en réglementant l'activité de chaque intervenant, notamment les agents de change dont le statut est précisé dans l'article 76 du code du commerce.

On comptait alors en 1853, 152 valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse de Paris.

L'histoire des Bourses constitue une page importante dans le développement du capitalisme et l'environnement économique et financier actuel. En effet les Bourses ont contribué dans le financement des grandes innovations (la découverte du Nouveau Monde, le développement du chemin de fer et le financement des entreprises) et l'émergence des économies depuis l'antiquité.

2. Le rôle des marchés financiers.

Les marchés financiers, permettent la confrontation de l'offre et de la demande de capitaux, à moyen et long terme, dont le support est une valeur mobilière : action, obligation, OAT obligation assimilable de trésor.... . Les principaux demandeurs de capitaux sont : Les entreprises pour le financement de leurs investissements, l'État et les collectivités locales pour faire face à leurs dépenses de fonctionnement et d'investissement et aussi, pour la couverture des déficits publics, tandis que les offreurs de capitaux sont essentiellement des ménages qui assurent leur consommation future par l'épargne qu'ils constituent en se procurant des valeurs mobilières.

Ce marché peut être donc considéré comme un système industriel de collecte, de transformation et d'allocation de ressources financières. Il constitue ainsi, un élément vital dans le paysage économique et financier d'un pays ; notamment sous l'égide de la globalisation financière où la fonction des marchés financiers s'est élargie comme nous l'explique Hervé JUVIN « il faut constater à quel point la fonction des marchés financiers s'est transformée au cours des vingt dernières années, au point que leur fonction supposée première – concourir au financement de l'activité et servir la croissance en organisant la rencontre des offres et des

¹² Euronext, Les valeurs mobilières et la bourse, aperçu historique, Décembre 2000, Page 3.

besoins de financement- peut parfois sembler marginale par rapport à tel ou tel développement d'activité (...). La fonction des marchés financiers est en réalité beaucoup plus complexe et plus riche que ce que suggère l'expression « lieu de négociation des valeurs mobilières »¹³. Le développement des Nouvelles Technologies de l'Information et des Communications et le décloisonnement des places financières a bouleversé le monde de la finance de marché en encourageant ainsi les opérations d'arbitrage et de trading.

3. Les fonctions économiques du marché financier :

Au-delà de la constatation basique qu'il est un marché de capitaux à longs terme dont les instruments représentatifs peuvent le plus s'échanger tous les jours, l'examen des différentes fonctions économiques du marché financier peut ainsi être regroupée autour de cinq axes , le marché financier est¹⁴ :

3.1. Un circuit de financement de l'économie nationale

La fonction première du marché financier est de drainer une partie de l'épargne en vue de contribuer au financement de **l'économie réelle** : collectant des capitaux auprès des agents économiques qui disposent de capacités de financement ,le marché financier procure aux entreprises et aux administrations publiques des ressources longues , il facilite la croissance des sociétés et confère à l'état des moyens supplémentaires pour mener à bien sa politique dans les domaines économique et social .

Le marché financier participe au financement des investissements des entreprises, même si son rôle est loin d'être exclusif ou dominant, sa contribution , longtemps modeste au regard de celle du système bancaire , ne saurait être tenue pour secondaire :

-L'apport qu'il représente est en progression constante dans un contexte macro-économique ayant comporté plusieurs phases très contrastées.

- Les capitaux qu'il collecte constituent des financements à long terme dont l'importance est essentielle pour compléter l'autofinancement des émetteurs.

- En fin le marché financier établit un circuit quasiment direct entre l'épargnant qui désire placer ses capitaux et l'investisseur qui a besoin de ces capitaux .

¹³Hervé JUVIN, Les marchés financiers: voyage au cœur de la finance mondiale, Édition d'Organisation 2003, Page 250.

¹⁴ Alain CHOINEL et Gérard ROUYER, Le marché financier structures et acteurs, huitième édition, CFCB, collection banque ITB, page 33 .

L'émetteur d'actions et obligations a certes besoin d'intermédiaires financiers, mais ceux-ci ne font que mettre en rapport épargnants et investisseurs, sans s'interposer entre eux tel un écran, comme c'est le cas lors qu'une banque reçoit des dépôts du public pour les redistribuer ensuite sous forme de prêt, ainsi **le marché est-il par excellence le circuit court entre l'épargne et l'investissement.**

En second lieu, **le marché financier fournit aux Etats et aux administrations publiques les moyens financiers** indispensables à la concrétisation des projets d'investissement ou de redéploiement et à la régulation des finances publiques (déficit budgétaire).

Le recours au marché financier est une des conditions évidentes d'un financement équilibré de la croissance, seuls les grands pays industrialisés disposent d'un marché financier puissant, attrayant et ouvert sur l'extérieur.

3.2. Moyen d'organiser la liquidité de l'épargne investi à long terme

La seconde fonction du marché financier, complémentaire de la première consiste à **prémunir contre le risque d'immobilisation une épargne qui hésiterait à s'engager si elle n'était rassurée sur sa faculté de redevenir liquide¹⁵.**

En permettant l'ajustement de l'offre et la demande des titres, les mécanismes boursiers répondent à cette attente. en effet, les placements sur le marché financier représentent par rapport à d'autres types d'investissement, notamment en actifs réels, l'avantage d'être immédiatement mobilisables :

Le détenteur d'un titre coté en bourse a ipso facto la possibilité de le vendre à un autre investisseur.

La liquidité d'un titre sur le marché suppose que les intervenants soient en mesure de trouver une contrepartie à leurs opérations , Or cela n'est possible que dans la mesure où le marché est suffisamment large :

Il faut dès lors qu'il existe une quantité importante de titres en circulation mis à la disposition du public (**flottant**) et que le volume quotidien des transactions soit assez étoffé pour permettre des échanges qui n'entraînent pas systématiquement des fluctuations erratiques des cours .

La liquidité générale du marché était autrefois facilitée par le rôle tenu par certains investisseurs institutionnels proches des pouvoirs publics, disposant d'importants portefeuilles de titres, ils

¹⁵ Les marchés financiers, Gérard Marie HENRY, édition Armand Colin, page 14 .

étaient en mesure d'assainir rapidement un marché perturbé par une surabondance de liquidités ou un excès de titres.

Dans un marché beaucoup plus large à fort volume et internationalisé, le développement de la fonction de **contrepartie** contribue, aujourd'hui au moins dans des circonstances normales de marché, à améliorer la liquidité de celui-ci.

3.3. Instrument de mesure de la valeur des actifs :

En affichant à chaque séance de bourse un cours pour une action donnée, le marché financier est un **Instrument de mesure irremplaçable de la valeur d'une entreprise ayant atteint une certaine dimension**.

L'information donnée aux investisseurs présente de nombreux avantages :

- Elle est régulière près de 250 fois par an.
- Elle est publique et largement diffusée via des médias spécialisés ou non.
- A contrario, cette approche s'inscrit dans un contexte boursier très sensible à l'évolution de l'environnement politique, économique, social et international :
- Elle peut donc à certains moments pêcher, par défaut ou par excès, dans l'estimation de la valeur d'une société, en outre, elle tient compte de la cote d'amour ou de méfiance que les professionnels attachent à telle ou telle affaire.

Enfin, elle reflète le plus souvent la valeur du titre unitaire, non celle d'une majorité

A cet égard, les grands écarts de cours observés au cours des années 1999/2002 sur les valeurs « TMT » (technologies, médias, télécommunications) ont mis en évidence les limites de l'utilisation d'une cotation boursière pour appréhender la valeur d'une entreprise.

Quoi qu'il en soit, **la cotation boursière, à côté des autres techniques d'évaluation des entreprises** (analyse des bilans, expertise de l'outil de production, du fonds de commerce, des perspectives de la firme sur son marché) **une approche d'un accès facile et reconnue par la communauté bancaire, le monde de l'industrie et l'administration fiscale.**

3.4. Outil concourant à la mutation des structures industrielles et commerciales

En donnant à des sociétés la possibilité de régler, au moyen de leurs titres, l'acquisition d'autres affaires, **le marché financier facilite le regroupement d'entreprise**¹⁶, il joue un rôle fondamental dans le processus de restructuration et de concentration, ces opérations se réalisent à

¹⁶Les marchés financiers, Gérard Marie HENRY, édition Armand Colin, page 15.

la suite d'un accord entre les société concernées ou qu'elles interviennent contre la volonté de l'entreprise visée , elles participent de façon constructive à l'évolution des structures industrielles et commerciales.

3.5. Un lieu de négociation de risque

L'innovation financière rendue possible par la déréglementation des produits et la création de marchés dits « dérivés » au cours des années quatre-vingt met en évidence le rôle que jouent les marchés de capitaux dans la gestion par les agents économiques de leurs risques.

Les grands marchés offrent ainsi aux opérateurs la possibilité non seulement de dénouer leurs opérations sur le champ (**marché spot**), ou à terme plus éloigné dans le temps mais également **d'investir** sur le marché des options négociables et des marchés à terme d'instrument financier.

Couvrir une exposition au risque , procéder à des arbitrage, spéculer représente les activités essentielles des opérateurs des salles de marché, car l'interdépendance des différents compartiments des marchés financiers et les évolutions plus rapides des variations financières accentuent l'importance de la gestion des risques .

3.6. Baromètre de l'économie :

Le marché financier constitue le baromètre de l'économie, sa part de contribution dans la création de la valeur ajoutée constitue un indicateur de croissance très important pour les pays émergents.

Le marché financier renseigne les investisseurs sur la santé financière d'une entreprise et sa capacité à dégager des résultats capables d'améliorer leurs revenus futurs (dividendes, amélioration des cours....)

La contribution des marchés financiers dans le financement des économies des pays émergents reste très modeste, malgré le rôle important que jouent ces derniers dans la création de la valeur ajoutée, et dans la prospérité de l'économie nationale. Ils permettent également une meilleure allocation des ressources financières et constituent un lieu idéal de placement et de gestion des risques dans le temps et dans l'espace.

Un circuit financier actif et développé est indispensable à toute croissance économique soutenue. En effet, seules les techniques de la finance permettent à une économie d'effectuer

des choix¹⁷. L'absence des marchés de capitaux réduit l'économie du pays à une simple économie locale. D'où l'expression américaine « *si chacun d'entre nous était limité à sa propre épargne, l'humanité vivrait encore dans les arbres.* »

4. Les avantages et les inconvénients d'un Financement boursier

La décision d'introduction en bourse doit être murement étudiée puisqu'elle s'avère être également lourde en procédures, complexe et onéreuse, sachant que la bourse ne devient un formidable accélérateur de capitalisation que dès lors qu'un climat de confiance s'installe entre les différents acteurs.

4.1. Motivations et avantages:

Les motivations stimulant les ambitions d'introduction en Bourse les plus fréquemment énoncées par les dirigeants d'entreprises sont¹⁸:

- Renforcement des fonds propres de la société qui fait appel à ses actionnaires et au grand public afin de lever les fonds nécessaires pour financer de nouveaux investissements ou répondre à des conjonctures particulières.
- Réduire le niveau d'endettement et sauver l'autonomie financière qui se voit amoindrie lorsque d'importants projets sont financés par des emprunts à court, moyen et long termes.
- Assurer la mobilité et la liquidité des titres afin de désengager certains actionnaires majoritaires (ouverture de capital) et leur permettre de récupérer leur mise initiale.
- Accroître la notoriété : l'introduction en Bourse marque la consécration d'une société et sa capacité de développement, souvent synonyme d'un stade élevé de maturité, l'entreprise assoit sa notoriété et son image de marque. De plus certaines contraintes telle que transparence en matière de gestion, peuvent paraître lourdes de prime abord mais s'avèrent être le support d'une véritable dynamique de restructuration conduisant à une forte mobilisation interne des salariés, de l'actionnariat et du système d'information qui se doit plus rapide et performant, tous ces facteurs se transforment à terme en un réel moteur de croissance accrue¹⁹.

¹⁷Eric CHARDOILLET, Marc SALVAT, Henri TOURNYOL DU CLOS, L'essentiel des marchés financiers, Edition d'Organisation 2010, Page 7.

¹⁸AID Hanane : «La bourse en Algérie» Mémoire DSEB, ESB, 2008

¹⁹M.Freres & G.Rivière :« L'introduction en bourse : mode d'emploi », ED d'Organisation, 2000, p16.

- Favoriser les partenariats : l'entreprise cotée accroît la confiance de ses collaborateurs, et peut entretenir ou inciter des partenariats potentiels tant au niveau national qu'international.
- Assurer sa pérennité : les compétences sont spontanément intéressées par une firme cotée, la ressource humaine de l'entreprise se doit donc plus compétente et sa gestion efficiente, ces deux éléments renforcent également la cohésion sociale.
- Effectuer une mutation dans le système de « Corporate Gouvernance » ou gouvernance des entreprises, qui donne lieu à la mise en place d'un système de contrôle interne plus moderne, assurant le respect des droits et obligations de chaque partie prenante en permettant de modifier constamment son actionnariat sans perte de contrôle et sans léser ses actionnaires.

La cotation permet une évaluation permanente de l'entreprise²⁰

4.2. Réticences et inconvénients :

➤ Dilution du pouvoir de contrôle du fait de l'ouverture :

L'introduction en bourse se matérialise par l'accès du grand public au capital de l'entreprise et l'intégration de nouveaux actionnaires qui peuvent éventuellement contrecarrer la liberté de décision et d'action des actionnaires initiaux qui subissent une perte de contrôle en raison de l'hétérogénéité du conseil d'administration, c'est pourquoi grand nombre de dirigeants d'entreprises, pourtant à fort potentiels, rejettent cette alternative, particulièrement lorsqu'il s'agit d'affaires familiales.

- D'autre part, coter son titre se révèle être une opération très onéreuse, certains coûts sont immédiats liés aux frais d'émission en bourse, d'autres récurrents mais tout aussi substantiels et guère négligeables.
- **Les coûts directs** : Se rattachent aux exigences d'admission en Bourse, mise en conformité aux normes comptables en vigueur, évaluation et restructuration de l'entreprise, rémunération des intermédiaires financiers, frais administratifs et publicitaire etc.
- **Les coûts indirects** : les règles de transparence qui s'appliquent aux entreprises cotées les astreignent également à fournir des informations qui ont une valeur stratégique au dépend de la confidentialité, clé de l'avantage concurrentiel.

²⁰ Pierre RAMAGE, Finance de marché, éditions d'organisation, 2002, page 15.

- L'on peut citer également, les coûts indirects liés à ce que les économistes appellent des problèmes d'«anti sélection » et de « risque moral »

L'anti-sélection : l'entreprise, mieux informée que le marché, choisit des périodes de sur valorisation pour s'introduire en Bourse. Conscient de ce biais, le marché ne considérera pas toujours comme un bon signal le choix d'une introduction, ce phénomène peut faire hésiter de bonnes entreprises à se faire coter (en particulier les petites entreprises encore jeunes et moins bien connues).

Le risque moral : les anciens propriétaires-dirigeants sont moins impliqués dans l'entreprise après la cession de tout ou partie de leurs titres et orientent souvent la gestion en fonction de leurs propres intérêts souvent contraires à ceux des actionnaires et au dépend de la société.

- **Dilution de bénéfice suite à l'augmentation de capital** : l'obligation de distribution de dividendes afin d'attirer et surtout garder les investisseurs au dépend d'une affectation des bénéfices dans des projets créateurs de valeurs et générateurs de richesses.
- De plus, coter la société est souvent synonyme de **risque plus élevé** pour les actionnaires qui craignent d'être confrontés aux offres publiques d'échange(**OPE**) ou offres publiques d'achat(**OPA**) hostiles²¹.
- L'irréversibilité de l'opération.

5. Segmentation des marchés financiers

Dans une économie de marché, la bourse a trois fonctions :

- ✚ Regrouper les capacités de financement qui sont dispersées parmi les épargnants.
- ✚ Diriger ces fonds de manière sélective vers les entreprises qui ont les meilleures perspectives d'investissement .
- ✚ Favoriser une utilisation efficiente des actifs qui incorporent l'épargne passées, deux mécanismes associés interviennent :

- Le premier concerne le marché de diffusion des nouvelles émissions (marché primaire).
- Le second n'est autre que le marché qui assure la liquidité des titres déjà émis (marché secondaire)²².

²¹ Finance de marché ,Pierre RAMAGE, éditions d'organisation, 2002, page 15.

²² Michel FLEURIET et Yves SIMON, Bourse &marché financiers, éditon economica,2000 page27

5.1. Le marché primaire :

D'après Jacquillat B., Solnik B, « en tant que marché primaire, le marché financier permet de lever du capital et de transformer directement l'épargne des ménages en ressources longues pour les collectivités publiques et privés ; en contrepartie des capitaux qu'elles recueillent sur ce marché, les collectivités émettent des valeurs mobilières qui matérialisent les droits acquis par ceux qui ont apporté ces capitaux. En effet, « Les nouvelles émissions de titres (actions, obligations) destinées au public sont mises en vente sur le marché primaire²³».

Et selon Choinel et Rouyer, «le marché primaire est un marché du neuf²⁴»; autrement dit c'est un marché qui met en relation directe l'émetteur et le souscripteur d'un titre.

En effet, le marché primaire « c'est celui sur lequel sont émises des valeurs mobilières, telles que les actions, les obligations de sociétés, les titres de la dette publiques, les certificats immobiliers ²⁵ », ces valeurs mobilières matérialisent les droits à acquérir par ceux qui ont apporté ces capitaux.

D'après Teulié et Topscalian, le marché primaire en tant que fonction du marché financier se définit comme suit : « cette fonction qui a pour objet de mettre en relation les offreurs et les demandeurs de capitaux à long terme et permet de réaliser l' appel public à l'épargne ou par placement privé²⁶ »

- ★ L'appel public à l'épargne est un mode de placement ouvert à l'ensemble des investisseurs
- ★ Le placement privé reste limité à un cadre restreint d'investisseurs.

Une fois l'émission placée, les titres sont cotés sur le marché secondaire, le marché primaire est l'antichambre du marché secondaire.

Le marché primaire a lieu d'être lors des opérations de : l'introduction en bourse, privatisations, augmentations de capital, lancement d'un emprunt obligataire²⁷ .

²³Gitman L., Joehnk M., *Investissement et marchés financiers*, 9e édition, Pearson Éducation, Paris, 2005 p 50.

²⁴A.CHOINEL et G.ROUYER, « Le marché financier structure et acteur », revue banque, 3eme édition, 1988, p 105.

²⁵Joseph antoine, Marie-claire capiau-huart, op-cit, p18.

²⁶Teulié et Topscalien, « Finance », 2ème édition, édition vuibert, paris, 1997, p196.

²⁷ CATHERINE Karyotis, L'essentiel de la bourse et les marchés des capitaux, Extensio 6^e édition 2017 -2018 page 16.

Pour être actif, un marché primaire a besoin de s'appuyer sur un marché secondaire efficace.

5.2. Le marché secondaire :

Le marché secondaire est celui où se négocient les valeurs mobilières déjà émises sur le marché primaire²⁸, c'est ce qui explique l'expression « Marché de l'occasion » qui est parfois employé dans la littérature financière pour désigner le marché boursier²⁹.

Le marché secondaire aussi appelé bourse, est le lieu de négociation et d'échange des titres déjà émis sur le marché primaire, « Les titres émis étant négociables, tout propriétaire d'action, d'obligation ou de titres de créance négociables peut à tout instant les revendre sur le marché secondaire matérialisé par la bourse³⁰ ». Autrement dit sa fonction primordiale est d'assurer la liquidité des titres et la mobilité de l'épargne.

D'après Jacquillat. B, Solnik. B, « En tant que marché secondaire, le marché financier assure la liquidité et la mobilité de l'épargne. En permettant la « mobilisation » de l'épargne investie en actions ou en obligations, la bourse assure le bon fonctionnement du marché primaire³¹».

le marché secondaire n'apporte pas de fonds nouveaux à l'entreprise **cotée**, il assure la liquidité des actifs financier et offre un mécanisme de cotation permanent (pour les grands marchés, c'est une cotation en continu) des titres reflétant leur valeur à tout instant donné, sur la base de meilleures informations disponibles ³².

Aussi il assure l'évaluation des actifs financiers à laquelle on doit faire référence pour émettre de nouveaux titres sur le marché primaire

Par ailleurs, les marchés secondaires peuvent être distingués selon les conditions d'accès exigées pour chaque compartiment. Ces conditions reposent essentiellement sur le taux de diffusion du capital social des entreprises, leurs tailles, leurs situations financières ...etc qui diffèrent d'un pays à un autre.

²⁸ Finance de marché, Pierre RAMAGE, éditions d'organisation, 2002, page 26

²⁹ Joseph antoine, Marie-claire capiau-huart, op-cit, p18

³⁰ Dov ogien, pratique des marchés financiers, édition Dunod, Paris, p115.

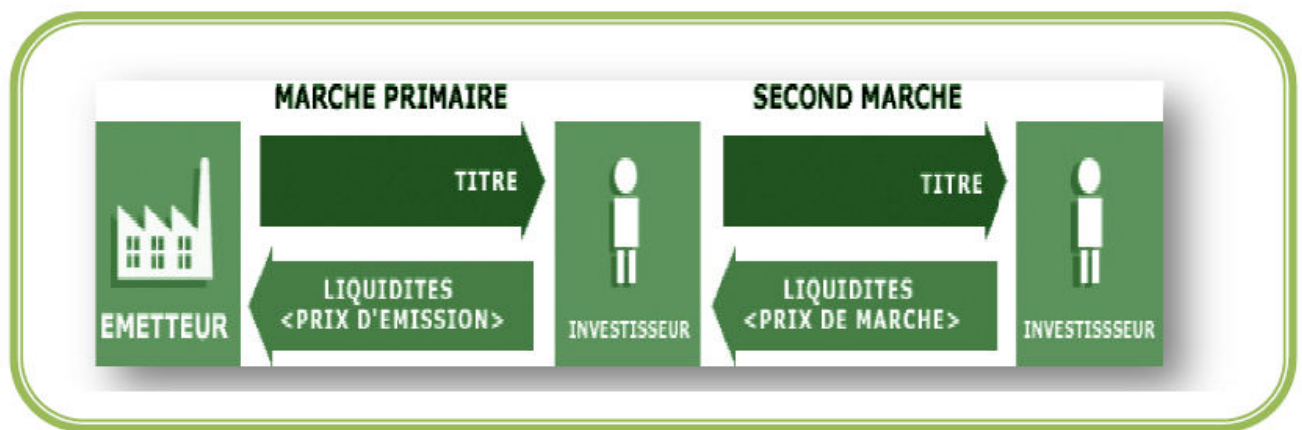
³¹ Jacquillat B., Solnik B., *Marché financier : Gestion de portefeuille et des risques*, 3e édition, Dunod, Paris, 1998, p11.

³² Gitman L., Joehnk M, *Investissement et marchés financiers*, 9ème édition, Pearson Éducation, Paris, 2005 p 54.

Finalement le marché secondaire permet³³ :

- D'assurer la liquidité des titres.
- D'encaisser la rémunération attachée à un placement.
- La réalisation de la croissance externe en acquérant des actions suffisantes pour prendre participation dans le capital d'autres entreprises.

Figure 1: La relation entre le marché primaire et le marché secondaire³⁴



Afin de faire la distinction entre les deux marchés, une comparaison entre ces deux compartiments du marché permettrait de tirer les caractéristiques et les distinctions propres à chaque compartiment illustrées dans le tableau ci-après :

Tableau 1: Principales différences entre le marché primaire et le marché secondaire

Intitulé	Marché primaire (du neuf)	Marché secondaire (de l'occasion)
Création des titres	- Oui -Recevoir les mouvements de capitaux lors d'émission de titre neufs (vendus pour la 1 ^{ère} fois)	- Non -Recevoir le mouvement de capitaux l'ors de négociation de titre déjà émis sur le marché primaire
L'émetteur de titre	-L'Etat	-N'importe quel intervenant agréé

³³Marc MONTOUSSE, Gilles RENOARD, Jean-Luc RETTEL, 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, 5^{ème} édition, Bréal 2012, page 30.

³⁴www.guide-finance.ch, du 05/12/2016 à 11H30 .

peut être	<ul style="list-style-type: none"> - Les Collectivités locales - Les Banques et E.F - Les Entreprises 	peut se porter acquéreur
Acteurs de titre	- Investisseurs	- Investisseurs
Intérêt du marché	<ul style="list-style-type: none"> - Placement de l'épargne - Financement des besoins LT 	<ul style="list-style-type: none"> - Placement d'épargne en Bourse - Liquidité des titres
Durée de souscription et Prix	<ul style="list-style-type: none"> - La durée de souscription est limitée . - Le prix est fixé par l'émetteur 	<ul style="list-style-type: none"> - La négociation peut avoir lieu tant que le titre existe - Le prix est fixé selon l'offre et la demande
Localisation	Il est généralement non localisé	-Localisé , bourse .

L'architecture du marché secondaire reprend un schéma organisationnel global, commun à toutes les bourses développées, à des différences près. L'organisation du marché secondaire suit en général le schéma organisationnel suivant :

5.2.1. Les marchés réglementés ³⁵:

a. La cote officielle :

C'est le segment le plus important d'une bourse. Il est généralement liquide et les risques de pertes sont très réduits.

La cote officielle représente l'essentiel de l'activité boursière ; elle est réservée aux entreprises de grande taille, qui ont une capitalisation boursière assez importante³⁶.

³⁵Un marché réglementé : est un marché qui se caractérise entre autres par des règles d'admission, un contrôle des autorités de marché sur son fonctionnement et sur les intervenants, et un suivi de l'information communiquée au marché.

³⁶ Corynne Jaffaux, Bourse et financement des entreprises , éditions Dalloz,1994, page 78

Les conditions d'accès sont rigoureuses, contraignantes et surtout coûteuses pour les émetteurs. La cote officielle se subdivise à son tour en deux compartiments : le marché à règlement mensuel « RM », et le marché au comptant.

b. Le second marché :

Ce marché a été créé, pour répondre aux besoins de financement des entreprises de dimension moyenne, puisqu'il dispose de normes plus souples quant à l'ouverture du capital.

Les Petites et Moyennes Entreprises désirant s'introduire en Bourse s'adressent au second marché, seul habilité à accepter les entreprises ne répondant pas aux exigences de taille et de notoriété pour bénéficier de la cotation au premier marché.

c. Le nouveau marché :

Le nouveau marché a été créé en 1996 afin de rapatrier les sociétés françaises cotées sur le nouveau marché américain, le NASDAQ

Ce marché est destiné à des entreprises jeunes appartenant à des secteurs de haute technologie, innovatrices, qui ne sont pas forcément rentables, mais qui possèdent un certain potentiel de croissance et désirent financer de nouveaux projets. Les conditions d'accès y sont particulières, les dirigeants fondateurs doivent s'engager à conserver la totalité des titres détenus au moment de l'introduction en bourse pendant six mois ou 80% pendant un an³⁷.

Les sociétés candidates à ce marché bénéficient de procédures simplifiées et de dossiers allégés puisqu'il n'y a pas d'obligations d'antériorité des comptes, ni même de conditions portant sur le chiffre d'affaires ou sur les résultats.

▲ Il faut noter qu'en France par exemple, en 2005, Euronext a remplacé les trois marchés énoncés ci-dessus au profit d'une liste unique. Les sociétés sont classées par ordre alphabétique et selon un critère de capitalisation boursière.

« Les titres sont répartis en 3 principaux compartiments :

³⁷ Bourse et marchés financiers, Paul-Jaques Lehmann, page 40, édition Dunod, Paris, 2002

- Compartiment A : Capitalisation supérieure à 1 milliard d'euros.
- Compartiment B : Capitalisation boursière compris entre 150 millions et un milliard d'euros.
- Compartiment C : Capitalisation boursière inférieure à 150 millions d'euros »³⁸.

5.2.2. les marchés non réglementés :

a. Le marché hors cote :

C'est un marché non réglementé, qui n'obéit pas aux règles d'admission des titres. Le marché financier hors cote est un marché de gré à gré. Les actionnaires de l'entreprise, qui désirent rejoindre ce marché, proposent leurs titres à d'autres investisseurs qui les achètent.

Le marché hors cote est destiné principalement aux entreprises de petite taille qui cherchent à se familiariser avec les mécanismes boursiers.

b. Le marché libre :

Appelé également le marché « *Over the counter* » ou « *Ouvert à Toute Cession* », il a été créé pour remplacer le «marché hors cote ».

Les entreprises qui figurent sur ce marché sont trop petites et ne peuvent donc pas accéder ni au premier, ni au second marché de la bourse. Ce marché est spécifique et non réglementé, les entreprises qui veulent accéder n'ont aucune obligation de transparence sur l'historique de leurs comptes.

L'approche de ce marché nécessite alors une attention et une prudence particulière de la part des actionnaires individuels, qui ne disposent pas en général de moyens d'analyses de risques appropriés.

³⁸Mirana RABARISOA, Josephine AKIMANIZANYE, Exposé sur Euronext- Paris, Université de Cergy-Pontoise Master Finance, Page 5.

6. Théorie de la microstructure des marchés financiers

La théorie de la microstructure des marchés financiers est un des domaines les plus jeunes et les plus importants de la recherche en finance, elle constitue une branche de la microéconomie, apparue dans les années 1980 aux États unis.

La microstructure des marchés financiers se sert des analyses et des modèles empiriques pour mettre en rapport d'une part, les propriétés de formation des prix comme : la liquidité, l'efficacité et la volatilité et d'autre part, les propriétés organisationnelles du marché (le degré de transparence, l'architecture du marché, la réglementationetc.)

La théorie de la microstructure des marchés financiers n'aurait pas connu un tel développement sans la notion de la liquidité de marché .En effet la liquidité de marché, qui représente une catégorie dans les recherches de la microstructure, constitue un élément prépondérant dans les stratégies d'organisation et de développement des marchés boursiers.

6.1. Les acteurs et les intervenants sur le marché financier :

Les intervenants sont un ensemble d'acteurs indispensable et complémentaire permettant au marché financier de jouer pleinement son rôle. L'organisation de ce marché se fait autour de divers acteurs, à chacun son rôle, son organisation, et ses prérogatives :

6.1.1. L'autorité du marché :

La tutelle du marché a pour fonction primordiale d'assurer la transparence et la sécurité du marché financier et de protéger l'épargnant contre d'éventuels abus.

-L'autorité du marché est dotée de quatre types de pouvoirs :

- **Le pouvoir de réglementation** : Cette autorité édicte des règlements qui régissent l'activité et la déontologie des autres intervenants sur le marché.
- **Le pouvoir de contrôle** : L'autorité assure en particulier, le respect des dispositions législatives et réglementaires par les intervenants du marché.
- **Le pouvoir de surveillance** : L'autorité du marché doit veiller au bon fonctionnement du marché financier et à la régularité des transactions qui s'y nouent.
- **Le pouvoir de sanctions** : L'autorité est compétente pour juger toute infraction aux dispositions législatives et réglementaires commise par les autres intervenants, elle

détient un pouvoir de sanction disciplinaire et administrative (avertissement, retrait d'agrément, amende, blâme, suspension totale ou partielle).

6.1.2. La société de gestion de la bourse :

Cet organe est doté de plusieurs missions essentielles, il veille à l'organisation, sécurisation et assure le bon fonctionnement du système de cotation et la cotation des valeurs mobilières

La société de bourse doit :

- Présider toutes les séances de cotations
- Publie des informations relatives aux cotations quotidiennes
- Edicte les règles de cotations.
- Garantit l'organisation et le dénouement des transactions.
- S'occupe de l'enregistrement et la publicité des négociations.
- Prend les décisions du suspend temporaire de cotations.
- Prononce l'introduction des titres à la cote, ainsi que l'admission des membres (avec visa préalable de la tutelle du marché).

6.1.3. Les intermédiaires en bourse :

Sur un marché réglementé, l'accès des acheteurs et des vendeurs est contraignant. En effet, il est vital de passer par des intermédiaires, qui jouissent d'un monopole sur la négociation des titres. Leur mission est double, ils permettent de rapprocher l'émetteur et l'investisseur, ensuite, faciliter la négociation des titres.

Les principaux intermédiaires sur le marché financier sont : les sociétés de bourse, les sociétés de gestion qui sont les gérants de portefeuilles, et les banques qui sont les principaux intermédiaires sur le marché primaire et secondaire ou les sociétés sollicitent l'intervention des établissements bancaires pour le placement de leurs titres auprès des particuliers et des institutions.

6.1.4. Le dépositaire central :

Le dépositaire central est une société par action, qui a pour rôle la dématérialisation des titres à travers l'ouverture des comptes, le suivi du mouvement de ces titres et la publication d'informations relatives au marché boursier.

6.1.5. Les teneurs de comptes conservateurs de titres :

Il s'agit de personnes morales qui assurent la garde et l'administration des titres, nominatifs ou au porteur, qui leur ont été confiés au nom de leurs titulaires.

6.2. Les intervenants sur les marchés financiers :

6.2.1. Les émetteurs:

Les émetteurs sont des sociétés publiques ou privées, elles sont à la recherche de ressources destinées à financer leurs programmes d'investissements, ces émetteurs peuvent être :

a. Les entreprises:

Elles sont dans l'obligation d'investir régulièrement pour financer leur développement économique. Face à ce besoin, elles ne disposent pas nécessairement des ressources internes suffisantes. Elles sont donc amenées à rechercher d'autres sources de financement notamment les emprunts.

Les emprunts peuvent être obtenus auprès d'une banque ou un groupe de banques "le syndicat" via un financement consorcial, ou d'un établissement spécialisé (crédit-bail). Ils peuvent également être placés par le biais d'émission d'obligations ou de titres à court et moyen terme: billet de trésorerie (pour les entreprises non financières), certificats de dépôt (banques), bon à moyen terme négociable.

L'introduction en bourse permet aux **entreprises** de collecter des capitaux et donc augmenter leurs fonds propres par un appel public à l'épargne.

b. L'Etat :

Le solde budgétaire de l'État permet de déterminer sa situation financière. Si les recettes de l'État sont supérieures à ses dépenses, le budget est donc en excédent. objectif rarement atteint par les pays développés et les pays émergents, Par contre, si les dépenses sont supérieures

aux recettes, le solde budgétaire est déficitaire. L'État doit donc trouver des ressources pour financer son activité.

Dans cette mesure, les administrations publiques (Etats et collectivités territoriales) ne peuvent que recourir à l'emprunt vue qu'elles ne peuvent pas se financer par l'émission d'actions.

Les investisseurs recherchent les titres émis par l'Etat car ils sont connus à faible risque, d'ailleurs les chances de faillite du gouvernement sont peu probables. Ces titres entrent en grand nombre dans les portefeuilles des OPCVM obligataires, les fonds de pension et les compagnies d'assurance.

c. Les collectivités locales:

Le financement des collectivités locales combine le recours aux fonds publics (impôts) et à l'emprunt. A côté de l'emprunt bancaire, les collectivités locales émettent également des titres obligataires qui offrent une sécurité analogue à celle des émissions de l'Etat.

6.2.2. Les intermédiaires:

a. Les investisseurs institutionnels:

« Sont définis comme les organismes financiers collectant des ressources d'épargne et tenu par leur nature ou leur statut d'employer une part notable en placements sous forme de valeurs mobilières »³⁹

Ce sont des organismes qui détiennent du fait de leur activité une épargne abondante. Cette catégorie d'investisseurs est constituée : des compagnies d'assurance, des caisses de retraite⁴⁰, des caisses de dépôt et aussi des organismes de placement collectif en valeurs mobilières OPCVM, qui placent une partie de leurs ressources en valeurs mobilières, afin de faire face aux engagements qu'ils ont pris vis-à-vis de leur clientèle⁴¹.

b. Les banques :

Elles peuvent répondre à la demande de capitaux à long terme (demande du marché financier) soit directement, en utilisant une partie des capitaux qui lui appartiennent (recours au marché pour les placements des excédents de trésorerie) , soit comme **intermédiaire** entre les

³⁹ Choinel et rouyer, marché financier, structure et acteurs, Edition la revue banque, 3^{ème} Edition 1988, page 274

⁴⁰ La bourse en claire, Jean-Pierre Deschanel, 2ème édition ellipses, page 24

⁴¹ Bruno biais, microstructure des marchés financiers, éditions puf, mai 1997

demandeurs et les offreurs de capitaux à long terme aussi bien sur le marché primaire que sur le secondaire..

Grace à son réseau , les banques ou groupes de banques, assurent la couverture de l'ensemble du territoire du pays et permettent ainsi par le biais de l'activité titres de recueillir les ordres d'achat, vente et souscription et procèdent aux opérations sur titres au profit des détenteurs de titres (activité d'intermédiation)⁴².

Aussi la banque peut conseiller l'entreprise émettrice Sur le type de valeurs à émettre, actions ou obligations, sur le montant, sur l'opportunité de l'émission...⁴³

Par ailleurs, les banques peuvent constituer leurs propres portefeuilles pour développer leurs situations financières et économiques.

c. Les intermédiaires boursiers:

Ce sont des sociétés d'intermédiation, personnes physiques ou morales qui interviennent sur les marchés boursiers et qui assurent toutes les opérations à effectuer sur une bourse de valeurs mobilières.

Elles assurent l'émission des titres (actions, obligations et valeurs assimilés), la négociation (achat, vente de titres), le conseil et la gestion de portefeuille. Parmi elle :

- ▲ **Firmes de courtiers (brokers):** Ce sont des intervenants sur les marchés organisés, le broker est un intermédiaire financier chargé de mettre en relation les prêteurs et les emprunteurs. Pour les titres il agit sur le marché primaire en garantissant la bonne fin d'une émission, mais également sur le marché secondaire en continuant de mettre en contact les différents intervenants.
- ▲ **Teneurs de marché (Market Maker) :** (dealers) ce sont des entreprises, généralement une banque d'investissement, ou une personne qui se charge de transmettre en continu des prix à l'achat et à la vente soit uniquement à sa clientèle, soit, à l'ensemble du marché, y compris à ses concurrents. On dit aussi qu'il « cote ».

⁴²CAUDAMINE et MONTIER, « Banque et marchés financiers », economica édition, 1998, Paris, p 296.

⁴³ Principes de technique bancaire, Luc BERNET-ROLAND, 24^{ème} édition Dunod,, 2006, page 405 .

6.3. Le fonctionnement du marché financier :

6.3.1. La négociation des titres à la bourse :

Les détenteurs des valeurs mobilières, souscrites sur le marché primaires; désirent à tout moment que leurs titres soient transformables en liquidités.

Parallèlement, les autres épargnants, qui n'ont pas acquis des titres à leur émission peuvent espérer en acheter. La bourse a pour rôle d'assurer la négociation des titres, sur la base des ordres émanant de ses clients.

6.3.1.1. Les ordres de bourse :

« L'ordre de bourse est le contrat conclu entre celui qui veut acheter ou vendre des titres et l'intermédiaire à qui il s'adresse pour procéder à cet achat ou à cette vente⁴⁴ », autrement dit, il y a ordre de bourse lorsqu'une personne charge une autre de lui acheter ou de lui vendre des titres cotés ou non cotés en bourse, sur le marché centralisé. Le libellé d'un ordre de bourse doit comporter obligatoirement :

- ▲ Le sens de l'opération (achat ou vente) ;
- ▲ La quantité et le nom des titres à négocier ;
- ▲ Les conditions de prix, le type d'ordre et sa validité.

L'ordre peut être transmis par téléphone, télécopie ou serveur internet, il donne lieu à une transaction formelle destinée à être archivée.

7. Typologie des organisations de marché.

Les procédures de fixation des prix d'actifs, le comportement des intervenants au cours des échanges, le mode de transmission et d'exécution des ordres sur les marchés financiers sont différents selon le type de marché où on intervient.

Les différentes structures du marché peuvent être classées suivant trois principaux critères :

- ▲ **La fréquence d'échanges** : Les marchés qui fonctionnent en continu et les marchés qui fonctionnent au fixing .

⁴⁴Joseph antoine, Marie-claire capiau-huart, « titres et bourse », tome 1,2ème édition, Bruxelles, p133.

- ▲ **La contrepartie de l'échanges** : Les marchés dirigés par les ordres (les marchés d'agence) et les marchés dirigés par les prix (les marchés de contrepartie).
- ▲ **Le lieu de l'échange** : Les marchés fragmentés et les marchés centralisés.

7.1. Typologie des organisations des marchés financiers (les modes de cotation):

L'organisation des marchés boursiers a nettement évolué, notamment en matière de négociation des ordres et de formation des cours. En effet, les valeurs mobilières sont soit : cotées au fixing, soit cotées au continu.

7.1.1. Marchés de fixing : (*call market*) :

Le fixing est un mode de cotation, adopté sur plusieurs marchés financiers, cette méthode permet la fixation du prix d'équilibre par la rencontre directe entre l'offre et de la demande d'actifs financiers sur le marché, dans le but de maximiser les échanges. Les transactions réalisées sur ce marché sont multilatérales et les cotations de titres financiers s'effectuent de manière discontinue à des intervalles réguliers (une à deux fois par jour)⁴⁵.

Le marché de fixing peut être organisé suivant trois modalités ⁴⁶:

- **A la criée** : Les participants sont physiquement rassemblés au même endroit
- La deuxième modalité consiste à laisser les participant soumettre leurs offres d'achat et vente, sans que ces offres soient révélées et à déterminer ensuite le pris d'équilibre.
- La dernière modalité diffère de la deuxième en ce que les offres des participants sont révélées au marché au fur et à mesure où elles s'accumulent, en plus un prix d'équilibre indicatif est calculé chaque fois qu'un nouvel ordre soit enregistré .

Dans un marché de fixing, le processus de fixation du cours d'équilibre se déroule comme suit : les intervenants introduisent les ordres dans leurs systèmes de négociation, ces ordres s'accumulent pendant un certain temps, à la fin de cette période un cours d'équilibre est fixé. Toutes les transactions se transigent à ce prix unique déterminé de façon à équilibrer les ordres d'achat et de vente transmis au marché.

⁴⁵ http://www.boursereflex.com/lexique/cotation_au_fixing,le 14/01/2013 à 18H00

⁴⁶ Cherkaoui abil amina, dynamique des marchés financier, université Moulay Ismail, Meknèse, mémoire de mastère en économie et stratégie des institutions financières, page 6.

Après la détermination du prix d'équilibre, ce dernier s'applique pour tous les intervenants (acheteurs et vendeurs). Seulement, les ordres de ceux qui ont soumis des ordres au mieux ou qui ont placé leurs ordres à un prix limite supérieur au prix d'équilibre, en cas d'achat, et/ou un prix limite inférieur au prix d'équilibre, en cas de vente, sont satisfaits. Les autres ordres ne sont pas exécutés.

« Dans le marché périodique de *fixing*, les coûts de transaction sont réduits et un environnement équilibré, avec une faible volatilité prévaut. Quoiqu'il en soit, le coût de participation dans un marché de fixage est le coût d'attente jusqu'au prochain *fixing*. »⁴⁷

Le traitement des ordres, introduits sur un marché qui active en mode *fixing* se fait en respectant les deux règles suivantes:

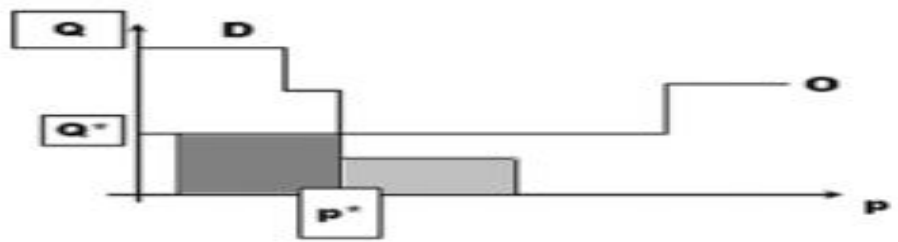
- ✓ les ordres aux prix du marché sont prioritaires et doivent être exécutés en premier.
- ✓ les ordres de vente (achat) à cours limités, dont la limite de prix fixé est inférieure (supérieure) au cours coté doivent être exécutés.

Illustration :

- Transaction multilatérale à intervalle de temps régulier.
- Plusieurs ordres d'achat, plusieurs ordres de vente.
- une seule transaction, un prix **unique** d'exécution (Offre=Demande).
- Tous les ordres de vente (achat) avec un prix inférieur (prix supérieur) au prix d'équilibre peuvent être exécutés.

⁴⁷ Erwan le SAOUT, Liquidité- De la microstructure à la gestion du risque de liquidité, thèse de doctorat 2000, Université de Rennes 1, Page 21.

Figure 2: Traitement des ordres introduits sur un marché de fixing



P^* : prix d'équilibre au moment du fixing.

Q^* : Quantité à échanger au moment du fixing.

D : Les ordres d'achat qui peuvent être exécutés au moment de fixing.

O : Les ordres de vente qui peuvent être exécutés au moment de fixing. »⁴⁸

Le mécanisme de fixing sert également à la détermination du prix d'ouverture sur la plupart des marchés en mode continu⁴⁹.

7.1.2. Marché continu : (continuous market) :

Sur les marchés continus, les valeurs sont cotées et transigées sans interruption, pendant toute la séance de bourse par un système informatique de la Bourse.

Les transactions sur un marché continu sont bilatérales c'est-à-dire que les ordres sont exécutés lorsqu'il y'a une contrepartie disponible à un moment donné. La formation du prix, se fait à chaque transaction et correspond au prix proposé, par la contrepartie, ce qui engendre une fluctuation du cours pendant la séance de bourse, puisque les transactions peuvent avoir lieu à différents prix.

Le processus de la cotation en continu repose sur la confrontation électronique de tous les ordres au fur et à mesure, de leur arrivée et de leur enregistrement par la société gestionnaire. La détermination d'un cours pour chaque valeur cotée est instantanée c'est-à-dire dès qu'une contrepartie accepte l'échange.

⁴⁸Sobhi BOUISSI, Microstructure et Performance des Marchés Financiers, Maîtrise en Actuariat et Finance, Institut des Hautes Études Commerciales de Sousse Tunisie, 2007.(en ligne) disponible sur <http://www.memoireonline.com>, consulté le 10/07/2011.

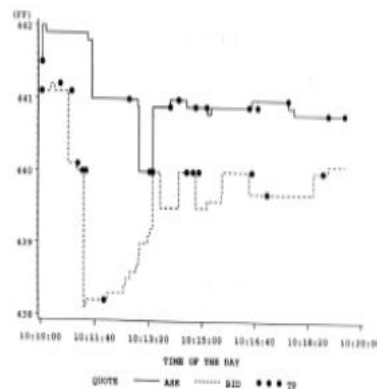
⁴⁹ Bruno Biais, microstructure des marchés financiers, éditions puf, mai 1997

Une séance de cotation en continu se déroule en trois grandes phases principales :

- La première est la pré-ouverture.
- La seconde est l'ouverture.
- La troisième la séance de bourse.

Les cours d'ouverture et de clôture sont établis à partir d'une cotation au fixing.

Figure 3: Le déroulement d'une séance de cotation en continu⁵⁰



Source : Biais, Foucault, Hillion (1997), *Microstructure des marchés financiers*, PUF Finance.

Le mode de cotation continu est généralement réservé aux valeurs les plus liquides sur le marché. En effet, selon Madhavan (1992) le système de transaction en continu peut conduire à réduire le volume de transaction⁵¹

La cotation en continu permet d'avoir un aperçu rapide et exhaustif des différents mouvements de l'offre et de la demande c'est-à-dire un meilleur suivi des évolutions du marché.

7.1.3. La comparaison entre les deux modes de cotation :

L'adoption d'un mode de cotation pour une bourse, dépend principalement du volume de transaction et de la capitalisation boursière.

Le tableau ci-dessous compare les deux modes de cotations selon trois critères : la liquidité, la découverte du prix d'équilibre et la volatilité des cours.

⁵⁰Sobhi BOUISSI, *Microstructure et Performance des Marchés Financiers*, Maitrise en Actuariat et Finance Institut des Hautes Études Commerciales de Sousse, Tunisie, 2007.(en ligne) disponible sur <http://www.memoireonline.com>, consulté le 10/07/2011.

⁵¹Kais TISSAOUI, *Etude de la causalité volume - volatilité sur le marché boursier tunisien : Enseignements de la microstructure (Tunisie)*, Mémoire de mastère, Université de Jendouba, Juin 2007, Page 15.

Tableau 2: Comparaison entre les marchés continus et les marchés de fixing

	Continu	Fixing
Liquidité	♦ Risque d'avoir de faibles quantités à l'offre et à la demande à un moment donné	♦ Un grand volume d'échange, Consolidation temporaire des ordres : plus d'acheteurs / vendeurs.
	♦ Exécution immédiate et rapide.	♦ Une lente exécution à cause de la fréquence du fixing (Fréquence de transactions espacée).
Découverte du prix d'équilibre	♦ Prix dépend de l'arrivée de nouvelles informations (transparence)	♦ Prix dépend de l'offre et la demande.
	♦ Marchés continus structurés, autour d'un carnet d'ordre, permettant un fonctionnement proche d'un marché Walrassien	♦ Fonctionnement similaire du marché Walrassien (avec un risque de comportement non concurrentiel ⁵²)
Volatilité	♦ Plus volatil	♦ Moins volatil

Après avoir étudié le premier critère de la structure du marché (la fréquence d'échanges), nous passons au deuxième critère : la structure du marché selon la contrepartie de l'échange où nous distinguons deux types de marchés.

7.2. Marchés dirigés par les ordres / Marchés dirigés par les prix :

Cette classification repose sur la qualité de l'intermédiation au niveau du marché.

7.2.1. Les marchés dirigés par les ordres (Order drive market) :

Les marchés dirigés par les ordres appelés également marchés d'agence (*agency market*) ou marchés d'enchères (*auction market*), sont des marchés où l'intermédiation est assurée par de simples agents de change qui, une fois sur le marché, placent les ordres de leurs clients avant que les prix ne soient déterminés.

Dans un marché gouverné par des ordres, qui est un marché centralisé (un seul lieu de transaction) , les ordres d'achat et de vente des investisseurs sont directement confrontés. dans cette organisation du marché, la liquidité est assurée par des ordres à cours limité placés par les investisseurs et non pas les teneurs de marché

⁵² Lorsque le nombre de participants est faible il peut en résulter des comportements non concurrentiels qui peuvent obstruer l'optimalité et l'équilibre du marché en le rendant sous-optimal .

Les seuls intermédiaires du marché sont les courtiers dont le rôle est limité à la transmission des ordres de leurs clients⁵³

L'ordre de bourse est un ordre passé par une personne ou une institution à un intermédiaire pour acheter ou vendre une certaine quantité d'actif. cet ordre indique essentiellement des données générales(le sens de l'opération, type et quantité des titres), la validité(pour une journée, pour une date déterminée ou à révocation), et les conditions du prix (ordre à court limité, à la meilleure limite, au marché...)

7.2.1.1. Les Différents types d'ordre

L'ordre de bourse prend différentes dénominations, selon les conditions de prix requis :

a. Ordres à cours limité :

L'ordre est donné dans une limite de prix (plafond pour un ordre d'achat et plancher pour un ordre de vente).il permet donc de maîtriser le prix d'exécution mais elle peut être partielle car l'ordre ne sera exécuté tant que le cours n'est pas inférieur (supérieur) à la limite fixée pour un achat (une vente), ils sont classés dans un carnet d'ordres selon la double règle de priorité prix-temps. On dit que les ordres à cours limités garnissent le carnet.⁵⁴

A un instant donné, le même prix s'applique pour tout le monde, on aboutit donc un cours d'équilibre.

Sur les marchés dirigés par les ordres, les deux modes de cotation (fixing / continu) peuvent exister. En effet le fixing, est de nature, dirigé par les ordres. Tandis qu'en mode continu les ordres peuvent être exécutés soit dans un système de carnet d'ordres totalement automatisé selon des règles prédéterminées, soit à la criée après que les deux courtiers s'entendent sur le prix d'échange⁵⁵.

La Bourse de Paris, la Bourse de Tokyo et la Bourse de Toronto sont des exemples de marchés dirigés par les ordres. Les échanges sur ces marchés sont totalement automatisés.

⁵³ Juliette PILVERDIER joanne HAMET , Le marché financier français, ,4^{ème} édition economica, page163 .

⁵⁴ Walid ABDMOULAH, « Microstructure des marchés financiers, motifs d'échange et comportement à court terme des prix et des volumes », thèse de doctorat, Université Paris XII Val-de-Marne, 2003, Page 49.

⁵⁵ Juliette PILVERDIER joanne HAMET Le marché financier français, ,4^{ème} édition economica, page 169

b. L'ordre « au prix du marché » :

Il est prioritaire sur tout autre ordre, l'investisseur est assuré de l'exécution totale de son ordre s'il y a cotation, mais ne dispose d'aucune maîtrise sur le prix. A l'ouverture l'ordre est exécuté au cours d'ouverture, en cours de journée⁵⁶, il est confronté aux ordres restants jusqu'à exécution complète. il est exécuté en fonction des soldes disponibles⁵⁷

c. L'ordre « à tout prix » :

Cet ordre ne comporte aucune limite , le donneur d'ordre s'engage à acheter ou à vendre, quel que soit le prix.

A l'ouverture il est prioritaire sur tout les autres types d'ordres, il permet une exécution totale, mais ne permet pas la maîtrise du prix de cette exécution, il ne faut pas l'utiliser pour des valeurs très volatiles (bon de souscription, warrants) mais l'utiliser pour des valeurs très liquides.

d. L'ordre « tout ou rien » :

C'est un ordre à cours limité dont l'exécution est conditionné par l'existence d'une contrepartie suffisante sur le marché, le client souhaite l'exécution totale de son ordre, ou à défaut, aucune exécution .

L'intérêt de cette mention est d'éviter le morcellement des ordres qui est très couteux, tout en conservant la maîtrise du prix.

e. Les ordres à déclenchement :

Ils sont utiles pour se positionner sur le marché et pour se protéger contre d'éventuels renversements de tendance.ils indiquent une limite de cours qui est appelée à jouer dans le sens contraire de celui des ordres à un cours limité⁵⁸

⁵⁶ CATHERINE Karyotis, L'essentiel de la bourse et les marchés des capitaux, Extenso 6^e éditions 2017 2018 page 59.

⁵⁷Séminaire formation mondiale CSI Inc, « introduction au commerce des valeurs mobilières »,2004.P 164.

⁵⁸Cherkaoui abil amina, dynamique des marchés financier, université Moulay Ismail, Meknèse, mémoire de mastère en économie et stratégie des institutions financières, page 8

Il existe deux variantes d'ordres à déclenchement, ils sont « *à seul de déclenchement* » lorsqu'ils ne comportent qu'une seule limite de prix à partir de laquelle ils se transforment en ordre « à tout prix », et « *à plage de déclenchement* » qui quasiment identique au précédent, mais précise deux limites⁵⁹ .

- **A l'achat** : la 1^{ère} limite fixe le cours à partir duquel et au-dessus duquel l'ordre peut être exécuté, la seconde limite fixe le cours maximum au-delà duquel ne doit pas être exécuté.
- **A la vente** : la 1^{ère} limite fixe le cours à partir duquel et au-dessus duquel l'ordre peut être exécuté, la seconde limite fixe le cours minimum au-delà duquel l'ordre ne doit pas être exécuté.

Les ordres à seuil de déclenchement étaient dénommés ordres Stop et les ordres à plage de déclenchement, ordres Stop Loss (limitation de la perte).

7.2.1.2. La validité des ordres :

L'ordre de bourse contient des indications liées à la durée de sa validité (le temps nécessaire pour l'exécution), on y trouve :

-L'ordre « valable jour » : L'ordre valable jour représente un ordre d'achat ou de vente qui n'est valable que pour la journée où il est donné au courtier « Sauf indication contraire ».

-L'ordre « valable jusqu'à révocation » :

L'ordre valable jusqu'à révocation ou autrement dit l'ordre « ferme » est généralement donné à un cours précis et demeure inscrit sur les carnets d'ordres du courtier jusqu'à ce qu'il soit exécuté ou annulé.

-L'ordre « à validité limité » :

L'ordre portant une limite de validité est un ordre d'achat ou de vente qui est valable pour un nombre de jours donné, il est annulé automatiquement s'il n'a pu être exécuté.

⁵⁹ CATHERINE Karyotis, L'essentiel de la bourse et les marchés des capitaux, Extenso 6^e éditions 2017 2018 page 59.

7.2.2. Les marchés dirigés par les prix (quote driven markets) :

Ce sont des marchés de contrepartie, les investisseurs adressent obligatoirement leurs ordres (au prix du marché) à des contreparties appelés 'Market Makers' (Teneurs de marché) qui affichent en permanence une fourchette de prix sous forme de prix d'achat (BID) /prix de vente (ASK).

Les teneurs de marché offrent à leurs clients des services comme le service d'immédiateté. « Les intermédiaires financiers jouent un rôle essentiel au sein du système financier ,car ils réduisent les coûts de transaction, améliorent le partage des risques et réduisent les problèmes d'anti-sélection et de risque moral.qui résultent de l'asymétrie d'information entre les prêteurs et les emprunteurs .Les intermédiaires financiers permettent ainsi aux petits investisseurs et aux petits emprunteurs de bénéficier des marchés financiers et, ce faisant , améliorent l'efficacité de l'économie. »⁶⁰

Sur les marchés dirigés par les prix les teneurs de marchés affichent les prix avant de recevoir les ordres de leurs clients, tandis que sur les marchés dirigés par les ordres, les intermédiaires reçoivent les ordres avant de connaître les prix .

Le marché est **décentralisé** puisque chaque marchand de titres propose ses conditions de prix d'achat et de vente.

Les market makers sont rémunérés soit par la différence entre le cours d'achat et le cours de vente (Bid-Ask-Spread) ou en spéculant sur le marché.

Par ailleurs, les teneurs de marché sont tenus de détenir un stock important de titres afin qu'ils puissent réguler les flux d'ordres pour que le marché reste en équilibre.

Le marché est **décentralisé** puisque chaque marchand de titres propose ses conditions de prix d'achat et de vente.

Les mécanismes d'échanges sur les principaux marchés d'actions

⁶⁰ Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, Edition PEARSON ,9^{ième} édition 2010,Page 240.

Tableau 3: Les mécanismes d'échanges sur les principaux marchés d'actions

Marchés dirigés par les actions	Marchés mixtes	Marchés dirigés par les prix
Euronext NSC Bourse de Toronto Bourse de Tokyo (Cores) Bourse de Francfort Bourse de Milan Bourse de Madrid Bourse de Stockholm Bourse de Sydney	Bourse de New York(NYSE) Nouveau marché d'Euronext Paris AMEX Bourse de Francfort	Nasdaq Easdaq Bourse de Londres (Seaq) Bourses régionales américaines

Source : C.Gresse, Fragmentation des marchés d'actions et concurrence entre systèmes d'échange, Ecnmica, 2011.

7.2.3. Comparaison entre les marchés dirigés par les ordres/par les prix :

Plusieurs recherches théoriques s'efforcent d'analyser des conditions dans lesquelles les utilisateurs préfèrent choisir telle structure de marché plutôt que telle autre. Le tableau ci-dessus compare ces deux formules de marché.

Tableau 4: comparaison entre les marchés dirigés par les prix et les marchés dirigés par les ordres

	Dirigé par les prix	Dirigé par les ordres
Liquidité	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Exécution immédiate et sans risque pour l'investisseur (grâce au teneur de marché). ◆ Fourchette de prix : indicateur de liquidité: plus large sur marché gouverné par les prix. Rémunération du market maker ◆ Concurrence entre market makers moins forte qu'entre investisseurs. 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Exécution non immédiate des ordres ◆ Pas d'incitation à se porter offreur de liquidité par offre à court limité. ◆ Une faible fourchette des prix et Risque d'avoir à acheter un titre quand il devient surévalué. ◆ Risque d'anti-sélection : les agents informés, sachant que l'actif est surévalué, en profitent au détriment de ceux qui ont placé l'ordre à cours limité.

		<ul style="list-style-type: none"> ◆ Risque de non exécution.
Découvert e du prix d'équilibre	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Possibilité de prix de gros (attire les investisseurs institutionnels). ◆ Moins transparent 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Plus adapté aux investisseurs individuels ◆ Plus transparent.

7.2.4. les marchés hybrides :

Nous avons étudié précédemment, les marchés gouvernés par les prix où les teneurs de marché, représentent la contrepartie de toutes les transactions, et les marchés gouvernés par les ordres où les transactions résultent de la confrontation entre les ordres d'achat et les ordres de vente émanant des investisseurs. Cependant chacun de ces deux types de marché a ses avantages et ses inconvénients. En effet sur le marché dirigé par les prix le teneur de marché n'est pas obligé de suivre des règles dans le traitement des ordres de ses clients : il peut satisfaire l'ordre d'un client par rapport à l'ordre d'un autre client sans respecter par exemple la règle du FIFO⁶¹, ce qui réduit la transparence du marché et amène une fragmentation du flux des ordres, tandis que les marchés dirigés par les ordres ne permettent pas d'obtenir une liquidité suffisante pour les ordres de grande taille.

Les marchés dit « hybrides » ont donc vu le jour pour palier à ces inconvénients et offrir aux investisseurs une structure du marché satisfaisante.

« Sur un marché hybride, les ordres de petite taille (concernant des quantités faibles) sont dirigés automatiquement vers un carnet d'ordres en vue d'une exécution automatique (comme sur Euronext), tandis que les ordres de grande taille sont dirigés vers un courtier humain qui se charge de trouver et produire de la liquidité, comme sur un marché dirigé par les prix. »⁶²

Les prix affichés par les « spécialistes » sur les marchés hybrides peuvent ne pas être leurs propres prix. En effet les prix affichés peuvent provenir d'ordres à cours limité transmis par des investisseurs ou des teneurs de marché opérant pour leurs propres comptes. Dans ce type de système, la liquidité n'est pas assurée seulement par le Market Maker mais également par les ordres à cours limités du carnet d'ordres.

La structure hybride tend à devenir la norme sur de nombreuses places boursières comme sur le marché américain NYSE.

⁶¹FIFO : abréviation de "First In, First Out" qui veut dire " premier entré premier servi.

⁶² Julien DERVEEUW, Simulation multi-agents de marchés financiers, thèse de doctorat, Université des Sciences et Technologies de Lille, 2008.

Après avoir étudié les deux premiers critères de la structure du marché (la fréquence d'échange, la contrepartie de l'échange), voyant le critère, la structure du marché selon le lieu de l'échange, où nous distinguons deux types de marchés.

7.3. Marchés centralisés / Marchés fragmentés :

7.3.1. Marchés centralisés :

Un marché boursier est dit « centralisé » lorsque tous les ordres pour un titre sont transmis à un même lieu physique (parquet ou un ordinateur), c'est-à-dire une seule plate-forme d'échange qui centralise toute l'offre et la demande d'un titre.

Ensuite par le biais d'une procédure d'enchère ou d'une négociation continue un seul prix d'actif est fixé et connu par tous les intervenants à tout moment.

La centralisation croissante de ce marché via l'informatique permettrait aux bourses d'accroître leur liquidité. Euronext est un marché centralisé.

7.3.2. Marchés fragmentés :

Un marché boursier est considéré comme « fragmenté » lorsque l'ensemble des ordres relatifs à une valeur sont négociés sur différents lieux ou lorsqu'une partie des transactions est réalisée en dehors du marché central, notamment celles portant sur des blocs des titres⁶³. Dans les deux cas, une partie des transactions est détournée du marché central ce qui entraîne une « décentralisation du marché » et donc une multiplication des cotations et des prix.

« Cependant la possibilité d'échanger un titre sur plusieurs systèmes d'échange n'engendre pas forcément une fragmentation réelle du flux d'ordre. En effet, la fragmentation n'est effective que si les ordres se répartissent effectivement entre les différents systèmes au lieu de se concentrer sur un seul et que les transactions ont lieu sur chacun des systèmes. Si tel est le cas, avec la fragmentation, se juxtaposent deux types de concurrences : la concurrence entre les investisseurs

⁶³ Le marché de blocs : Les ordres de grande taille qui risquent d'avoir un impact significatif sur le prix de l'actif transitant par le marché de blocs

A gré, où sont négociés des blocs de titres dans la condition de cours issus du marché central.

Les opérations sur le marché de blocs doivent respecter, sauf cas très particuliers, les règles suivantes:

Le nombre de titres doit être au moins égal à la taille minimum de blocs, définie par l'institution responsable des échanges (société de Bourse). Etre conclues à un cours inclus dans la fourchette des prix issue de la feuille du marché central.

qui cherchent à échanger aux meilleurs prix, et la concurrence entre les marchés, chacun cherchant à attirer le plus grand nombre d'investisseurs possibles »⁶⁴

London Stock Exchange et *New York Stock Exchange* sont des exemples de marchés fragmentés.

7.3.3. Comparaison entre le marché fragmenté et le marché centralisé :

Lorsqu'un titre est transigé sur différents marchés (marché fragmenté), deux facteurs majeurs motivent les investisseurs s'opposent : la recherche d'une meilleure liquidité et l'hétérogénéité de leurs besoins d'investissement.

Le premier facteur pousse tous les investisseurs à se concentrer sur le même marché, c'est-à-dire un marché centralisé, afin de maximiser leurs chances de trouver une contrepartie et d'optimiser les conditions des échanges grâce à une concurrence maximale entre les ordres émis.

Tandis que le deuxième facteur pousse les investisseurs à disperser leurs ordres sur différents marchés, ce facteur dépend du degré d'impatience des investisseurs et de la taille de leur demande de liquidité.

Tableau 5: Comparaison entre les marchés centralisés et les marchés fragmentés

Marché fragmenté	Marché centralisé
<ul style="list-style-type: none"> Les négociations sont bilatérales, les agents non impliqués dans ces transactions ne peuvent pas observer. 	<ul style="list-style-type: none"> Tous les ordres sont transmis sur un même lieu physique (parquet ou ordinateur), et tous les agents peuvent observer les ordres qui sont dirigés vers le même endroit.
<ul style="list-style-type: none"> Manque de transparence sur les marchés fragmentés. 	<ul style="list-style-type: none"> Une plus grande transparence.
<ul style="list-style-type: none"> Le fractionnement des flux d'ordres diminue la liquidité du marché. 	<ul style="list-style-type: none"> La centralisation des flux d'ordres améliore la liquidité du marché.
<ul style="list-style-type: none"> Faibles coûts de transaction . 	<ul style="list-style-type: none"> Les coûts de transaction sont plus

⁶⁴ Carole GRESSE, Fragmentation des marchés d'actions et concurrence entre systèmes d'échange, Edition Economica 2001, Page77.

	importants.
<ul style="list-style-type: none"> • Déconnexion des prix : plusieurs prix pour une seule valeur. 	<ul style="list-style-type: none"> • Un seul prix, pour une seule valeur.

8. Evolutions des marchés :

Les différentes structures des marchés financiers réglementés ont pendant longtemps abriter les négociations et les transactions, en toute transparence et efficacité, en offrant aux investisseurs un lieu unique de confrontation de leur offre et demande de titres.

De nouvelles structures d'organisations de marchés ont vu le jour, afin d'instaurer la concurrence entre les divers lieux, réduire les coûts de transactions, améliorer les modes d'exécution des ordres et mettre fin au monopole des marchés financiers réglementés.

L'innovation des processus de formation de prix et la réduction des coûts d'exécution des ordres nous emmènent à étudier deux nouvelles organisations de marché à savoir les MTF et l'internalisation systématique.

8.1. Les MTF : *Multilateral Trade Facilities* :

L'idée de la création des MTF : *Multilateral Trade Facilities* est apparue pendant les années 90 dans le but de mettre en place un système de négociation similaire aux bourses, destiné à la négociation des actions de sociétés non cotées.

La directive MIF le définit comme « un système multilatéral, exploité par une entreprise d'investissement ou un opérateur de marché, qui assure la rencontre-en son sein, et selon des règles non discrétionnaires- de multiples intérêts d'acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à conclure des transactions sur ces instruments. »⁶⁵

A partir de cette définition nous déduisons les règles de fonctionnement des MTF :

⁶⁵ Babbrian ILDIKO, Les enjeux de l'apparition des MTF pour les marchés réglementés, École supérieure des Études Économiques de Budapest, Mémoire de fin d'études 2008.

- Systèmes multilatéraux, qui gèrent la rencontre selon des règles non discrétionnaires des intérêts de demandeurs et d'offreurs tiers pour des instruments financiers, ils fonctionnent selon le même processus d'un marché réglementé.
- La gestion et l'exploitation d'un système multilatéral de négociation par un prestataire de service d'investissement ou un opérateur de marché nécessite un agrément de l'Autorité des marchés financiers. Le gestionnaire du système multilatéral de négociation s'engage à garantir une évolution efficiente des prix.
- L'établissement des règles du système multilatéral de négociation, est de la responsabilité de l'entité qui le gère. Néanmoins ces règles doivent remplir quelques conditions :
 1. La transparence parfaite.
 2. Non discrétionnaire.
 3. Un processus d'échange équitable et ordonné qui permet l'exécution efficace des ordres.
- L'entité responsable de la gestion des MTF doit publier une réglementation rigoureuse afin d'expliquer aux intervenants leurs droits et obligations, les conditions d'accès à la négociation et les conditions de formation des prix.

8.1.1. Les avantages des MTF pour les différents intervenants :

- ✓ La publication de la société non cotée de toutes les informations juridiques et financières.
- ✓ Faibles coûts d'admission pour une société, ces coûts sont moins élevés que sur un marché réglementé.
- ✓ Les conditions d'admission à la négociation pour une société sont moins strictes que sur une bourse réglementée.
- ✓ Une meilleure gestion du portefeuille et une meilleure diversification de celui-ci, grâce l'accès aux différentes plates-formes.
- ✓ L'existence d'un système de règlement-livraison sur les MTF élimine le risque d'insolvabilité pour l'investisseur.

- ✓ Encourager l'innovation grâce à l'évolution des pratiques de marchés et des technologies.
- ✓ La liquidité augmente sur les MTF, grâce à la consolidation des demandes et offres de titres => un grand nombre d'ordres exécutés => un grand volume d'échange.

8.1.2. Les inconvénients des MTF pour les différents intervenants :

- ▲ L'existence du vide juridique sur ces MTF peut ouvrir la porte aux intervenants qui ont des comportements irréguliers.
- ▲ Les sociétés responsables de la gestion des MTF sont tenues de chercher l'information financière sur les différentes valeurs, cette dernière peut avoir un coût significatif.
- ▲ La multiplication des systèmes de compensation et de règlement-livraison augmente les coûts supportés par l'intermédiaire et donc par l'investisseur.

8.2.internalisations systématiques :

L'internalisation systématique est un prestataire de services d'investissement qui exécute certains ordres de ses clients, de façon organisée, fréquente et systématique, en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation (MTF), en se portant contrepartie des ordres de ses clients. La gestion interne des ordres par l'intermédiaire permet d'avoir, à tout moment, le prix de la transaction (le Bid /Ask) d'un titre, ainsi que la quantité que l'intermédiaire est prêt d'acheter ou de vendre.

« Les obligations de transparence « avant » négociation (pre-transparency) imposent aux marchés réglementés et aux systèmes multilatéraux de négociation de fournir les prix à l'achat et à la vente de titres admis à la négociation , de manière continue, tout au long des heures normales de négociation. Les internalisateurs systématiques sont soumis à une telle règle, uniquement, pour les titres dits « liquides », et à condition d'effectuer des transactions inférieures à « la taille de marché » sur ces titres .Les obligations « post » négociation (« post-transparency ») obligent l'ensemble de ces intervenants à publier également, après l'échange, les informations sur les transactions exécutées (prix, volume, heure). »⁶⁶

⁶⁶Frédéric CHERBONNIER & Séverine VANDELANOITE, L'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés financiers. Revue de la stabilité financière, numéro 11, Page 86.

L'autorité de marché doit veiller à la bonne application du principe de la « *meilleure exécution* » par l'intermédiaire, afin d'offrir aux investisseurs un meilleur climat d'affaires et répondre aux besoins hétérogènes des différentes catégories d'investisseurs. Cette mesure permet également d'éviter les conflits d'intérêts entre le client et le prestataire de service d'investissement.

L'émergence dans le monde de ces nouveaux marchés financiers a favorisé l'instauration d'un climat de concurrence entre les différents lieux d'exécution des ordres, Néanmoins on reproche à ces nouveaux marchés (MTF & internalisateur systématique) l'opacité et la fragmentation des ordres qui résulte de la compétitivité accrue entre les lieux d'exécution, ce qui diminue la liquidité du marché.

9. Processus de formation de prix d'équilibre sur les marchés boursiers

le processus de formation des prix d'actifs sur les différentes architectures des marchés financiers pour découvrir comment les acteurs arrivent, à trouver un consensus sur le prix d'échange et comment les informations détenues par chaque acteur se transmettent par les prix sous l'hypothèse d'anticipations rationnelles.

9.1. Formation des prix sur le marché Walrasien :

Historiquement, dans la perception théorique du marché Walrassien, le processus de formation de prix est très important ; en effet un marché est dit « parfait » si, entre autre, il assure la sincérité des prix, c'est-à-dire que ces prix résultent de toute l'offre et de toute la demande qui existent à un moment donné.

Les prix sur le marché Walrassien sont déterminés selon le processus suivant : « Le marché est organisé par un commissaire priseur, qui veille à ce qu'aucun échange n'ait lieu avant la fixation du prix d'équilibre auquel sont réalisées le plus possible d'offres et de demandes. Neutre, le commissaire priseur évite que des opérations soient effectuées à un prix défavorable à l'un ou l'autre des intervenants .Enfin , la fixation du prix est publique, et le prix est immédiatement proclamé et publié (dans la cote officielle),de sorte que chacun puisse protester s'il s' estime lésé »⁶⁷.

⁶⁷ Pierre-Cyrille HAUTCOEUR, Marché et liquidité : Le cas du marché financier, *Congrès de l'Association française d'histoire économique*, article publié le 21 octobre 2010, Page 2.

Le marché walrassien est un marché parfait qui fournit des informations justes, les échanges bilatéraux sont interdits et toutes les offres et demande convergent vers un commissaire priseur qui découvre par tâtonnement le prix d'équilibre.

L'existence d'un prix d'équilibre dépend également de la vérification des hypothèses de concurrence parfaite : des agents atomisés, un bien homogène, une information disponible et générale et un système public et transparent d'affichage des prix.

Structurellement, le processus de formation des prix sur le marché walrassien représente pour les marchés financiers actuels⁶⁸ l'idéal vers lequel il faut tendre .En effet les marchés continus organisés autour d'un carnet d'ordres permettent un fonctionnement proche de celui d'un marché walrassien, idem pour les marchés de fixing malgré l'existence pour ces derniers de risques de comportements non concurrentiels.

9.2.La formation des prix sur un marché dirigé par les prix :

L'étude du processus de formation des prix sur un marché de contrepartie nécessite la présence d'un intermédiaire entre les offreurs et les demandeurs de titres dont la mission est d'assurer la liquidité du marché. Cet intermédiaire, appelé également teneur de marché (Market Maker) agit pour son propre inventaire en vendant le titre à un prix supérieur à celui auquel il est prêt à l'acheter afin de réaliser un profit potentiel. L'écart entre le prix d'achat et le prix de vente représente la fourchette des prix qui constitue la principale rémunération du teneur de marché.

À travers l'étude de cette fourchette des prix, on peut étudier le processus de formation des prix dans un marché de contrepartie. « La fourchette a d'abord été reconnue et étudiée sur les marchés anglo-saxons, où les marchés dirigés par les prix étaient la modalité d'organisation dominante. Sur un marché dirigé par les prix, pour chaque titre coté plusieurs teneurs de marché (*market makers*) sont en concurrence. Chaque teneur de marché énonce un double prix : celui auquel il est immédiatement prêt à acheter (Bid, ou prix offert par le client) et celui supérieur auquel il est immédiatement prêt à vendre (ask, ou prix demandé. A ces prix le teneur de marché a l'obligation de prendre (ou livrer) une quantité minimale de titres. »⁶⁹ .

La littérature a mis en évidence trois composantes qui expliquent la fourchette des prix :

⁶⁸ Surtout pour les marchés dirigés par les ordres.

⁶⁹ Jacques HAMON, fourchette et frais de transaction à la Bourse de Paris , CEREG 1996 , Université Paris-Dauphine , Page 2.

- a) Les coûts d'inventaire ou les coûts de stockage.
- b) Les coûts de production des ordres.
- c) Les coûts d'information ou de sélection adverse.

a. Les coûts d'inventaire ou les couts d'exécution :

L'obligation d'assurer une contrepartie et afin de préserver un niveau de liquidité adéquat, le teneur de marché, maintient un niveau de stocks titres obligatoires. Ce maintien induit cependant des coûts de stockage (d'inventaire).

Le teneur de marché joue un rôle important dans le processus de formation des prix en assurant une rotation rapide de ses stocks. « Une telle modélisation implique que le prix puisse s'écarter de sa valeur espérée, si la position du teneur est plus ou moins « longue » par rapport à son objectif. Ceci a pour conséquence des mouvements de prix pendant certaines périodes. »⁷⁰.c'est-à-dire lorsque la position du teneur est longue ce dernier sera contraint de réduire son stock en abaissant son prix de vente.

Le tableau suivant illustre une synthèse des principaux déterminants de la fourchette de prix selon le paradigme de la position d'inventaire.

Tableau 6: Les principaux déterminants de la fourchette de prix selon le paradigme de la position d'inventaire

	Concurrence	Volume d'échange	Taille de transaction	Volatilité des prix	Aversion au risque	Prix	Inélasticité de la demande
Description	Pouvoir de marché moindre	Rééquilibrage de la position facilitée – Durée de détention moindre	Eloignement de la position préférée	Risque accru de position	Augmente de la prime de risque	Eloignement de la position préférée	Augmente le pouvoir marché
Impact sur la fourchette	Diminue la fourchette	Diminue la fourchette	Augmente la fourchette	Augmente la fourchette	Augmente la fourchette	Augmente La fourchette	Augmente la fourchette

Source : Alexis GUYOT, structure de propriété et liquidité : un arbitrage entre coûts de contrôle et coûts du service d'immédiateté, thèse de doctorat 2007, Université Lumière Lyon 2, Page 45.

b. Les coûts de production des ordres :

Ces coûts correspondent aux frais de traitement des ordres et les autres frais techniques supportés par le teneur de marché. Comme par exemple (frais de personnel, les frais relatifs aux matériels utilisés, les frais d'acquisition d'informations, les frais de télécommunication, les frais de courtage pour la société de bourse, les frais de traitement comptable post-marché)

⁷⁰ Erwan LE SAOUT Liquidité- De la microstructure à la gestion du risque de liquidité, thèse de doctorat 2000, Université de Rennes 1, Page 70.

Pour un teneur de marché⁷¹, ces coûts sont modélisés pour chaque transaction comme suit :

Lors d'un achat : $\text{Bid} + \text{Coût de transaction}$.

Lors d'une vente : $\text{Ask} - \text{Coûts de transaction}$.

L'hypothèse usuelle considère les coûts de production des ordres comme un montant constant (coût fixe) par transaction, c'est-à-dire un montant proportionnel qui diminue en fonction du volume échangé, la concurrence entre les différents offreurs de liquidité tend également à diminuer l'importance de ces coûts.

c. Les coûts d'information ou de sélection adverse :

Le fait que les teneurs de marché sont obligés d'accepter toutes les transactions les confrontent à une situation de sélection-adverse. En effet certains investisseurs sont mieux informés que d'autres. L'intervention du donneur d'ordre (détenteur de l'information privée) modifie l'équilibre sur le marché par conséquent la fourchette s'écarte au détriment des investisseurs non informés.

La présence de sélection adverse représente un risque potentiel pour un teneur de marché qui doit le couvrir par la fourchette qui sera surévaluée. Afin de comprendre ce processus on prend « l'exemple d'un investisseur ayant une information qui valorise une action à un cours plus élevé que la meilleure limite affichée vendeuse, le teneur de marché qui sous-évalue l'action va être perdant. Il compense sa perte par les gains procurés par les transactions initiées par les demandeurs de liquidité, pour cela, il va élargir sa fourchette. Celle-ci va être d'autant plus élevée que la présence d'asymétrie d'information est importante. »⁷²

Parmi les trois coûts suscités les coûts d'asymétrie d'information représentent la partie la plus variable dans le temps.

d. Les autres déterminants de la fourchette :

Cependant, Jacques Hamon (1996) souligne l'existence d'autres déterminants qui affectent la fourchette des prix : « on peut notamment signaler : le degré de liquidité du titre, la persistance dans le sens des ordres arrivant en bourse, l'échelon de cotation, les ententes éventuelles entre

⁷¹ Du côté de l'investisseur : c'est le raisonnement inverse, le prix qu'il paie pour d'achat un titre est l'ASK+les coûts de transaction, et le prix qu'il encaisse lorsqu'il vend un titre est le BID – les coûts de transaction.

⁷² Erwan LE SAOUT Liquidité- De la microstructure à la gestion du risque de liquidité, thèse de doctorat 2000, Université de Rennes 1, Page 71.

teneurs de marché, la dissimulation d'ordres ou des pratique de manipulation des valeurs de fourchettes... »⁷³

Au regard de ces différents coûts, on constate que la formation des prix sur un marché dirigé par les prix, est modélisée par l'analyse des composantes de la fourchette des prix et l'influence de ces composantes sur l'ajustement dynamique des prix demandés et offerts du teneur de marché.

9.3. La formation des prix sur un marché dirigé par les ordres :

La bourse est par définition un lieu de rencontre entre l'offre et la demande de capitaux. Cette grande 'halle' voit les ordres d'achats et de ventes faire et défaire les cours, nous proposons de connaître dans ce qui suit le processus de formation des cours sur les marchés gouvernés par les ordres.

Un marché gouverné par les ordres implique la non-intervention des market makers. Deux modes de cotations peuvent exister sur ce marché : la *cotation continue* et le *fixing*. La cotation en continu ne s'applique qu'aux valeurs les plus liquides, c'est-à-dire celle qui enregistrent un certain nombre de transaction par an, tandis que le fixing est réservé aux valeurs les moins liquides.⁷⁴ Quant à l'offre de liquidité, elle se fait en fonction des conditions du marché et de la demande de liquidité.

Dans un marché gouverné par les ordres, les investisseurs transmettent leurs ordres soit sous forme d'ordres à tout prix, soit des ordres à cours limité selon leurs exigences en termes de prix et de temps d'exécution (le degré de patience des investisseurs).

Les investisseurs patients optent pour un ordre à cours limité. Pour une quantité désirée donnée, ils affichent leurs prix de réserve, c'est-à-dire le prix à partir (en dessous) duquel ils sont prêts à vendre (acheter), dans l'espoir d'échanger à des conditions meilleures que celles offertes par le marché.

Quant aux investisseurs impatientes, ces derniers préféreront les ordres à tout prix. Ils cèdent leurs ordres aux exigences des autres intervenants contre une exécution immédiate.

⁷³ Jacques HAMON, fourchette et frais de transaction à la Bourse de Paris, CEREQ 1996, Université Paris-Dauphine, Page 9.

⁷⁴ Cela dépend également de la microstructure et l'architecture de chaque Bourse.

L'exécution des ordres à cours limité étant incertaine, les investisseurs se trouvent dans l'obligation de placer le prix de leurs ordres à l'intérieur de la fourchette afin d'augmenter la probabilité d'exécution. « Mais il n'y a pas de « repas gratuit » dans un marché d'agence en continu ; les ordres à cours limité doivent être rémunérés pour fournir de la liquidité : ceci est dû à la volatilité de court terme. »⁷⁵

Lorsque le nombre d'acheteurs augmente, le prix d'achat se rapproche du prix de vente. Par conséquent, la fourchette des prix se réduit. Ce phénomène est appelé « l'effet de gravitation » exercé par le prix de vente.

9.3.1. La formation des prix dans le cas d'une cotation continue:

Le processus de fabrication du prix d'équilibre sur un marché dirigé par les ordres fonctionnant en mode continu se déroule comme suit :

- D'abord **la phase de la pré-ouverture**: Durant cette phase le marché est ouvert aux flux d'ordres d'achat et de vente soumis par les donneurs d'ordre, sont transmis et enregistrés au carnet d'ordre central, sans la réalisation d'aucune transaction.

Cette phase permet d'améliorer l'efficiencia du marché d'une part et d'éviter de gros écarts entre le cours de la veille et le cours de l'ouverture. Sur cette période, le donneur d'ordres peut retirer ses ordres enregistrés à volonté.

- ▲ **Au moment du fixing d'ouverture**, la phase de pré-ouverture est stoppée, l'ordinateur de la bourse qui gère les transactions, confronte tous les ordres d'achats et de ventes et fixe un cours (si possible) appelé le cours d'ouverture fixé spécialement pour le début de la séance.
- ▲ **La cotation en continu**, c'est la phase qui suit le fixing d'ouverture, c'est la phase la plus longue d'une séance de bourse. Pendant cette phase le marché fonctionne en continu (seconde par seconde) pendant le reste de la séance et les ordres transmis sont exécutés dès lors qu'il existe un ou plusieurs ordres en sens contraire sur le carnet d'ordres, les cours sont libres, mais tenus quand même de respecter certaines fourchettes de rationalité.

⁷⁵ Erwan le SAOUT, Liquidité- De la microstructure à la gestion du risque de liquidité, thèse de doctorat 2000, université de Rennes 1, page 19.

- **La phase de pré-clôture** : le processus de cotation est suspendu, mais les ordres continuent à être enregistrés sans qu'aucune transaction n'intervienne

- **La phase de clôture** : Pendant cette phase l'ordinateur central confronte tous les ordres restants dans le système pour déterminer le cours de clôture appelé également fixing de clôture déterminé, servant à la fois de prix de référence de la valeur et de base à l'ouverture du lendemain.

9.3.2. La formation des prix dans le cas d'un système de cotation fixing :

Le fixing utilise un algorithme qui détermine le cours optimal. Le cours de fixing d'une valeur donnée obéit à 4 critères qui s'appliquent dans l'ordre de priorité suivant :

- 1 - Maximiser les volumes échangés
- 2 - Maximiser l'équilibre entre les quantités achetées et les quantités mises à la vente
- 3 - Se rapprocher du dernier cours côté (cours de référence).
- 4 - Choisir le plus élevé des cours. ⁷⁶

Une séance de cotation au fixing se déroule en deux phases :

- **La phase de pré-ouverture**: les intermédiaires transmettent au système de cotation de la Bourse des ordres transmis par les donneurs d'ordres à partir des stations mises à leur disposition. Une fois les ordres saisis, ils sont automatiquement enregistrés dans la feuille de marché sans qu'il y est aucune transaction.

- **La phase de fixing** : pendant cette phase, il n'est plus possible de saisir des ordres, d'annuler ou de modifier les ordres préalablement saisis.

En pratique la détermination du cours de *fixing* suit la logique suivante :

1. Classer les ordres achats par ordre décroissant et les ordres de ventes par ordre croissant de prix.
2. Cumuler les quantités correspondantes aux ordres d'achats et de ventes.

⁷⁶ Astou Diop NDIANG, Séminaire sur : Le passage d'un ordre de bourse, sa comptabilisation et la gestion des conflits d'intérêts, CGF Bourse, novembre 2006.

3. Lister les prix par ordre décroissant, et les échanges possibles et mettre pour chaque cours le nombre d'acheteurs cumulés probables, même logique pour les vendeurs
4. Appliquer les critères par ordre de priorité, le premier critère qui s'applique permettra de fixer le cours du titre.

9.3.3. Caractéristiques du processus de formation des prix sur un marché dirigé par les ordres :

- ❖ L'existence d'un équilibre de Nash unique qui permet de créer une concurrence par les prix avec une allocation efficiente des risques.
- ❖ Cette concurrence par les prix fait que chaque investisseur essaye d'améliorer les prix en carnet jusqu'à ce qu'il traite à son prix marginal.
- ❖ Ce comportement d'*un dercutting*⁷⁷ est possible puisque les investisseurs déterminent la quantité maximale qu'ils sont prêts à céder à ce prix.

La découverte des prix est le processus par lequel les opérateurs de marché convergent vers le prix d'équilibre d'un titre. Ce dernier doit refléter de manière adéquate l'offre et la demande qui à leur tour reflètent les anticipations de l'ensemble des opérateurs. Ce processus de découverte des prix est rendu difficile par le fait que le prix d'équilibre lui-même varie rapidement.⁷⁸

La microstructure des marchés financiers constitue un domaine de recherche très prometteur. Celle-ci permet d'offrir aux intervenants une structure organisationnelle optimale qui tient compte de leurs exigences, notamment, en matière de liquidité de marché.

⁷⁷ Mot anglais qui signifie : vente à un prix défiant toute concurrence.

⁷⁸ Fabian MUNIESA, des marchés comme algorithmes : sociologie de cotation électronique à la Bourse de Paris, thèse de doctorat, École Nationale Supérieure des Mines de Paris, mai 2003.

Section 2 : Les fondements théoriques de la liquidité du marché

La liquidité de marché est au centre de l'actualité des marchés financiers, notamment les marchés boursiers émergents qui sont en quête d'un encadrement réglementaire, institutionnel et opérationnel afin de s'adapter aux normes boursières internationales et concurrencer ainsi, les grandes places boursières réputées « *liquides* ».

La liquidité du marché apparaît ainsi comme un terrain de recherche très prometteur. Des travaux approfondis menés par de nombreux chercheurs comme : [O'hara (2003), J.Hamet (1995), L.Harris (1999) ,Honda & schwartz (1996).....] ont permis d'éclaircir la notion de liquidité du marché et de déceler les facteurs qui la déterminent .

1. Définition et caractéristiques de la liquidité du marché

La liquidité d'un marché boursier, constitue une qualité essentielle au développement et à l'attractivité d'une place boursière. En effet un marché boursier liquide, permet d'instaurer la confiance des investisseurs et des gestionnaires de fonds, en ce marché.

La notion de la liquidité a connu une évolution dans le temps et dans l'espace. Elle a fait son apparition pour la première fois autant que concept économique chez les Keynésiens. Ces derniers l'ont définie comme étant la capacité à transformer rapidement la valeur intrinsèque d'un actif, en monnaie à court terme et sans perte de valeur.

Plusieurs travaux de recherche ont approfondi l'analyse conceptuelle de la liquidité au sens global et la liquidité du marché au sens spécifique.

Malgré les différentes études, qui existent sur la liquidité des marchés et les différentes tentatives de trouver une définition précise à celle-ci ; la liquidité du marché demeure encore très ambiguë et difficile à définir. Toutefois un consensus est établi afin d'attribuer à la notion de la liquidité une signification qui permet de cerner le sens de la liquidité de marché, de déterminer ses caractéristiques et de trouver une mesure adéquate à celle-ci.

1.1. Définition du concept de liquidité :

Le Dictionnaire des marchés financiers, définit la liquidité d'un marché comme « *l'état du marché, d'un instrument financier sur lequel le volume de transactions est important et où il est, par conséquent, facile d'en acheter ou d'en vendre rapidement à un prix raisonnable. Sur un*

marché liquide, il doit, par ailleurs, être possible d'acheter ou de vendre une quantité importante sans provoquer une forte variation de cours. »⁷⁹.

La liquidité de marché peut également être définie comme étant « la capacité de réaliser des transactions d'une manière permettant d'ajuster les portefeuilles et les profits de risque sans que les prix sous-jacents en subissent l'incidence. »⁸⁰

« Harris(1999) définit le marché comme liquide, si les investisseurs peuvent acheter ou vendre un nombre important de titres quand ils le souhaitent, à un coût transactionnel faible. La liquidité est la volonté de quelques investisseurs (souvent des teneurs de marché mais non nécessairement) à se porter contrepartie de transaction initiée pas un tiers à un coût faible. »⁸¹

De manière générale la liquidité de marché peut être définie comme étant la capacité d'échanger rapidement de gros volumes de titre sans provoquer une variation importante du cours.

Le concept de liquidité de marché est un concept pluridimensionnel qui englobe quatre principales dimensions, selon Black (1971) à savoir : la profondeur du marché, l'étroitesse du marché, l'immédiateté des transactions et la résilience des prix.

Nous allons essayer de définir chacune de ces dimensions afin de bien cerner le champ lexical de la liquidité du marché.

1.2. Les caractéristiques de la notion de liquidité :

1.2.1. La profondeur du marché :

La profondeur d'un marché correspond à sa capacité d'absorber un ou plusieurs ordres d'une taille importante, sans trop influencer sur le cours du titre. La profondeur d'un marché financier nécessite donc un nombre important de titres échangés, c'est-à-dire un grand

⁷⁹ Joseph ANTOINE, Marie-Claire CAPIAU-HUART, Dictionnaire des marchés financier, Edition de Boeck 2008, Page 312.

⁸⁰ Andrew CROCKETT, La liquidité de marché et stabilité financière, La Revue de la Stabilité Financière, Numéro 11, Février 2008, Page 14.

⁸¹Alexis GUYOT, structure de propriété et liquidité : un arbitrage entre coûts de contrôle et coûts du service d'immédiateté, thèse de doctorat 2007, Université Lumière Lyon 2, Page 73.

nombre de titres offerts et un grand nombre de titres demandés ce qui permettrait, la réalisation d'un grand nombre de transactions.

Cette définition implique, que l'intervenant désirant opérer sur le marché pour une transaction de grande taille doit disposer, d'une contrepartie prête à satisfaire sa demande pour un prix proche du prix d'équilibre courant, ceci éviterait au marché une variation excessive des cours.

La profondeur d'un marché, dépend également de la microstructure du marché. En effet « Si l'on veut à tout prix négocier très vite un ordre portant sur un bloc, il est possible, dans un marché dirigé par les prix, de trouver un arrangement avec le teneur de marché. Celui-ci peut accepter d'exécuter l'ordre, mais à condition que le prix consenti pour l'achat ou pour la vente s'écarte des prix affichés. Si la taille de l'ordre excède les montants pour lesquels le teneur de marché s'est engagé à pratiquer ces prix, on perd alors sur la largeur du marché ce que l'on gagne sur la profondeur. »⁸²

On déduit que la profondeur du marché, est meilleure sur un marché dirigé par les prix (les marchés de contrepartie) que sur un marché dirigé par les ordres (les marchés d'agence) et ce grâce à l'intervention des Market Makers qui représentent les fournisseurs officiels de la liquidité.

La profondeur du marché constitue un indicateur pertinent sur l'activité et la performance d'un marché. En effet sur un marché profond les cours sont peu volatiles ce qui réduit les pertes en capital.

La seconde dimension de la liquidité est l'étroitesse du marché appelé également la largeur du marché.

1.2.2. La largeur ou l'étroitesse du marché :

D'une manière générale, la largeur ou l'étroitesse du marché représente la différence entre le prix d'achat (*Bid*) et le prix de vente (*Ask*) d'un actif. Cette différence représente pour un investisseur le coût principal de l'instantanéité dans l'exécution de son ordre par un spécialiste.

On peut également définir l'étroitesse, comme étant le coût nécessaire pour le renversement d'une position d'un investisseur dans un intervalle de temps minime.

⁸² Albert MINGUET, La microstructure des marchés d'actions –approche empirique-, Edition Economica 2003, Page33.

L'étroitesse d'un marché est une notion relative, qui dépend de la spécificité et de la microstructure de chaque marché. En effet, l'étroitesse du marché diffère selon qu'on se positionne sur un marché dirigé par les prix, ou sur un marché dirigé par les ordres.

Le raisonnement est simple, si on est sur un marché dirigé par les prix «*le différentiel du marché* *Sa (inside bid-ask spread ou touch) désigne l'écart entre le meilleur prix de vente (At)(Ask) proposé au moins par un des teneurs de marché et le meilleur prix d'achat (Bt) (Bid) proposé, au moins, par un autre teneur de marché*

$$Sa,t = At - Bt^{83}$$

Par contre, si on est sur un marché dirigé par les ordres, le différentiel du marché est mesuré

par l'écart ou la fourchette séparant le meilleur ordre d'achat du meilleur ordre de vente figurant dans le carnet d'ordres à cours limités , tenu en permanence durant la phase de négociation continue.

L'étroitesse du marché est caractérisée par le *Bid/Ask spread* ou la fourchette, celle-ci représente la rémunération de l'intermédiaire (teneur de marché), en contrepartie du service d'intermédiation rendu. Un marché étroit est un marché compétitif : plus la fourchette du marché est étroite, plus il existe une forte concurrence entre les market makers. En effet seuls les market makers qui affichent les meilleures conditions (d'achat ou de vente) auront un grand nombre de clients.

La troisième dimension de la liquidité est la résilience des prix de transactions que nous définissons comme suit :

1.2.3. La résilience :

« Selon Schwart (1993), un marché résilient est un marché capable d'absorber rapidement les fluctuations temporelles des prix, par la dissémination rapide de l'information. »⁸⁴

À partir de cette définition nous déduisons que la résilience ou l'élasticité d'un marché est une notion fortement corrélée avec l'information financière. Une forte intervention sur le marché, d'un ou plusieurs investisseurs « *mal informés* », aura un impact sur l'équilibre du marché, ce déséquilibre est assimilé à un choc temporaire, non fondamental, que le marché est

⁸³ Albert MINGUET, LA Microstructure des marchés d'Actions : une approche empirique, Economica 2003, Page 28.

⁸⁴ Latifa ZIADI, la liquidité des marchés boursiers, thèse de doctorat 2000, Université Lumière- Lyon 2, Page 36.

censé absorber rapidement afin que les prix reviennent à la « normale » c'est-à-dire à leur niveau initial.

Un marché est donc réputé résilient, s'il est capable de neutraliser rapidement un choc aléatoire, causé soit par des investisseurs mal informés, soit par des bruiteurs (noise traders) et revenir à la situation d'équilibre initiale.

La capacité d'absorption est caractérisée par l'existence des flux d'ordres d'achat et des flux d'ordres de vente, pendant la période de perturbation, ce qui va aider le marché à s'équilibrer à nouveau et se rapprocher du prix d'équilibre antérieur. Ce mécanisme réduit le risque pour les Market Makers de se retrouver avec un stock d'ordres d'achat et/ou de vente insatisfait.

La résilience des prix, diminue lorsque la concurrence dans l'offre de liquidité augmente. Ce phénomène profite aux investisseurs informés, qui peuvent fragmenter leurs ordres dans le but de dissimuler l'information qu'ils détiennent.

La résilience des prix est déterminée par le volume d'échange de l'initié à la fois pour l'équilibre continu que séquentiel, le marché étant infiniment résilient à la fin de l'activité d'échange de l'initié.⁸⁵

La quatrième et dernière dimension de la liquidité de marché est : l'immédiateté d'exécution des ordres par un teneur de marché.

1.2.4. L'immédiateté :

L'immédiateté constitue la facette temporelle de la liquidité de marché. Il est connu qu'un titre est jugé liquide lorsqu'il peut être acheté ou vendu de manière instantanée.

L'immédiateté (fluidité) est caractérisé par le délai, requis pour négocier (exécuter) rapidement une transaction. Cette définition implique, l'existence, à tout moment, d'acheteurs et de vendeurs prêts à satisfaire les ordres émis ; cette simultanéité est très rare ; puisque l'asynchronisme entre l'arrivée des ordres d'achat et de vente nécessite la présence d'agents garantissant les besoins d'immédiateté, en contrepartie, ces agents exigent des investisseurs le paiement d'un surplus monétaire.

⁸⁵Alexis GUYOT, structure de propriété et liquidité : un arbitrage entre coûts de contrôle et coûts du service d'immédiateté, thèse de doctorat 2007, Université Lumière Lyon 2, Page 73.

La possibilité de négociation peut s'avérer être, plus au moins, rapide suivant le mode de fonctionnement du marché pour la valeur concernée .Effectivement, La faculté de négocier instantanément, dépend de la présence d'une contrepartie, du volume de transaction et de la fréquence des échanges .Sur un marché de fixing, les ordres ne sont exécutés qu'à certaines heures de la journée. Black stipule qu'un marché liquide est un marché fonctionnant en continu. ⁸⁶

L'instantanéité dans l'exécution des transactions, est une fonction des caractéristiques des investisseurs, de la taille des ordres et de la capitalisation boursière. La notion d'immédiateté diffère selon qu'il s'agit d'un petit ou grand investisseur et de la taille de son ordre. Pour une transaction de petite taille, l'instantanéité peut être égale à quelques minutes, par contre si c'est un investisseur institutionnel par exemple, l'instantanéité pourrait être considérée comme une transaction exécutée pendant une durée plus longue, un jour voire une semaine.

L'instantanéité des transactions, constitue un élément crucial dans la qualité d'un marché financier surtout grâce aux profondes restructurations qu'a connu ce dernier et l'évolution rapide de la technologie électronique, qui a intensifié la concurrence entre les différents systèmes d'échange de titres. C'est pourquoi l'instantanéité reflète entre autre, l'efficacité des systèmes de négociation, de compensation et de règlement. ⁸⁷

1.3. Les différents niveaux de la liquidité :

Les quatre aspects de liquidité énoncés ci-dessus peuvent être regroupés afin de mettre en relief les différents niveaux de la liquidité :

- La capacité de négocier : ce premier niveau de liquidité, est évident puisque l'existence d'un échange est conditionnée par l'existence d'un minimum de liquidité (offreurs et demandeurs de liquidité).
- La capacité d'acheter ou de vendre une certaine quantité d'actif avec peu d'impact sur son prix.
- La capacité d'acheter ou vendre une certaine quantité d'actif sans impact sur le prix de l'actif ; Ceci résulte de l'accroissement simultané de l'offre et de la demande de liquidité

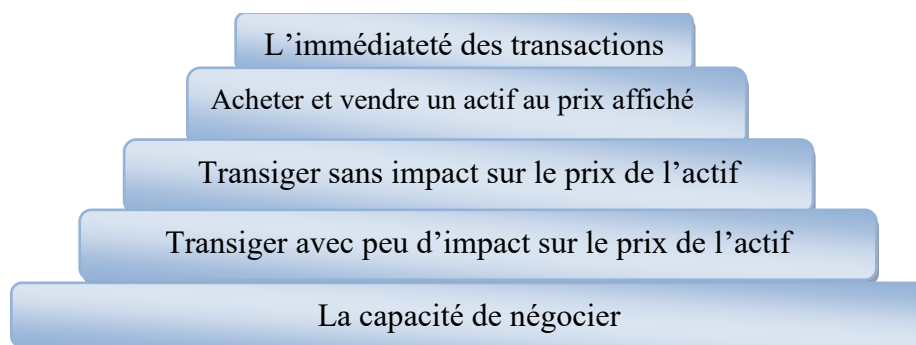
⁸⁶ Stéphane DUBREUILLE, Liquidité et Formation des prix sur le MATIF, Economica 2000, Page112.

⁸⁷Fond Monétaire International, indicateurs de solidité financière, International Monetary Fund, 2007, Page96.

jusqu'à l'atteinte d'un point où il n'y a plus d'impact sur le prix pour une certaine quantité d'actif.

- La capacité d'acheter et de vendre un actif au prix affiché à un moment donné.
- La capacité d'exécuter une transaction d'achat ou de vente d'actif immédiatement. Le schéma suivant reprend les différents niveaux de la liquidité de marché :

Figure4: Les cinq niveaux de la liquidité de marché



La liquidité de marché, constitue un véritable besoin pour les différents acteurs qui opèrent sur les différents marchés financiers.

« En préambule à leur article sur les mesures à prendre pour améliorer la liquidité des marchés d'actions. Honda et schwartz (1996) écrivent: « Investors want three things from the markets: liquidity, liquidity and liquidity ». Cette phrase résume à quel point la liquidité est un critère essentiel pour les investisseurs, mais aussi pour les autorités boursières qui désirent attirer les flux d'ordres sur leur place financière. »⁸⁸

En effet la liquidité d'un marché est un concept essentiel de la vie des marchés à travers le monde .Tous les marchés financiers sont conscients de l'enjeu que représente la liquidité des marchés. Pour les intervenants, la liquidité de marché constitue le critère ultime de choix pour intervenir sur tel ou tel marché, notamment sous l'ombre de la globalisation financière et la concurrence accrue entre les différentes places financières.

La liquidité est un facteur déterminant de la viabilité d'un marché, car elle est susceptible d'influencer l'intervention des acteurs. Il est donc indispensable de cerner le concept de liquidité

⁸⁸Erwan LE SAOUT Liquidité- De la microstructure à la gestion du risque de liquidité, thèse de doctorat 2000, Université de Rennes 1, page 27.

pour juger de la satisfaction des intervenants, et de la compétitivité d'une place par rapport à une autre.

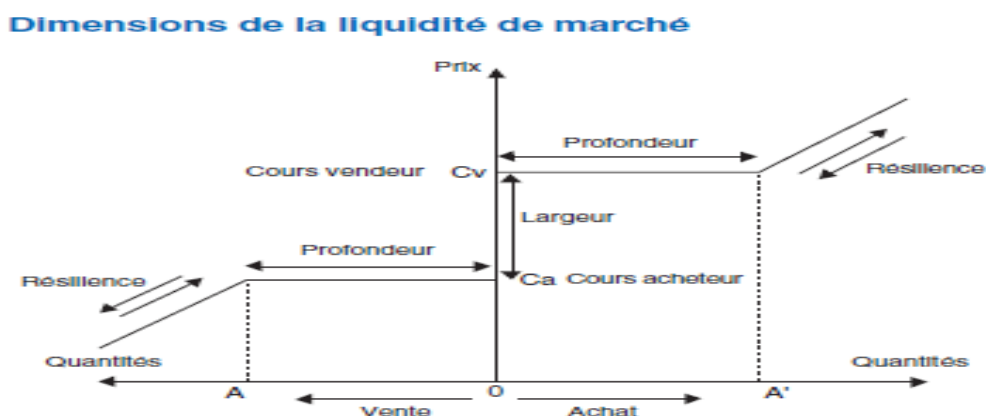
Il est plus facile d'identifier la liquidité, que de la définir précisément. Les différentes tentatives d'apporter une signification précise et unique à la liquidité de marché n'ont pas aboutis. Afin d'élucider le côté obscur de la liquidité des marchés, un consensus a été établi.

Une définition peut être adaptée à la réalité des marchés financiers. La liquidité des marchés boursiers peut se définir, alors, comme la caractéristique d'un marché où l'investisseur peut réaliser des opérations d'achat ou de vente d'une quantité importante de titres à un prix stable et dans un délai raisonnable, sans provoquer de grandes variations de cours. Par ailleurs cette notion est régie par quatre dimensions que nous énumérons ci-dessous:

- **La profondeur** du marché, qui est la capacité de réaliser des transactions de grande ampleur, sans influencer de manière excessive sur les cours. Plus la profondeur est importante, plus le marché est liquide.
- **L'étroitesse du marché**, la largeur ou la fourchette ; représente l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur. Plus l'écart est minime plus le marché est liquide.
- **L'immédiateté**, ou la rapidité avec laquelle les transactions peuvent être exécutées. Plus le délai d'attente est court, plus grande est la liquidité
- **La résilience**, ou la rapidité avec laquelle les prix des actifs reviennent à leur niveau initial après une période de perturbation du marché. Plus la rapidité de neutralisation des chocs est importante, plus grande est la liquidité.

Nous allons illustrer ces différentes dimensions dans le schéma suivant :

Figure 4: Les figures de la liquidité de marché



Source : Banque de France, Revue de la stabilité financière, La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion des risques, N° 8, Mai 2006.

Un marché présumé liquide, va séduire les investisseurs qui augmenteraient par leur activité, à nouveau la liquidité, créant ainsi un cercle vertueux de la liquidité.

Sur les marchés boursiers la liquidité se situe à deux niveaux principaux⁸⁹ :

- Il existe une liquidité structurelle (liquidité naturelle ou auto-liquidité) garantie par des facteurs durables : l'architecture du marché et l'étendue de l'intermédiation financière sur le marché des capitaux, il s'agit particulièrement du rôle des intermédiaires de bilan dans la mobilisation de l'épargne et la transformation des échéances et des risques.
- Une liquidité additionnelle (liquidité artificielle ou liquidité marchande garantie par la présence des market makers et l'emploi des techniques financières distributives.

Les théoriciens de la liquidité de marché, stipulant qu'elle est l'unique levier d'action des opérateurs de marché pour satisfaire leurs besoins financiers.

La liquidité est une quête permanente et tous les marchés cherchent à la développer car elle garantit le succès d'un nouveau produit ou d'un nouveau système de transaction et surtout, séduit tous les investisseurs. Malheureusement, il n'existe aucune recette miracle pour générer de la liquidité. La liquidité ne se décrète pas, elle se suscite, se construit et se consolide peu à peu. C'est une notion très complexe à cerner en raison de son caractère multidimensionnel.⁹⁰

Cela revient à considérer que l'aspect multidimensionnel de la liquidité, constitue à la fois une définition et une mesure de la liquidité de marché. Ce qui nous emmène à étudier les différentes mesures de la liquidité des marchés boursiers.

Cela revient à considérer que l'aspect multidimensionnel de la liquidité, constitue à la fois une définition et une mesure de la liquidité de marché. Ce qui nous emmène à étudier dans la les différentes mesures empiriques de la liquidité des marchés boursiers.

⁸⁹ Latifa ZIADI, la liquidité des marchés boursiers, thèse de doctorat 2000, Université Lumière- Lyon 2, Page 90.

⁹⁰ Stéphane DUBREUILLE, L'impact sur la liquidité de la mise en place d'une cotation électronique des contrats MATIF, Revue Banque & Marché n°42- septembre-octobre 1999.

2. Les différentes mesures de la liquidité de marché

La liquidité du marché demeure jusqu'à ce jour difficile à définir et encore moins à mesurer et ce par rapport à son aspect multidimensionnel, car il est difficile de trouver une mesure adéquate qui cernerait judicieusement les différentes facettes.

Malgré la diversité des travaux, visant à proposer une mesure précise de la liquidité du marché. La plupart des approches de la liquidité du marché restent empiriques car elles ne privilégient qu'une dimension ou deux par rapport aux autres, ce qui rend la mesure de la liquidité biaisée.

Un inventaire résumant les différentes mesures de la liquidité proposées jusque là dans la littérature par la présentation des mesures classiques appelées également unidimensionnelles, qui font apparaître les trois piliers de la notion de liquidité à savoir : le temps, le volume de transaction et le coût de liquidité ; et par la suite des mesures multidimensionnelles qui englobent d'une façon plus au moins exhaustive, les différentes facettes de la liquidité .

2.1. Les mesures de la liquidité :

2.1.1. Les mesures unidimensionnelles :

Les mesures unidimensionnelles de la liquidité peuvent être scindées en trois groupes distincts. Ces groupes représentent les différentes composantes de la liquidité : le volume échangé, le temps nécessaire pour effectuer une transaction complète et le coût de transaction.

2.1.1.1. La profondeur :

Nous avons expliqué précédemment, qu'un marché est réputé profond, s'il est facile de réaliser des transactions de grande ampleur, sans influencer excessivement sur les prix. En effet, les prix des nouveaux ordres tournent autour du prix du marché ce qui va favoriser les échanges à l'intérieur de la fourchette sans qu'il y ait perturbation des cours.

La profondeur peut être mesurée, à un instant donné ou sur une période complète. En effet, La profondeur pour l'instant disponible aux prix affichés peut se définir tout d'abord comme la moyenne (alternativement par la somme) de la quantité offerte au prix de vente (Q_a)

et de celle disponible au prix d'achat (Q_b), c'est-à-dire des nombres d'actions respectivement proposés aux meilleurs prix de vente et d'achat pour l'instant affichés .⁹¹

$$\text{Profondeur moyenne } m = \frac{q_t^A \cdot p_t^A + q_t^B \cdot p_t^B}{2} \dots\dots\dots (\alpha)$$

$$\text{Profondeur moyenne } t = \frac{q_t^A + q_t^B}{2} \dots\dots\dots \beta)$$

La première relation (α) exprime la profondeur en terme monétaire tandis que la deuxième relation (β) exprime la profondeur en terme de quantité.

La profondeur du marché sur une période donnée est mesurée par la relation suivante :

$$\text{Profondeur totale } u.m_{t-1,t} = \sum_{t=1}^n \frac{q_t^A \cdot p_t^A + q_t^B \cdot p_t^B}{2}$$

$$\text{Profondeur totale } u.m_{t-1,t} = \sum_{t=1}^n \frac{q_t^A + q_t^B}{2}$$

avec p_t^A , p_t^B les meilleurs prix demandés et offerts à l'instant t et q_t^A , q_t^B leurs quantités respectives et N_t le nombre de cotations sur la période $(t-1, t)$

La capitalisation boursière des sociétés ainsi que le flottant engendre naturellement un volume d'échange important.

Plus le volume d'échange est grand, plus la liquidité du marché est importante.

2.1.1.2. Les mesures temporelles de la liquidité du marché :

Ces mesures prennent en considération deux aspects temporels de transactions à savoir : le nombre de transactions réalisées et le temps d'attente entre deux transactions

- Le nombre de transactions réalisées par unité de temps à un instant 't' est égal à : N_t où N : représente le nombre de transactions.
- La fréquence de révision des meilleures limites qui correspond au délai d'attente d'un investisseur pour l'exécution de son ordre :

$$WT_t = \frac{1}{N-1} \sum_{i=2}^N tr_i - tr_{i-1}.$$

⁹¹ Albert MINGUET, La microstructure des marchés d'actions –approche empirique, Edition Economica 2003, Page 32.

Avec WT_t le délai d'attente entre deux opérations ; N : le nombre de transaction ; tr_i le temps d'échange ; tr_{i-1} le temps d'échange précédent.

Les mesures temporelles de la liquidité ne sont pas encore bien développées à cause de la relativité de l'immédiateté dans l'environnement boursier.

Plus le délai entre deux transactions est faible, plus la liquidité du marché est importante.

2.1.1.3. Les mesures en termes de coût de la liquidité :

★ **La fourchette de prix : (Bid-Ask-spread)** : correspond à l' écart absolu entre le meilleur prix d'achat (*Bid*) et le meilleur prix de vente (*Ask*) ou à la différence entre le prix d'achat et le prix de vente proposés par un teneur de marché. Cette notion constitue une des mesures les plus « traditionnelles » de la liquidité du marché⁹².

La fourchette de prix représente la rémunération facturée à un investisseur en contrepartie d'un service d'immédiateté.⁹³ Nous distinguons trois mesures relatives à la fourchette de prix :

- **La fourchette cotée** : ou affichée : Sur les marchés dirigés par les prix, la fourchette qui est généralement affichée, représente la différence entre les meilleurs prix d'achat et les meilleurs prix de vente à une date 't' ;

$$\text{La fourchette cotée absolue}_t = P_t^A - P_t^B$$

$$\text{La fourchette cotée relative}_t = \frac{P_t^A - P_t^B}{\left[\frac{P_t^A + P_t^B}{2} \right]}$$

Où $\left[\frac{P_t^A + P_t^B}{2} \right]$ correspond au milieu de la fourchette.

Selon Guyot (2007) la fourchette cotée relative, est un outil de comparaison plus pertinent des fourchettes entre différents actifs, elle sert à éliminer l'incidence du prix sur la fourchette.

- **La fourchette effective ou pratiquée** : Sur les marchés dirigés par les prix, il arrive qu'un opérateur négocie à l'intérieur de la fourchette cotée, *i.e.* en dehors des meilleures limites. Ce qui implique que la fourchette cotée n'est pas une bonne mesure des coûts implicites

⁹² Philippe Gillet, l'efficacité des marchés financiers, economica, 1999, page 82

⁹³ Les coûts d'exécution se composent de deux parties : les coûts explicites (commissions de courtages, TVA et impôts) + les coûts implicites (la fourchette de prix et l'impact de marché).

supportés par les investisseurs. Le calcul de la fourchette effective permet de comparer le prix de transaction et le milieu de la fourchette cotée.

$$\text{La fourchette effective absolue}_t = 2 \cdot \left| P_t - \frac{P_t^A + P_t^B}{2} \right|$$

$$\text{La fourchette effective relative}_t = 2 \cdot \frac{\left| P_t - \frac{P_t^A + P_t^B}{2} \right|}{\frac{P_t^A + P_t^B}{2}}$$

Fourchette effective représente une meilleure mesure du coût d'exécution par un teneur de marché.

- **La fourchette réalisée** : l'existence d'une asymétrie informationnelle sur le marché (l'existence d'investisseurs informés) peut influencer négativement sur les revenus des teneurs de marché. La fourchette affichée par les teneurs de marché et la fourchette réalisée ne sont pas identiques : La fourchette réalisée représente la rémunération réellement encaissée par le teneur de marché en contrepartie des services d'intermédiation rendus, elle est donc la différence entre la fourchette cotée et la perte causée par les interventions des investisseurs informés.

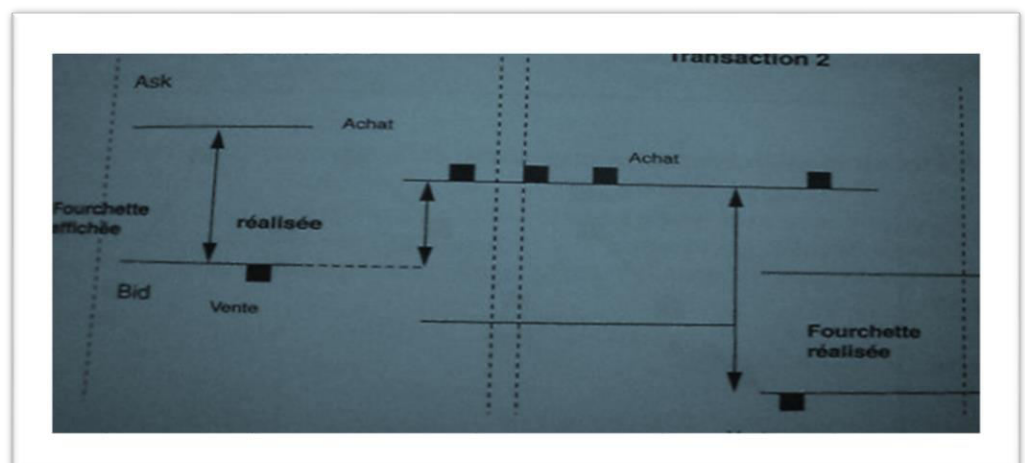
La fourchette réalisée sur une période de temps T se calcule différemment selon le sens de la transaction à la date t :

$$\text{Fourchette réalisée}_T = -2 \cdot \{ (p_{t+T} - p_t)_{p_t = p_t^A} \} \quad \text{Pour un achat}$$

$$\text{Fourchette réalisée}_T = 2 \cdot \{ (p_{t+T} - p_t)_{p_t = p_t^B} \} \quad \text{Pour une vente.}$$

Le schéma suivant montre

Figure 5: le déplacement de la fourchette pendant deux transactions successives



La liquidité du marché est une notion multidimensionnelle, elle repose sur trois piliers à savoir : le délai, le prix et le volume. Or les trois fourchettes étudiées, ci-dessus, ne prennent pas en considération le volume de transaction, qui constitue un élément crucial pour l'activité et la liquidité d'une bourse, ce qui met en cause la fiabilité de cette mesure.

Plus petite est la fourchette des prix, plus grande est la liquidité.

2.1.1.4. Les mesures en termes de résilience :

La mesure de la notion de résilience a suscité l'intérêt de *Bellegarde et Fol(2000)*. Dans leur article « liquidité des marchés et mesure de résilience 'WP Paris I' ». les auteurs distinguent deux mesures possibles de la résilience :

- La mesure instantanée de la résilience, c'est-à-dire à un instant T est la fourchette des prix.
- La mesure plus générale, qui prend en compte l'ensemble des facteurs et agrégats qui composent le marché et influent sur son fonctionnement, représente est l'indicateur de Kyle (1985) .

2.1.1.5. Le ratio de la variation des taux de rendements journaliers :

Le ratio de la variance des taux de rendements journaliers d'un titre calculé entre le cours d'ouverture de la séance et le cours de clôture de celle-ci, qui permet d'estimer le coefficient d'efficience de marché.

Plus généralement, ce coefficient peut être estimé pour toute période K considérée comme long terme et m période court terme .Tel que, $K = \sum_{i=1}^m k_i$

Le coefficient d'efficience de marché est alors : $\frac{\sigma_K^2}{1.\sigma_K^2}$.

Ce ratio permet de prévoir l'existence sur le marché d'investisseurs pressés sur le titre. En effet une grande présence d'investisseurs pressés implique une grande liquidité du marché.

- ▲ Si ce ratio est inférieur à 1, la volatilité long terme est inférieure à la volatilité court terme et traduit la présence d'investisseurs pressés, d'autant plus qu'il converge vers zéro.
- ▲ Si ce ratio est égal à 1, il traduit l'absence d'investisseurs pressés sur le titre.

▲ Enfin, Si ce ratio est supérieur à 1, il traduit une activité régulatrice sur les cours.

Plus petit est ce ratio, plus grande est la liquidité du marché.

2.1.1.6. Le ratio de liquidité :

Appelé également taux de rotation : est le rapport entre le volume des transactions et la capitalisation boursière, ce ratio permet de renseigner sur le nombre de fois où la capitalisation boursière a changé de main⁹⁴. Ce ratio permet également de mesurer le degré de liquidité d'un titre et de donner une bonne indication sur la facilité avec laquelle un investisseur peut entrer et/ou sortir d'un marché.

En général, lorsqu'un opérateur achète un titre, il doit s'assurer de la possibilité de le céder en cas de nécessité. L'augmentation du taux de rotation est souvent associée à une plus grande profondeur du marché et à une capacité accrue des opérateurs d'exécuter des transactions qui auront peu d'incidence sur les prix⁹⁵.

Plus le ratio de rotation n'est élevé, plus liquide est le marché.

2.1.2. Les mesures multidimensionnelles :

Les mesures multidimensionnelles de la liquidité combinent les propriétés des différentes mesures unidimensionnelles précédemment étudiées.

2.1.2.1. Les mesures relatives au volume échangé et le temps :

Ces mesures estiment, d'une part le degré de profondeur du marché, à travers la quantité de titres transigés et son impact sur le cours du titre, et d'autre part le délai d'attente nécessaire pour qu'un ordre soit exécuté. Ces deux dimensions (la profondeur et le délai d'attente) sont fortement corrélées entre elles pour la simple raison que plus le volume d'échange est important, plus l'investisseur trouvera rapidement une contrepartie à son ordre.

L'unité de mesure usuelle, est donc un certain volume d'échange sur une période de temps définie. Le volume d'échange en terme monétaire correspond donc à la première mesure de la liquidité et se calcule sur un intervalle de temps déterminé, ou encore comme moyenne :

⁹⁴ Rapport de la direction des études économiques, profil économique et financier de la cote de la bourse de Casablanca, la Caisse de Dépôts et de Gestion, Janvier 2010, Page 13.

⁹⁵ Stacey ANDERSON et Stéphane LAVOIE, L'évolution de la liquidité du marché des obligations du gouvernement canadien, REVUE DE LA BANQUE DU CANADA -ÉTÉ 2004, Page 23.

$$Volumetotalu.m = \sum_{i=1}^{N_i} P_i \cdot Q_i$$

$$Volumemoyenu.m = \frac{\sum_{i=1}^{N_i} P_i \cdot Q_i}{(t-1, t) /_t}$$

$$Volumemoyenpartransactionu.m = \frac{\sum_{i=1}^{N_i} P_i \cdot Q_i}{N_i}$$

Avec p_i le prix et q_i la taille de la transaction i , N_t est le nombre de transactions sur la période $(t-1, t)$, t une sous période de $(t-1, t)$ »⁹⁶

Cette mesure est relativement facile à mettre en œuvre puisqu'elle requiert uniquement le prix, la taille et le nombre de transactions sur une période déterminée.

Plus ce ratio augmente, mieux est la liquidité de marché

2.1.2.2. La mesure de liquidité combinant la fourchette et la profondeur de marché :

kyle (1985) définit l'offre de liquidité sur le marché comme une relation linéaire entre les transactions et les variations du prix d'équilibre :

$$P = P_0 + \lambda Q.$$

Le λ , dérivé du prix par rapport au volume $\left[\frac{\partial P}{\partial Q} \right]$, mesure la liquidité du marché, Ce paramètre appréhende les ajustements du prix d'équilibre d'une information privilégiée. Ce coefficient est donc également une estimation de l'impact de l'information privée sur le prix d'équilibre.

$$\lambda = \frac{Ask - Bid}{Asksize + Bidsize}$$

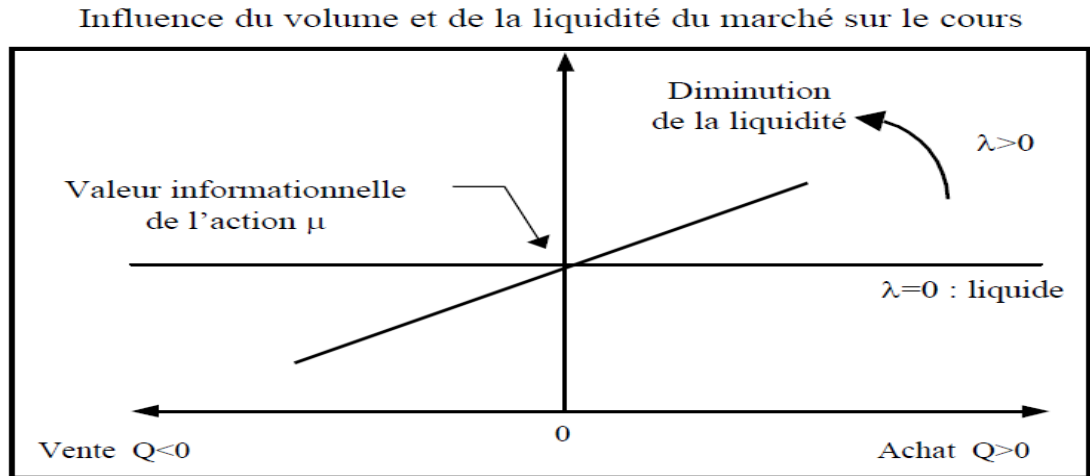
Le λ est défini comme le rapport de la fourchette et de la profondeur. C'est l'inverse du λ qui est interprété comme une mesure de liquidité. la liquidité augmente avec l'accroissement de la profondeur et la réduction de la taille de la fourchette. Cette mesure n'est applicable que pour des études empiriques sur des marchés électroniques.⁹⁷

⁹⁶Alexis GUYOT, structure de propriété et liquidité : un arbitrage entre coûts de contrôle et coûts du service d'immédiateté, thèse de doctorat 2007, Université Lumière Lyon 2, Page 74.

⁹⁷Stéphane DUBREUILLE, Liquidité et Formation des prix sur le MATIF, Economia, Page 120.

Le λ de Kyle est également connu sous la dénomination de la pente de la courbe de cotation. Celle-ci est toujours positive puisque la logique veut que le prix demandé soit toujours supérieur au prix offert à un instant t .

Figure 6: Influence du volume et de la liquidité sur le cours⁹⁸



La pente de la courbe de cotation peut également être mesurée en fonction de la fourchette relative et la profondeur moyenne exprimée en terme monétaire. Nous appelons cette mesure l'indice composite de liquidité à un instant t .

$$\text{Indice composite de liquidité}_t = \frac{\text{la fourchette relative}_t}{\text{la profondeur moyenne u.m}_t}$$

Plus petite est cette mesure, plus grande est la liquidité.

2.1.2.3. La mesure de liquidité combinant la résilience et la profondeur de marché :

★ **Le ratio profondeur/résilience :**

Ce ratio combine deux facettes de la liquidité à savoir la profondeur et la résilience, la première est représentée par le volume d'échange à un instant t et la deuxième par la variation des prix entre t et $t-1$.

$$\text{Ratio}_{\text{profondeur}}^{\text{résilience}}_t = \frac{\text{volume d'échange u.m}_t}{\text{variation de prix}_{t-1,t}} = \frac{\sum_{i=1}^{N_t} p_i \cdot q_i}{\frac{|p_t - p_{t-1}|}{p_{t-1}}}$$

⁹⁸Source : Erwan LE SAOUT Liquidité- De la microstructure à la gestion du risque de liquidité, thèse de doctorat 2000, université de Rennes 1, Page 66.

Ce ratio élevé sous-tend l'échange d'un nombre important de titres avec un faible impact de prix tandis qu'un ratio faible indique des transactions de taille importante induisant des larges variations de prix à motif informationnel ⁹⁹.

Plus ce ratio n'est élevé, plus grande est la liquidité de marché

★ **Le ratio de flux d'ordre :**

Ce ratio permet d'étudier le déséquilibre de marché aux meilleures limites par rapport aux volumes d'échange pour un instant t.

$$\text{Ratio de flux d'ordres}_t = \frac{\text{Déséquilibre de marché}_t}{\text{Volume d'échange}_t}$$

Plus faible est ce ratio, plus grande est la liquidité.

Les mesures que nous avons abordées ci-dessus sont connues dans la littérature comme ***des mesures conjoncturelles***, il existe également des ***mesures structurelles*** adaptées en général aux marchés émergents à faible volume d'activité. Les travaux de « *Hamon et Jacquillat [1997] distinguent enfin les indicateurs structurels – flottant, volume de transactions, montants échangés, et capitalisation boursière* ».

D'importants travaux de recherche ayant trait aux différentes mesures de la liquidité de marché existent. Nous avons essayé de mettre en exergue les mesures les plus importantes et les plus utilisées. Le tableau ci-dessous récapitule les mesures les plus importantes .

Tableau 7: Les mesures les plus importantes de la liquidité de marché

⁹⁹Alexis GUYOT, structure de propriété et liquidité : un arbitrage entre coûts de contrôle et coûts du service d'immédiateté, thèse de doctorat 2007, Université Lumière Lyon 2, Page 84.

		Mesure unidimensionnelles	Mesure multidimensionnelles
Mesures ex Ante	Structurelles	Flottant Capitalisation boursière	
	Conjoncturelles	Profondeur Fourchette cotée	Pente de la courbe de cotation – λ de Kyle Indices composite de liquidité
Mesures ex Post	Structurelles	Volume d'échange	
	Conjoncturelles	Fourchette effective Fourchette réalisée Coefficient d'Efficiences de Marché	Ratio de flux d'ordre Ratio de liquidité

Comme nous l'avons énoncé précédemment, la notion de liquidité est une notion relative qui dépend de plusieurs facteurs , ce qui a emmené plusieurs chercheurs dans ce domaine à conclure que la liquidité de marché, diffère d'une place à une autre et par conséquent , il existe des mesures propres à chaque marché, qui tiennent compte de la spécificité et de l'environnement structurel et organisationnel de chaque marché .

Les mesures recensées dans cette section et les autres qui existent dans la littérature souffrent d'un inconvénient majeur. Ce dernier réside dans le fait que ces mesures ne proposent que des évaluations restrictives du degré de liquidité des marchés, puisqu'elles ne peuvent en aucun cas tenir compte de toutes les dimensions de la liquidité d'une part, et de la microstructure propre à chaque marché financier d'autre part.

Section 3 : Les facteurs déterminants la liquidité du marché

Le concept de liquidité a connu un intérêt grandissant ces trente dernières années. La liquidité du marché suscite l'intérêt des entreprises, investisseurs et opérateurs de marché. De même, dans le contexte actuel de concurrence accrue entre les différentes places boursières, la liquidité du marché intéresse au plus haut degré les autorités de marché, qui à travers plusieurs études et modélisations de ce concept ont essayé de découvrir ses principaux déterminants afin d'améliorer l'attractivité et la qualité de leur place boursière.

La plupart des opérateurs, peuvent dire si un marché particulier est liquide ou non, mais ils sont rarement capables de cerner avec précision tous les facteurs qui contribuent à la liquidité du marché¹⁰⁰

En effet la liquidité a toujours été étudiée et analysée d'un point de vue strictement individuel : chaque titre possédant ses principaux déterminants de liquidité (caractères propres et spécifiques de chaque actif). Or les récentes études ont démontré l'existence de facteurs communs de la liquidité qui permettent de déterminer la liquidité du marché, au sens global, à travers des variables ou des événements ayant un impact commun et direct sur la liquidité de tous les titres simultanément.

L'objet de cette section est d'identifier les facteurs communs responsables de la liquidité de marché, afin de déterminer et maîtriser les variables faisant fluctuer la liquidité de tous les titres cotés simultanément. La littérature financière distingue, toutefois, plusieurs facteurs qui sont généralement à l'origine de chocs de liquidité sur les marchés. Nous allons essayer de citer les facteurs les plus influents sur la liquidité du marché.

1. Les modes d'organisation du marché :

Les mécanismes d'organisation des échanges et les systèmes de négociation utilisés par un marché boursier déterminent son architecture, ce qui permet de définir les origines de la liquidité du marché, la volatilité des prix, et l'efficacité du marché.

L'impact de l'organisation du marché sur la liquidité est évident. En effet, les marchés de contrepartie impliquent l'immédiateté des échanges à des prix fixés par les *market makers*, qui ont pour rôle essentiel l'offre de liquidité sur le marché. Tandis que le fonctionnement des marchés d'agence en continu, dépend d'un carnet d'ordres en attente dans le système de

¹⁰⁰ Latifa ZIADI, La liquidité des marchés boursiers, thèse de doctorat, Université Lumière Lyon 2, 2000, Page 14.

transaction. Ce qui engendre une volatilité à court terme en raison de la densité de la fourchette. Quant aux marchés d'agence fixing, ils permettent de maîtriser la volatilité des cours à court terme parce qu'ils n'autorisent par l'immédiateté des échanges et **réduisent la liquidité pour les ordres de grande taille.**

'Black stipule qu'un marché liquide est un marché fonctionnant en continu'.¹⁰¹

La fragmentation et la consolidation des flux d'ordres ont aussi pour leur part une influence sur la liquidité du marché, « Selon Mendelson (1987) et Pagano (1989) , la fragmentation du flux d'ordres entre plusieurs systèmes d'échange devrait entraîner la diminution de la liquidité sur la place d'origine dans la mesure où l'on est en droit de s'attendre à une fuite des volumes .Plus exactement, Pagano (1989) démontre que les volumes ont un impact désormais plus élevé sur le prix d'équilibre d'où une baisse de la liquidité. Par conséquent, toute chose égale par ailleurs, la segmentation n'apparaît pas viable puisque les investisseurs, à la recherche de coûts minima, vont à nouveau se concentrer sur un seul marché¹⁰² pour retrouver une meilleure liquidité tandis que les autres marchés vont disparaître : la liquidité appelle la liquidité.

1.1.Le flottant :

Le flottant c'est-à-dire la capitalisation en circulation, constitue un élément vital pour une place boursière, ce dernier permet d'améliorer la liquidité de tous les titres cotés, et par conséquence la liquidité de tout le marché. Plus il existe de titres disponibles, plus la probabilité que des échanges aient lieu est forte. En revanche, une société qui n'émettrait que très peu d'actions de plus équivalentes à une faible part de son capital possède très peu de chance de voir son titre qualifié de liquide.¹⁰³

Le raisonnement est simple, si le flottant est faible, les titres de cette entreprise ne pourront pas faire l'objet d'une gestion de portefeuille très active sans agir sur son cours de bourse, alors qu'un flottant important permettra des transactions nombreuses avec un faible impact sur le cours du titre, ce qui améliore considérablement la liquidité du marché.

¹⁰¹Stéphane DUBREUILLE, Liquidité et Formation des prix sur le MATIF, Economia, Page112.

¹⁰² Marché centralisé.

¹⁰³Erwan LE SAOUT Liquidité- De la microstructure à la gestion du risque de liquidité, thèse de doctorat 2000, université de Rennes 1, Page 58.

1.2.La transparence :

La transparence du marché constitue une dimension très importante de l'organisation des marchés. Cette notion est d'une grande influence sur la qualité du marché en général et sa liquidité en particulier.

Les transactions boursières, sur un marché suffisamment transparent, indique, en effet aux intervenants la valeur des titres qu'ils détiennent et leur permet d'être rapidement avertis de nouvelles informations affectant cette valeur.¹⁰⁴

La transparence en microstructure des marchés financiers est définie par O'hara (1995) comme « la capacité des participants au marché à observer l'information relative au processus de transaction ». L'analyse de la transparence s'effectue selon deux volets :

a-La transparence pré-transactionnelle :

Sous ce volet, la transparence se réfère aux conditions dans lesquelles les transactions *se déroulent* du fait de la diffusion des différentes caractéristiques des ordres comme : les prix d'achat et les prix de vente, les quantités qui peuvent être traitées à ces prix, identité des agents(les placeurs d'ordres).

b-La transparence post-transactionnelle :

Sous ce volet, la transparence se réfère aux conditions dans lesquelles les transactions *ont eu lieu*, du fait de la diffusion des différentes caractéristiques des ordres comme :les prix d'achats et les prix de vente des dernières transactions, les quantités traitées à ces prix, l'identité des contreparties impliquées et le délai dans la diffusion des transactions.

Les prix d'actifs disposent d'un plus grand contenu informatif, lorsque le marché est transparent. Néanmoins, plusieurs études ont montré qu'une transparence totale n'est pas nécessairement favorable aux opérateurs sur le marché. Les intervenants disposant d'une information privilégiée auront intérêt à effectuer leurs transactions dans un marché garantissant l'anonymat tandis que les intervenants non informés préféreront un marché plus transparent. Sur la base de ces arguments, la transparence est considérée comme un avantage pour les uns et un inconvénient pour les autres qui préféreront l'opacité.

¹⁰⁴ Daniel SZPIRO, L'anomalie du week-end à la Bourse de Paris , l'effet de la reprise des cotations, Université Lille 1, Page 13.

Rindi (2004) a constaté, que pour une proportion donnée de participants informés, la liquidité s'améliore si les marchés deviennent plus transparents. Cependant, si l'acquisition de l'information devient endogène, c'est à dire lorsque les agents peuvent choisir de s'informer, à un coût, l'effet peut être inversé.

Les résultats sont plus ambigus lorsque l'information devient endogène puisque « pour certaines tailles de transaction, un marché plus opaque bénéficie aux agents non-informés. Néanmoins, la *moyenne* des coûts de transactions sur les différentes tailles de transactions est toujours plus faible dans un marché transparent, et c'est pourquoi Pagano & Röell (1996) concluent que *la transparence améliore « généralement » la liquidité* »¹⁰⁵.

1.3.L'anonymat :

Garfinkel & Nimalendran (2003) définissent l'anonymat sur les marchés financiers comme « la mesure dans laquelle un agent ne peut être reconnu comme étant informé ou non, l'anonymat est donc considéré dans cette approche, comme la conséquence du comportement des agents, et non comme une caractéristique exogène de la structure des marchés. »

Comme avec la transparence, la négociation anonyme, influe, en général, sur la liquidité du marché financier. En effet l'anonymat permet de dissimuler les informations sur l'identité de demandeurs de liquidité, ce qui permet d'augmenter l'écart entre les cours acheteur-vendeur et donc réduire la liquidité. Cette opacité empêche les fournisseurs de liquidité (market makers) de distinguer entre les investisseurs informés et non informés ce qui influe sur la fourchette des prix.

1.4.L'échelon de cotation « EC » :

Plusieurs études¹⁰⁶ ont prouvé l'incidence de l'échelon de cotation sur l'amplitude de la fourchette des prix. « L'échelon de cotation se définit comme étant la distance minimale entre les prix. L'ensemble des cours cotés doit donc être exprimé comme un réel multiple de cet arrondi de cotation. L'échelon de cotation ou *tick* , constitue donc une contrainte sur les cours affichés, ainsi que sur la fourchette dont l'amplitude minimale ne peut être inférieure à un tick. »¹⁰⁷

¹⁰⁵Christophe MAJOIS, transparence et microstructure des marchés : une revue de littérature , *Revue de l'association française de finance*, vol. 29, n° 2/2008, Page 10.

¹⁰⁶ Copeland & Galai (1983) ,Harris (1994), Hamon(1996), Chevallier (1998)....

¹⁰⁷Erwan LE SAOUT Liquidité- De la microstructure à la gestion du risque de liquidité, thèse de doctorat 2000, université de Rennes 1, page 40.

Selon Harris (1994), la diminution de l'échelon de cotation permet de réduire la fourchette des prix, ce qui permettra d'augmenter le volume de transaction et de stabiliser la variation des prix. Et le contraire, lorsque l'échelon de cotation est élevé, les prix sont discrets et le volume de transaction diminue ce qui élargit la fourchette des prix et diminue donc la liquidité du marché.

« Les règles actuelles de fixation de l'échelon de cotation sont un héritage des temps anciens où les cotations et le post-marché étaient réalisés pour l'essentiel à la main. Un échelon de cotation de un centime pour tous les titres en cotation assistée n'induit plus de coûts supplémentaires : en revanche il permettrait une réduction non négligeable des frictions. »¹⁰⁸

1.5.L'asymétrie d'information :

Dans l'étude des marchés financiers, un aspect important est à considérer, il s'agit de la présence possible d'asymétrie d'information entre investisseurs opérants sur un même marché. L'asymétrie d'information représente une source importante de dysfonctionnements et d'inefficience informationnelle du marché qui doit être surveillée de près.

« Diamond et Verrecchia (1991) montrent que la divulgation d'informations sur les données comptables d'une société peut améliorer la liquidité de ses titres réduisant ainsi son coût du capital. »¹⁰⁹

En théorie, la répartition inégale de l'information entre les intervenants sur le même marché, conduit à l'augmentation du degré de sélection adverse, qui devrait se traduire par un élargissement de la fourchette de prix et donc une diminution de la liquidité du marché. Néanmoins, en pratique, les études menées sur différents marchés ont abouti à des conclusions différentes : « *Gajewski (1999) et Wael (2004) étudient de manière plus précise l'effet de la divulgation publique d'informations sur l'activité et la liquidité du marché. Les auteurs trouvent que l'asymétrie d'information s'accroît et le marché devient moins liquide autour de la date d'annonce, alors que Ranaldo (2003) trouve une amélioration significative de la liquidité et une réduction du coût de sélection adverse immédiatement après l'annonce sur la place parisienne. Abad et al. (2005) montrent une liquidité et une activité accrues non accompagnées par une diminution significative de l'asymétrie d'information sur le marché espagnol* »

¹⁰⁸ Jacques HAMON, microstructure des marchés, ENCYCLOPEDIE DES MARCHES FINANCIERS, Édition Yves SINON 1997, Page 1151.

¹⁰⁹ Ali EL MIR et Monia BEN KHALIFA, Les annonces de résultat et les composantes de la fourchette de prix Application à la bourse de Tunis, publication Université de la Manouba 2005, Page 4.

Il est clair que l'asymétrie d'information est un facteur déterminant de la liquidité de marché. Néanmoins le timing de la diffusion de l'information reste décisif pour influencer sur la liquidité globale du marché.

1.6.Le volume de transaction :

Le volume de transaction est une variable qui traduit la largeur du marché. Les études de Laux (1993), visant à trouver une relation entre la liquidité de marché et le volume de transaction ont montré que la liquidité du marché est une fonction croissante du volume de transactions, c'est-à-dire, plus le volume de transactions est élevé, plus les frais de détention des titres sont faibles et plus le marché est liquide.

Lin, Sanger et Booth (1995), affirment que le volume de transactions, dans le cas d'existence d'une asymétrie d'information sur le marché, implique un problème de sélection adverse, car les investisseurs informés, et pour bien profiter de l'information qu'ils détiennent, préfèrent négocier des volumes importants. Ce qui entraîne donc, un déséquilibre important sur le marché des actions et engendre des coûts supplémentaires, qui doivent être compensés par l'élargissement de la fourchette des prix, ce qui réduit la liquidité du marché.

Le volume de transaction présente une source d'information utile pour les investisseurs et un signal pertinent de la présence de nouvelles informations. « Dans ce sens, de nombreux chercheurs dont Chae (2005) se sont intéressés au rôle joué par le volume de transactions comme une valeur informationnelle. (...), cette mesure, [*le volume de transaction*], est une fonction croissante de la liquidité. Ainsi, plus le volume de transactions est élevé, plus le marché est liquide (Hamon et Jacquillat, 1992). »¹¹⁰

1.7.La volatilité des prix :

L'étude de la volatilité des prix, constitue un autre domaine d'application de la microstructure des marchés. La volatilité des prix dépend principalement des facteurs suivants : la concurrence des agents intervenants sur ce marché, le volume et le nombre de transactions, la taille du marché et enfin de la perception du risque.

Pour contrôler la volatilité des prix, un teneur de marché est amené, parfois, à prendre position sur le titre pour son propre compte en allant contre la tendance du marché ou pour

¹¹⁰Aymen AJINA, Danielle SOUGNE, Faten LAKHAL, la communication financière et la liquidité du marché français, 5ème Colloque International Finance et Stratégies de Développement, mars 2010, Page 8.

compenser les déséquilibres entre l'offre et la demande. Ce qui peut lui infliger des pertes et nuire à sa survie. Le teneur de marché doit donc réviser ses cotations pour minimiser ses risques. La fourchette de prix est plus large en période de grande volatilité.

De nombreuses études ont ainsi souligné l'existence une relation entre la liquidité de marché et la volatilité des prix. Puisque toute volatilité de cours suite à une modification des anticipations des investisseurs, entraîne un accroissement de la variance des rendements, ce qui affecte le coût d'inventaire et le risque de gestion de stock et par conséquent élargit la fourchette et diminue la liquidité. Ce phénomène a amené Heflin et Shaw (2000), Chae (2005) et Espinosa et al. (2008) à établir une relation négative entre la liquidité et la volatilité des titres.

1.8.La rentabilité du marché :

Une forte rentabilité sur le marché des actions entraîne un grand attrait de la part des investisseurs, qui en investissant leurs épargnes en bourse auront une rentabilité incertaine, variable selon les conditions du marché financier où ils ont choisi d'investir.

« Par conséquent, ces variations vont être liées aux performances des marchés boursiers. Moins les gains réalisés sur les marchés boursiers sont élevés, et plus les investisseurs vont chercher d'autres types de placement, donc plus le prix de ces valeurs refuge sera important ou inversement. L'or en fait partie, l'immobilier également. »¹¹¹

A noter que la liquidité de tous les titres individuels est fortement liée aux transferts de flux des investisseurs : vers le compartiment obligataire du marché ou vers d'autres marchés qui offrent une meilleure rentabilité que le marché local.

1.9.La taille de la firme :

Watts et Zimmerman (1986) ont postulé que les entreprises de grande taille sont plus susceptibles d'être surveillées, en raison des résultats élevés qu'elles pourraient dégager¹¹², Ce qui encourage les investisseurs à échanger les titres de ces entreprises.

La taille de l'entreprise est également considérée par les spécialistes comme une mesure approximative de l'asymétrie d'informations et donc des coûts liés à la sélection adverse.

¹¹¹Caroline FOURNIER-EMONET, l'indentification de facteurs communs de la liquidité sur le marché parisien des actions, Cahier de recherche n° 2004-01, CEREG, Université Paris-Dauphine, Page 3.

¹¹²Anis JARBOUI, Ahmed ABDELMOULA, Opportunisme Managérial, Valorisation Boursière Et Modes De comptabilisation Des Dépenses immatérielles Dans Les Pays émergents, Publication, Université de Sfax, Septembre 2010, Page 7.

Chae (2005) trouve que les petites entreprises ont une asymétrie d'informations plus élevée que les firmes de grande taille. En outre, les titres des firmes à faible capitalisation sont moins liquides que les titres des firmes à forte capitalisation (Lafond, Lang et Skaife, 2007, Heflin et al., 2005). Par conséquent, nous anticipons une relation positive entre la taille de l'entreprise et la liquidité.¹¹³

On rappelle que la taille de l'entreprise est mesurée par la capitalisation boursière de celle-ci à la fin du mois de décembre de chaque année.

1.10 Le taux d'imposition :

Une autre variable qui peut expliquer la liquidité de marché, est le facteur fiscal. Plus le taux d'imposition est intéressant pour les investisseurs, concernant les plus ou moins values réalisées sur les titres lors des transactions boursières, plus l'activité sur le marché sera importante ce qui augmente considérablement la liquidité du marché.

1.11. Le facteur calendaire :

Les jours fériés, les week-ends, les vacances et la saisonnalité représentent des facteurs à incidence significative qui influent négativement sur la liquidité de marché, c'est ce qui a été démontré par plusieurs études. En effet, en période de jours fériés et de vacances, l'activité est réduite, agissant ainsi de manière franche sur la liquidité de tous les titres.

L'absence de cotation modifie, d'une part, le prix relatif à la liquidité et empêche la transmission d'information par le marché, d'autre part.

L'existence d'une saisonnalité du rendement des actions, est un phénomène souvent constaté aux États-Unis. Les analyses mettent en évidence un rendement du lundi, significativement plus faible que lors des autres jours, mais l'ampleur du phénomène est instable¹¹⁴.

La découverte des facteurs qui déterminent la liquidité du marché et leur identification constitue un domaine vaste et peu exploré jusqu'à présent.

¹¹³ Aymen AJINA, Danielle SOUGNE, Faten LAKHAL, la communication financière et la liquidité du marché Français, 5ème Colloque International Finance et Stratégies de Développement, mars 2010, Page 10.

¹¹⁴ Daniel SZPIRO, L'anomalie du week-end à la Bourse de Paris, l'effet de la reprise des cotations, L'université Lille 1, Page 2.

L'identification des facteurs déterminants la liquidité de marché ouvre de nouvelles perspectives qui peuvent être utiles, non seulement pour les investisseurs et les autorités de marché mais également par les gestionnaires de portefeuilles dans la constitution de leurs portefeuilles, la diversification des risques et l'évaluation des titres.

La présence de ces facteurs modifie également la décomposition de la fourchette et les coûts de transaction, ce qui se répercute sur la rentabilité des *market makers*.

Dans le contexte de la mesure de la liquidité du marché, les facteurs qui déterminent la liquidité peuvent être utilisés :

- Soit en les intégrant aux mesures existantes de la liquidité de marché afin d'améliorer leur précision.
- Soit s'en servir comme indicateurs afin d'anticiper les variations excessives de la liquidité.

2. Le rôle des investisseurs institutionnels dans le développement des marchés financiers :

Depuis le milieu des années 1980, on assiste à un développement spectaculaire de la sphère financière dans les pays développés sous l'effet de la déréglementation des opérations (fin des restrictions et des encadrements), de la déspecialisation des institutions (banques universelles) et du décloisonnement des circuits de financement (fin des frontières entre les marchés).

Ce phénomène s'est étendu aux pays en transition vers l'économie de marché d'Europe centrale et de l'est ainsi qu'aux pays émergents d'Asie du sud-est dans les années 1990

Longtemps tenus sous le contrôle des autorités monétaires et bancaires, les systèmes financiers se sont libéralisés et de nombreuses innovations financières sont à présent banalisées, ils ont révolutionné les techniques financières et élargi la gamme des produits financiers offerts.

2.1. Les investisseurs institutionnels :

Les investisseurs institutionnels sont tous les agents financiers qui ont structurellement des liquidités à placer du fait de leur activité. Ce sont des véhicules de placements collectifs¹¹⁵.

Ces institutions financières non monétaires sont les sociétés d'assurances, les fonds de pensions et les OPCVM. Elles recherchent en permanence des titres de créances à court et long terme et des titres de propriété (action) pour constituer leur portefeuille¹¹⁶.

¹¹⁵ Giles Morisson, le rôle des investisseurs institutionnels dans le développement des marchés financiers, institut bancaire et financier international ibfi.

Les OPCVM permettent aux agents économiques prêteurs d'accéder, en achetant leurs parts, à des marchés et à des produits qui ne leur sont pas accessibles directement et de bénéficier d'une gestion par des professionnels .

2.2. Les investisseurs étrangers :

Les échanges entre les grand pays sont pour une part importante de nature financière .le poids des opérations financières hors réserves dans le total des flux bruts enregistrés en balances des paiements représente près de la moitié et celui des investissements de portefeuille représente autour du quart comme le montre par exemple les balances des paiements de la France et de la zone euro.

Tableau 8: balance des paiements; France et Zone Euro

Rubriques (Mds Euro)	France			Zone Euro		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
Transactions courantes	649	671	-22	2390	2400	-10
- Biens	385	415	-30	1398	1376	22
-Services	94	86	8	431	393	38
- Revenus	148	127	21	470	466	4
-Transferts	22	43	-21	91	165	-74
Opération en capital	2	2	0	25	14	11
Opérations financières hors réserves	568	496	72	1609	1774	-165
- Investissement directs	65	92	-27	338	196	142
- Investissement de portefeuille	211	274	-63	508	864	-356
- Autres investissements	292	133	159	763	714	49
Variation des réserves		9	-9	2		2
Erreurs et omissions nettes		41	-41	162		162
Total	1219	1219	0	4188	4188	0

Source BDF-BCE

Les mêmes constations peuvent être faites à partir des balances des paiements des États-Unis et de la Grande Bretagne

Tableau 9: Balance des paiements : Etats-Unis et Grande Bretagne

¹¹⁶ Marc MONTOUSSE, Gilles RENOARD, Jean-Luc RETTEL, 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, 5^{ème} édition, Bréal 2012, page 35.

Rubriques (Mds Euro)	Etats- Unis			Grande-Bretagne		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
Transactions courantes	1532	2198	-666	840	848	-8
Opération en capital	1	3	-2	7	3	4
Opérations financières hors réserves	1433	821	612	979	930	49
- Investissement directs	115	249	-134	78	65	13
- Investissement de portefeuille	795	91	704	154	257	-103
- Autres investissements	523	481	42	747	608	139
Variation des réserves	3		3		6	-6
Erreurs et omissions nettes	53	-	53	1	-	1
Total	3022	3022	0	1787	1787	0

Source : MFI

Les mouvements de capitaux recouvrent plusieurs réalités économiques et comprennent :

- Les investissements directs.
- Les investissements de portefeuille.
- Les autres investissements.

Leurs motivations sont différentes, les investissements directs correspondent :

- Aux prises de participations dans le capital des entreprises.
- Aux bénéfices réinvestis.
- Aux crédits commerciaux entre entreprises apparentées.
- A toutes autres formes d'avoirs et d'engagement entre investisseurs.

Ils peuvent concerner de nouveaux investissements, des fusions, des acquisitions ou des privatisations

Les investissements directs :

- Favorisent la croissance.
- Répondent à la rareté des capitaux.
- Permettent des transferts de technologies.
- Facilitent l'accès aux marchés internationaux.

- Améliorent la compétitivité des produits domestiques.
- Créent de l'emploi.

Du côté des investisseurs les déterminants des investissements directs sont :

- L'accès au marché national ou régional (market seeking).
- L'accès aux ressources naturelles (ressources asset seeking) .
- La réduction des coûts (efficiency seeking).
- La protection de l'avantage comparatif de la firme (strategic asset seeking).

Les flux d'investissement direct entrant ont progressé en Afrique mais ils demeurent très faibles par rapport à ceux reçus par l'Asie ou l'Amérique latine. On observe une forte concentration géographique des investissements directs sur quelques pays et dans le secteur primaire (pétrole, mines) pour le $\frac{3}{4}$ et une percée de la Chine dans les secteurs miniers, qui ne remet pas encore en cause la position prédominante des investisseurs traditionnels

Les investissements de portefeuille recouvrent les achats d'actions, d'obligations ou de titres de créances sur les marchés de capitaux nationaux par les non résidents et étrangers par les résidents.

2.3. Les investissements de portefeuille entrant :

- Augmentent l'offre de capitaux en rendant plus liquides les marchés financiers.
- Financent la croissance de la production et de l'emploi.

Ils peuvent ainsi être à l'origine de bulles spéculatives sur les marchés des titres et de l'immobilier enregistrant un flux massif de capitaux.

Du côté des investisseurs les déterminants des investissements de portefeuille sont :

- Les rendements offerts par les titres.
- Les taux de changes anticipés.
- La diversification des portefeuilles et des risques .

Ces flux de capitaux bien qu'investis en titres longs sont extrêmement volatils et réversibles instantanément à la moindre inquiétude des investisseurs.

Ils traduisent la confiance ou la défiance des investisseurs dans l'avenir économique du pays et sanctionnant les mauvaises politiques conduites par les gouvernements.

Pour que les investisseurs acceptent d'investir dans un pays il faut que les facteurs fondamentaux et environnementaux soient sains, ce qui signifie :

✚ Une bonne politique macroéconomique et macro financière qui encourage l'épargne, l'investissement et la production et donc favorise la croissance endogène.

✚ Un environnement sain caractérisé par :

- La qualité de la gouvernance publique et privée
- La qualité des infrastructures
- La qualité de l'environnement juridique, réglementaire, social, financier et politique
- L'investissement dans le capital humain

3. L'attractivité financière :

C'est l'une des composantes de l'attractivité économique elle désigne l'attractivité de la place financière.

La place financière est un lieu géographique où se concentre une communauté d'acteurs et de compétences pour concourir au bon fonctionnement des marchés de fonds prêtables au sein de structures développant d'importantes synergies.

3.1. Les facteurs d'attractivité d'une place financière sont¹¹⁷ :

- Un gisement de compétences financières, comptables, juridiques et informatiques ainsi qu'un savoir faire.
- Un environnement réglementaire de qualité qui assure la protection des investisseurs

¹¹⁷ Séminaire de haut niveau BCEAO-BEAC, investissement directs étrangers, croissance et politique d'attractivité, synthèse des interventions et des ateliers Gilles Morisson, Duala 24 – 28 septembre 2007.

- L'aptitude à générer des économies externes pour améliorer les rendements à l'échelle
- L'aptitude à intégrer de nouvelles technologies et à investir dans ce domaine
- La taille, la renommée et la **crédibilité** internationales des institutions
- La profondeur ou la **liquidité des marchés d'actifs**.

Les raisons pour lesquelles l'Afrique demeure à l'écart des flux d'investissement directs et de portefeuille est qu'elle ne réunit pas les conditions qu'attendent les investisseurs. Les investissements en portefeuille sont très faibles également du fait de l'étroitesse des marchés financiers, à l'exception de ceux d'Afrique du sud.

Conclusion:

Les investisseurs institutionnels sont indispensables au bon fonctionnement des marchés de capitaux et contribuent à son dynamisme puisqu'ils gèrent des ressources financières très importantes sur le moyen et long terme.

Toutefois, les investisseurs institutionnels ont besoin d'avoir en face d'eux des **émetteurs crédibles et sûrs**, toute une gamme de produits financiers adaptés à leur besoin et des marchés liquides.

Les marchés financiers doivent d'abord avoir une assise nationale avant de s'internationaliser

La microstructure ne serait pas au cœur d'une littérature abondante sans le concept de liquidité. En effet dernière toute analyse de l'organisation des marchés boursiers, plane l'ombre de liquidité ; les deux concepts sont alors fortement corrélés.

La liquidité de marché constitue, un facteur prépondérant dans la théorie de demande d'actifs. En effet selon Frederic Mishkin (2010) « un actif est liquide si le marché sur le quel il est échangé a de la profondeur et de la largeur. »¹¹⁸, c'est pour cette raison que les autorités boursières cherchent à offrir aux intervenants une structure de marché optimal qui répond à leurs exigences en matière de liquidité de marché.

Enfin, il serait intéressant pour les intervenants sur les marchés boursiers, l'existence d'organismes de supervision qui disposent d'informations nécessaires pour l'élaboration d'indicateurs pertinents qui surveillent la liquidité sur les différents marchés boursiers.

¹¹⁸Frederic MISHKIN, Monnaie, banque et marchés financiers, Édition PEARSON 2010, Page 110.

Chapitre 2 Les valeurs mobilières et leur évaluation

L'univers d'investissement en valeurs mobilières est devenu un souci primordial des différents agents économiques, dans les économies mondiales. Ce départ est dû particulièrement à l'évolution continue des instruments financiers, qui correspondent principalement aux perspectives et aux exigences des investisseurs.

A ce titre, et avant d'entamer le processus d'évaluation des valeurs mobilières, il convient de présenter les différents produits proposés avec leurs caractéristiques, et les risques, que présentent chacun d'eux.

Les valeurs mobilières sont des actifs financiers négociables sur les bourses de valeur, émises par une société par actions ou par l'état qui peuvent revêtir deux principales formes, l'action et l'obligation¹¹⁹. Elles présentent un risque leur revente peut entraîner au détenteur une perte en capital, mais aussi un gain en capital (une plus-value¹²⁰)

¹¹⁹ Les valeurs mobilières, guide émis par la bourse d'Alger, page 2.

¹²⁰ Frédéric teulon, « les marchés de capitaux », édition du seuil, 1997, Paris, page 2.

Section 1 : Généralité sur les valeurs mobilières

Les valeurs mobilières étaient représentées par deux catégories classiques de titres nettement distinctives : **Les actions et les obligations**, qui matérialisent les droits acquis par ceux ayant apporté des capitaux à une collectivité émettrice publique ou privée.

Ces deux catégories de titres se sont diversifiées, à tel point qu'elles sont devenues des familles de titres, à l'intérieur desquelles des formes hybrides de titres financiers se sont développés ¹²¹, ces titres hybrides ont à la fois des caractères d'actions et des caractères des obligations. Par extension, nous considérerons également comme valeurs mobilières les instruments financiers donnant droit à la souscription ou à l'acquisition de valeurs mobilières ainsi que les instruments financiers dérivés tels que les options et les futures qui ont pour sous-jacent des valeurs mobilières ¹²².

1. Les différents types de valeurs mobilières :

Les valeurs mobilières se différenciaient selon la nature des droits qu'ils représentaient et selon leurs caractéristiques :

- Les « actions », « les valeurs à revenu variable », qui accordent à leurs propriétaires le caractère d'associé dans une société de capitaux
 - Les « obligations », les « valeurs à revenu fixe » représentatives d'un droit de créance.
 - Les organismes de placements collectifs (OPCVM) « SICAV, FCP.. ».
 - Les titres hybrides « certificats d'investissement, titres participatifs.. ».
 - Les produits dérivés « options, futures.. ».

1.1. Les actions

1.1.1. Définition :

L'action est un titre financier représentatif d'une part de propriété d'une société, elle est attribuée en rémunération d'un apport fait à la société soit lors de sa création, soit à l'occasion

¹²¹Jacquillat B., Solnik B, *Marché financier : Gestion de portefeuille et des risques*, 3e édition, Dunod, Paris, 1998, page 13.

¹²²Joseph Antoine, Marie-claire Capihuart, « titres et bourse », 2^{ème} édition, Bruxelles, 1998, page 30.

d'une augmentation des capital .l'apport peut s'effectuer en numéraire ou en nature ou à la suite d'une conversion d'une créance sur la société en actions ¹²³

Aussi elle peut être définie comme étant un titre de capital, elle représente l'unité de mesure du capital d'une société par actions, elle confère aux investisseurs (actionnaires) des droits sur les actifs de la société¹²⁴.

L'ors d'une création d'entreprise, les associés apportent des fonds pour la constitution des la société qu'on appel le capital social, en échange ils reçoivent des actions

Lorsque cette dernière ouvre son capital à des apporteurs de fonds propres extérieurs, elle émet des actions par ***appel public à l'épargne***. Les actions sont alors négociables en bourse et chaque actionnaire a des droits identiques aux autres :

- ✓ Droit au dividende
- ✓ Droit au vote
- ✓ Droit à l'information
- ✓ Droit de mener en responsabilité des actions contre les dirigeants sociaux
- ✓ Droit au boni de liquidation
- ✓ Droit de souscription ou d'attribution.

1.1.2. Les formes de l'action ¹²⁵:

Les actions peuvent être émises sous deux formes

A- la forme matérialisée :

L'action est représentée par un support papier qui peut revêtir à son tour l'une des formes suivantes :

A.1. La forme nominative :

Le détenteur de l'action est identifié par l'inscription de son nom sur les registres de la société émettrice, la société connaît ainsi ses actionnaires. Le transfert du titre se fait en changeant le

¹²³ Erwan .LE SAOUT, introduction aux marchés financiers, 2^{ème} édition, Ed Economica, 2008, page 51

¹²⁴ Les valeurs mobilières, guide émis par la bourse d'Alger, page 3 .

¹²⁵ Zahia Zarfa, Le marché des capitaux, marché des valeurs du trésor et marché financier, SIBF, page 11 .

nom de l'actionnaire sur le registre. Certaines actions sont obligatoirement nominatives : Les actions non libérées, les actions d'apport...

A.2. La forme au porteur :

Le nom du détenteur de l'action n'est pas indiqué, l'action peut se transmettre de main à main avec tous les droits y afférents

B- La forme dématérialisée :

Dans ce cas, l'action est représentée par un enregistrement sur le compte et non pas sur un support physique (support papier)¹²⁶, le détenteur évite le risque de vol et de perte et facilite la gestion du titre.

1.1.3. Les différents types d'actions :

Toutes les sociétés peuvent émettre des actions ordinaires qui donnent à leurs porteurs un droit à une part des capitaux propres de la société, cette part est proportionnelle au nombre total d'actions ordinaires en circulation. Certaines d'entre elles émettent aussi, des actions privilégiées qui attirent surtout les actionnaires qui désirent un revenu de dividende régulier, ainsi qu'un droit prioritaire par rapport aux actionnaires ordinaires en cas de dissolution de la société.

1.1.3.1. Les actions ordinaires¹²⁷ :

L'action ordinaire est un titre de capital, conférant à son détenteur une part de copropriété d'une société, elle lui donne un droit de vote simple, un droit à l'information et un droit d'actifs.

Chaque action ordinaire représente une fraction du capital de la société ¹²⁸. Elle peut procurer deux types de revenus :

- ◆ Le dividende qui représente la proportion du bénéfice net distribuée sur chaque action.
- ◆ La plus-value sur cession d'action : c'est le gain du capital enregistré lorsque le cours de vente est supérieur au coût d'acquisition de l'action.

¹²⁶ Article 715 bis 37 décret législatif n°93-08 du 25 avril 1993, Mabrouk HOCINE, Code des banques, recueil de texte, réglementaires et d'applications sur les banques et la bourse, textes annotés et commentés, Berti éditions , Alger 2016 , page 488

¹²⁷ Ce type d'actions est prédominant dans les sociétés par actions Algériennes.

¹²⁸ Gitman L., Joehnk M., *Investissement et marchés financiers*, 9^{ème} édition, Pearson Éducation, Paris, 2005. page 13.

Les actionnaires ordinaires sont les véritables propriétaires de l'entreprise, ce sont eux qui apportent les capitaux nécessaires à son démarrage, ils ont droit à tous les bénéfices une fois les intérêts et les dividendes privilégiés payés, de plus, ce sont eux qui élisent les administrateurs de l'entreprise. En cas de faillite, les actionnaires ordinaires peuvent perdre toute leur mise de fonds, c'est pour cette raison que les actions ordinaires sont désignées comme du capital de risque.

1.1.3.1.1. Les différentes valeurs d'une action ordinaire :

- **La valeur nominale :**

La valeur nominale ou valeur faciale de l'action est utilisée pour évaluer l'étendue de la responsabilité légale d'un actionnaire. Elle sert en outre à déterminer le montant du capital social de la société (**capital social=nombre d'action x valeurs nominale d'une action**)¹²⁹.

- **La valeur comptable :**

La valeur comptable d'une action ordinaire s'obtient en divisant l'avoir des actionnaires ordinaires (c.-à-d. le total de l'avoir des actionnaires moins l'avoir des actionnaires privilégiés) par le nombre d'action ordinaires en circulation¹³⁰.

- **La valeur de liquidation :**

La valeur de liquidation représente le montant qui serait reçu si l'entreprise vendait individuellement chacun de ses actifs, payait ses dettes et distribuait l'excédent à ses actionnaires.

- **La valeur marchande :**

La valeur marchande d'une action, représente le prix auquel cette action se transige sur le marché secondaire. Ce prix est établi en fonction de la loi de l'offre et de la demande. Elle constitue l'une des valeurs des actions les plus faciles à déterminer lorsque la société est cotée.

¹²⁹Gitman L., Joehnk M, op-cit, p242.

¹³⁰Denis Morissette, « valeurs mobilières et gestion de portefeuille », 3^{ème} édition, les éditions SMG. Canada, 1993, page 162.

- **Valeur intrinsèque :**

Elle constitue la valeur la plus importante pour un actionnaire, elle représente *la valeur que les investisseurs attribuent à une action spécifique*, elle peut être estimée en actualisant, au taux de rendement requis par les investisseurs les dividendes que l'entreprise versera dans l'avenir.

1.1.3.1.2. Les droits liés à l'action ordinaire :

L'action ordinaire est un titre qui confère à son détenteur plusieurs droits, à savoir:

- **Le droit de vote :**

Il représente une caractéristique importante de l'action ordinaire. Grâce au droit de vote, les actionnaires se prévalent de leur droit de propriété et dirigent les destinées de la société. Ils contribuent aussi à l'élection des administrateurs, qui dirigent et contrôlent les activités commerciales de la société par l'entremise des dirigeants.

- **Le droit à l'information:**

L'actionnaire dispose le droit d'être régulièrement informé des affaires de la société par l'intermédiaire des rapports annuels et trimestriels, il peut même consulter certains documents de la société, tels que les statuts et le registre des actionnaires.

- **Le droit de recevoir des dividendes :**

L'actionnaire reçoit généralement chaque année des dividendes, si l'assemblée générale ordinaire des actionnaires juge que le résultat net permet la distribution des dividendes, ces derniers sont versés en espèces, parfois en actions.

- **Le droit de se défaire de ses actions¹³¹ :**

L'actionnaire désirant disposer de ses actions n'a pas à obtenir au préalable la permission de la compagnie. Si l'entreprise est publique, il les vend par l'intermédiaire d'un courtier en valeurs mobilières, sur le marché boursier, toutefois, dans le cas d'une compagnie privée, il devra se trouver un acheteur, ce qui peut prendre un certain temps.

¹³¹Denis morissette,, valeurs mobilières et gestion de portefeuille, page 163.

Tableau 10: les Avantages et les inconvénients des actions ordinaires

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> - Le rendement espéré des actionnaires ordinaires est plus élevé que celui des actionnaires privilégiés et des obligataires. -Contrairement aux actions privilégiées et aux obligations, les actions ordinaires confèrent à leurs détenteurs le droit de vote aux assemblées. -Les revenus provenant de la détention d'actions ordinaires sont habituellement moins taxés que les revenus d'intérêt. -Les actions ordinaires des grandes entreprises cotées en bourse peuvent habituellement être revendues rapidement à un cours voisin de leur valeur marchande. 	<ul style="list-style-type: none"> -Les actionnaires ordinaires comportent un degré de risque plus substantiel que les actions privilégiées et les obligations. En effet, la compagnie doit payer les intérêts des dividendes privilégiés avant de pouvoir distribuer des dividendes aux actionnaires ordinaires. De plus, advenant la faillite de l'entreprise, les actionnaires ordinaires seront les derniers à être remboursés. -Contrairement au versement des intérêts, le paiement des dividendes ordinaires ne constitue pas une obligation légale pour l'entreprise. -le prix des actions ordinaires fluctue beaucoup plus que celui des actions privilégiées et des obligations, ce qui peut incommoder certains investisseurs ayant un horizon de placement à court terme.

1.1.3.2. Les actions privilégiées :

Ce sont des actions dépourvues du droit de vote, mais qui confèrent à leur propriétaire un droit de rémunération prioritaire.

L'action privilégiée est un titre de propriété se situant à mi-chemin entre l'obligation et l'action ordinaire. le terme « privilégiée » fait référence au fait que l'actionnaire privilégié a la priorité sur l'actionnaire ordinaire en ce qui a trait aux versements de dividende et en cas de liquidation de la compagnie . Dans la plupart des cas, le détenteur de ce genre de titre n'a pas, contrairement à l'actionnaire ordinaire, droit au vote. De plus, il reçoit un dividende fixe dont le montant n'est pas lié aux bénéfices de l'entreprise .

1.1.3.2.1. L'émission des actions privilégiées par les sociétés:

Généralement, l'émission des actions privilégiées coûte plus cher à une société que celle des titres d'emprunt. En effet, le paiement des dividendes n'est pas une charge déductible de l'impôt. Cependant, il peut y avoir plusieurs avantages qui peuvent justifier les émissions des actions

privilégiées. Du point de vue d'une société, les actions privilégiées ne l'engagent pas autant que titres d'emprunt, car elles n'ont pas de date d'échéance qui pourrait surgir à un moment inopportun, si la société omet de verser un dividende, les actionnaires privilégiés ne saisissent aucun bien¹³².

1.1.3.2.2. Les droits liés aux actions privilégiées:

Divers droits marquent les émissions d'actions privilégiées, et qui ont pour but de les rendre plus attractives aux yeux des investisseurs, tout en laissant une marge de manœuvre raisonnable à l'entreprise. Parmi ces droits :

▲ Privilège sur l'actif :

En cas de liquidation ou de dissolution de la compagnie, les actionnaires privilégiés reçoivent ce qui reste des éléments d'actif, une fois que les créanciers ont été remboursés¹³³. En effet, les actionnaires privilégiés disposent d'un droit avantagé par rapport aux actionnaires ordinaires sur les actifs de la société.

▲ Droit de vote :

Les actionnaires privilégiés ne disposent pas de droit de vote. Néanmoins, dans certains cas spéciaux, les actionnaires privilégiés peuvent participer aux élections d'un certain nombre d'administrateurs.

▲ Participation aux bénéfices :

Les actions privilégiées permettent à l'investisseur de recevoir un dividende fixe, et selon des modalités préétablies de participer aux bénéfices de l'entreprise. Sur le marché secondaire, le prix de ce genre de titre évolue en fonction des bénéfices de l'entreprise.

▲ Dividende cumulatif :

La plupart des actions préférences sont assorties d'un dividende dit « cumulatif ». Ce qui signifie que les dividendes n'ont pu être versés pour un exercice, doivent être régularisé lors de l'affectation du bénéfice de l'exercice suivant, avant le paiement des dividendes des actions ordinaires¹³⁴.

¹³²Séminaire formation mondiale CSI Inc. « 2004 », « introduction au commerce des valeurs mobilières », P 141.

¹³³Denis Morissette, « valeurs mobilières et gestion de portefeuille », page 144.

¹³⁴Gitman L., Johns M., *Investissement et marchés financiers*, 9^{ème} édition, Pearson Éducation, Paris, 2005.page 538.

▲ **Privilège de conversion :**

Une action convertible est assortie d'un droit de conversion qui permet au porteur de la convertir en un nombre déterminé d'actions ordinaires émises par la même société.

Pour rendre plus intéressante une émission d'action privilégiée, les détenteurs de ces actions ont la possibilité de les convertir en actions ordinaires de la société selon des modalités préétablies.

1.1.3.2.3. Les risques associés à la détention des actions privilégiées :

Trois types de risque peuvent être confrontés à l'acheteur d'actions privilégiées:

◆ **Risque lié aux fluctuations des taux d'intérêt :**

Le cours des actions privilégiées sur le marché secondaire varie en sens inverse avec le niveau des taux d'intérêt comme c'est le cas des obligations, un mouvement à la hausse des taux d'intérêt engendrera donc une perte en capital pour le détenteur d'actions privilégiées, alors qu'une baisse des taux d'intérêt lui permettra de réaliser un gain en capital.

◆ **Risque lié au paiement du dividende :**

Le second risque auquel l'actionnaire privilégié peut faire face, est de se voir privé de ses revenus de dividendes ou même de son capital si l'entreprise est incapable de racheter ses actions aux conditions prévues. Afin de pallier ce type de risque l'investisseur doit tenir compte de plusieurs facteurs, à savoir: la régularité des paiements de dividendes privilégiés dans les années passées, et les prévisions des bénéfices.

◆ **Le risque de rachat :**

Le dernier type de risque que peut rencontrer l'actionnaire privilégié représente la possibilité d'être contraint de céder ses titres, à un prix inférieur à leur valeur boursière actuelle.

Tableau 11: les avantages et les inconvénients des actions privilégiées¹³⁵

Avantages	Inconvénients
-Les actions privilégiées permettent à l'investisseur de recevoir un revenu périodique stable sous forme de dividende	-Le rendement espéré des actions privilégiées est limité est moins élevé que celui des actions ordinaires. -Contrairement au versement des intérêts,

¹³⁵Denis morissette, valeurs mobilières et gestion de portefeuille, op-cit. page 155.

<p>-Les actions privilégiées sont plus sécuritaires que les actions ordinaires. En effet, en cas de liquidation ou de dissolution de l'entreprise, les actionnaires privilégiés jouissent d'un rang prioritaire par rapport aux actionnaires ordinaires. De plus, les dividendes privilégiés doivent être payés avant ceux des actionnaires ordinaires.</p> <p>-Les revenus de dividendes sont habituellement taxés à un taux moins élevé que les revenus d'intérêt.</p>	<p>le paiement des dividendes privilégiés ne constitue pas pour l'entreprise une obligation légale.</p> <p>-La liquidité des actions privilégiées est plus restreintes que celle des actions ordinaires car, il y a généralement moins en circulation.</p> <p>-Les actionnaires privilégiés n'ont pas le droit de vote.</p>
--	---

1.1.3.3. Les autres types d'actions

Hormis l'action ordinaire, il existe d'autres types d'actions différentes selon les droits qu'elles confèrent, créées afin de satisfaire les besoins particuliers de chaque type d'investisseur, nous en citerons :

1.1.3.3.1. Les actions à dividende prioritaire :

Ce type d'action permet de procéder à une augmentation de capital sans entraîner pour autant une dilution du contrôle de la société, puisque elles sont dépourvues de droit de vote, en contre partie, leur détenteur bénéficie d'un dividende régulier fixé à l'avance en plus d'une priorité de versement de ce dividende qui doit lui être versé avant la constitution de réserves autres que les réserves légales.

Elles offrent en principe un dividende plus élevé que les autres en contre partie d'une absence partielle ou totale du droit de vote, leur nombre ne peut excéder un quart du nombre d'action constituant le capital social

1.1.3.3.2. Les actions à bons de souscription d'actions :

Les bons de souscriptions d'action sont des valeurs mobilières émises par les entreprises, elles existent depuis 1920 aux Etats-Unis, apparus en France en 1963, ils constituent aujourd'hui un instrument important de financement des entreprises. Les émissions se sont développées

rapidement jusqu'à la crise de 1987. Depuis le rythme d'apparition de nouveaux bons varient en fonction de la conjoncture boursière¹³⁶.

Les actions à bon de souscription sont des actifs financiers, ce sont des actions assorties d'un ou plusieurs bons, et qui permettent à leurs détenteurs de souscrire ultérieurement d'autres actions, à un prix convenu à l'avance, et qui est soit égal ou supérieur au prix de l'action à laquelle le bon est attaché.

Il est à noter que les bons de souscription font l'objet d'une cotation distincte en bourse. Son cours évolue séparément de celui de l'action à laquelle est rattaché.

Ces actions permettent donc, en une seule opération, une augmentation de capital qui peut être relayée par une autre postérieurement.

Il existe aussi une catégorie d'actions à bons de souscriptions d'actions rachetables dont les bons, en cas de non exercice, peuvent être rachetés par l'émetteur lui-même à un prix fixé à l'émission.

- **Spécificités des bons de souscription par rapport aux options d'achat d'actions**

Les bons de souscription d'actions sont émis par une société et vendus à des investisseurs, alors que les options sur actions sont créées par un investisseur qui les vend à un autre investisseur. A la différence des bons de souscription d'actions, les transactions sur les options ne concernent pas directement les sociétés.

L'option d'achat d'actions donne droit à son détenteur d'acquérir des actions de la société. Ces actions existent déjà, ce qui n'est pas le cas pour les bons de souscription, elles se distinguent aussi par une durée de vie plus longue.

1.1.3.3.3. Les actions reflet ou Tracking stocks¹³⁷ :

Est une catégorie d'actions émises par des entreprises exerçant plusieurs activités. Leur rémunération est indexée sur l'activité et la performance économique d'une filiale particulière de la société mère, elles sont le reflet de la performance d'un métier ou d'une ligne d'activité. Sur le plan juridique elles n'offrent pas de droit de vote sur les décisions de la filiale. Néanmoins, elles permettent en cas de cession de la filiale d'obtenir le quart de la plus-value réalisée par la société mère.

¹³⁶ Pierre CHOLLET, les bons de souscription d'actions, Ed economica, 1995, page 05.

¹³⁷ H. JUVIN, les marchés financiers, voyage au cœur de la finance mondiale, Ed D'organisation, Paris 2004, page 152

1.1.3.3.4. Les certificats d'investissement et certificats de droit de vote :

Le certificat d'investissement et le certificat de droit de vote sont le résultat d'un démembrement des droits conférés par une action « entière » à son détenteur. Ils sont émis en nombre égal à l'occasion d'une augmentation de capital ou d'un fractionnement des actions déjà existantes¹³⁸.

Les certificats d'investissement et les certificats de droit de vote sont créés par l'assemblée générale sur rapport du conseil d'administration ou celui du commissaire aux comptes dans une proportion qui ne peut excéder le quart du capital.

- **Les certificats d'investissement** viennent répondre à un besoin de rendement de l'épargne sans interférer dans la vie de la société.

Ce sont donc des valeurs mobilières qui s'apparentent aux actions pour tout ce qui est des droits pécuniaires (dividende, souscription préférentiel, boni de liquidation,...) mais ne sont pas assorties de droit de vote.

- **Les certificats de dépôts *Depository receipts*** : C'est un certificat *nominatif négociable* détenu par les banques locales qui présente la propriété d'une ou plusieurs actions d'une société étrangère souhaitant être cotée sur un marché réglementé, ils sont émis par des établissements financiers en contrepartie de titres étrangers déposés hors pays¹³⁹.

1.2. Les obligations

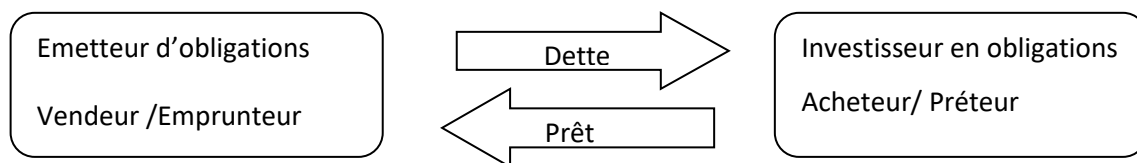
L'Obligation représente un droit de créance (reconnaissance de dette) à long term,. Elle confère à l'obligataire le droit de recevoir des intérêts, appelés coupons, et le droit au remboursement du capital ¹⁴⁰.

Figure 7: Les obligations

¹³⁸ Mansour MANSOURI, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, législation, jurisprudence, commentaires, édition distribution Houma, 2002, page 179

¹³⁹ Michel FLEURIET et Yves SIMON, Bourse & marchés financiers, economica, 2000, page 147

¹⁴⁰ Alain CHOINEL & Gérard ROUYER, le marché financier structures et acteurs, collection Banque ITB, 1996, Paris, page 54.



L'obligation est donc un titre de créance négociable¹⁴¹ qui matérialise l'engagement d'un emprunteur envers un prêteur qui, en contrepartie, met des fonds à sa disposition. Cet engagement prévoit un échéancier de flux financiers qui définit les modalités de remboursement des fonds et un mode de rémunération du prêteur.

L'objet de l'émission d'une obligation est de répondre à un besoin de financement pour l'émetteur qui peut être l'Etat, les collectivités locales, les entreprises publiques ou privées, les institutions financières...

L'obligation peut être nominative ou au porteur¹⁴², l porteur d'obligation (l'obligataire) est donc créancier de la société émettrice et non pas propriétaire du patrimoine social comme l'actionnaire.

1.2.1. Les droits liés à l'obligation :

L'obligation confère à l'obligataire les droits d'un créancier qui sont :

- ✓ Le droit de percevoir un revenu régulier à un taux défini à l'avance.
- ✓ Le droit au remboursement du capital à l'échéance.
- ✓ Le droit de céder ses titres quand il le désire à un autre épargnant.
- ✓ Le droit de faire partie de la masse des obligataires dans le but de défendre ses droits, car en sa qualité de créancier il ne peut intervenir dans la gestion de l'entreprise.

1.2.2. Les caractéristiques de l'obligation :

L'obligation est une dette détenue sur la société émettrice qui donne droit à un intérêt convenu d'avance et au remboursement des titres à l'échéance¹⁴³. Plusieurs éléments caractérisent l'obligation à savoir :

¹⁴¹ Mabrouk HOCINE, Code des banques, recueil de texte, réglementaires et d'applications sur les banques et la bourse, textes annotés et commentés, Berti éditions ,Alger 2016 , page 500 .

¹⁴² Luc BERNET-ROLLANDE, principes de technique bancaire, 24^{ème} édition, dunod, page116

a- La valeur nominale ou faciale:

La valeur faciale ou nominale représente la fraction de capital détenu au titre de l'obligation. La valeur nominale constitue la base de calcul du coupon ¹⁴⁴.

Autrement dit, elle représente le montant qui sera remboursé à l'investisseur à la date d'échéance de l'obligation. Elle est identique pour tous les titres relevant d'une même émission :

$$\text{Valeur nominale} = \frac{\text{Montant de l'émission}}{\text{Nombre de titre émis}}$$

b- Le prix et la prime d'émission :

C'est le prix de souscription d'une obligation sur le marché primaire il est généralement inférieur à la valeur nominale sachant que les intérêts sont calculés sur la base de la nominale.

Le montant de l'emprunt = le nombre d obligations émises x le prix d'émission

Ce prix peut être inférieur, égal ou supérieur à la valeur nominale :

- L'émission est dite « **au dessus du pair** » ou « **à prime** », lorsque le prix est supérieur au nominal.
- L'émission est dite « **au pair** », si ce prix est égal à la valeur nominale.
- L'émission est dite « **au dessous du pair** » ou « **à escompte** », si la valeur nominale est supérieure au prix d'émission.

La prime d'émission : c'est la différence entre le prix d'émission et la valeur nominale :

$$\text{Prime d'émission} = \text{Valeur nominale} - \text{Prix d'émission}$$

c- La valeur de remboursement :

La valeur de remboursement indique le montant qui est remboursé au détenteur d'une obligation, à l'échéance de l'emprunt ; il est toujours égal ou supérieur à la valeur nominale ¹⁴⁵

¹⁴³ La bourse et ses back-offices, economica, 2001 , 3^{ème} édition page 42.

¹⁴⁴ P .Alphonse. G. Desmuliers. P. Grandin.M.Levasseur. « Gestion de portefeuille et marchés financiers », Pearson édition, paris, 2010. page 39.

d- La prime de remboursement :

La prime de remboursement c'est « la somme d'argent payée aux obligataires lors du remboursement de leurs obligations, en sus du montant qui a été payé par eux lors de la souscription de leurs titres.

Donc, la différence entre la le prix de remboursement et le nominal est appelée prime de remboursement

e- **Le coupon :** C'est l'intérêt annuel ou semestriel déboursé par l'émetteur au profit du souscripteur .

1.2.3. Terminologie caractérisant la vie d'une obligation :

a. La durée de vie :

C'est le temps qui sépare la date à partir de laquelle les intérêts courent de celle à laquelle le dernier titre constitutif de cet emprunt sera remboursé¹⁴⁶.

b. La date de souscription :

Elle représente la date du paiement pour le souscripteur. Le règlement de la somme permet d'être propriétaire de l'obligation.

c. La date de jouissance:

C'est la date à partir de laquelle on calcule les intérêts (elle peut être antérieure à la date de souscription),¹⁴⁷ un coupon ou un emprunt.

d. La maturité :

La maturité correspond à la durée de l'opération jusqu'à la date d'échéance ¹⁴⁸.Autrement dit, elle représente l'horizon de temps entre un moment présent et la date du dernier remboursement de l'obligation.

1.2.4. Les différentes formes des obligations :

¹⁴⁵Joseph antoine, Marie-claire capiau-huart, « titres et bourse », 2^{ème} édition, Bruxelles, page 79.

¹⁴⁶ Juliette PILVERDIER et Joanne HAMET, le marché financier français, 4^{ème} édition economica, mars 2001, page 91

¹⁴⁷Dov orgien, « pratique des marchés financier », Dunod édition, paris, 2005, page 63.

¹⁴⁸P .Alphonse. G. Desmuliers. P. Grandin.M.Levasseur. « Gestion de portefeuille et marchés financiers », Pearson edd, paris, 2010. page 41.

Un titre obligataire peut être au porteur (anonyme) ou nominatif :

a. L'obligation au porteur :

Elle est émise sans indication de son porteur, autrement dit, les obligations au porteur sont comme l'argent liquide. A moins que l'on puisse prouver qu'il y a eu vol, le détenteur est présumé en être le propriétaire légal. Il est évident, dans ces conditions, qu'il faut soit placer ces obligations dans un coffre de sûreté dans une banque ou une société de fiducie, soit les déposer en garde chez un courtier en valeurs mobilières¹⁴⁹.

b. L'obligation nominative :

Elle est émise sous la forme d'un certificat immatriculé au nom du porteur et celui-ci qui reçoit l'intérêt par chèque à son ordre. Parfois, le porteur choisi d'utiliser le nom d'un tiers par exemple la banque, la société de fiducie ou la maison du courtage qui détient le titre en son nom. En cas de perte ou de vol, une personne autre que le porteur inscrit peut très difficilement encaisser les obligations¹⁵⁰.

1.2.5. Les modalités de remboursement (amortissement) des obligations :

Une obligation est une dette d'une entreprise vis-à-vis les obligataires. Comme toute dette, elle se doit d'être remboursée quelque soit le résultat annuel dégagé par l'émetteur, Il existe trois modalités de remboursement, à savoir :

a. Le remboursement « in fine » :

Dans le cas de ce remboursement, toutes les obligations sont remboursées en même temps à l'échéance¹⁵¹, C'est-à-dire rembourser l'intégralité d'emprunt à la fin de sa durée contractuelle.

Ce remboursement induit une lourde charge financière pour la société émettrice à l'échéance de l'emprunt obligataire.

b. Le remboursement par amortissement constants :

¹⁴⁹Séminaire formation mondiale CSI Inc « 2004 », « introduction au commerce des valeurs mobilières », page 117.

¹⁵⁰Séminaire formation, op-cit, page 117.

¹⁵¹P. Alphonse. G. Desmuliers. P. Grandin.M.Levasseur. « Gestion de portefeuille et marchés financiers », Pearson édition, Paris, 2010. page 42.

L'emprunt est remboursé par tranches égales, autrement dit à chaque échéance l'emprunteur rembourse le même montant du capital. Ainsi, les intérêts sont calculés sur le capital restant dû, et les annuités (capital et les intérêts) sont décroissantes.

c. Le remboursement par annuités constantes :

L'émetteur consacre chaque année le même montant destiné au paiement des intérêts et au remboursement du capital emprunté, c'est-à-dire que le remboursement constitué du (capital+intérêt) est constant durant toute la durée de vie de l'obligation.

Dans la pratique le remboursement in fine est le plus utilisé car c'est la seule modalité qui permet à l'emprunteur de jouir de la somme empruntée jusqu'à la date d'échéance, même s'il représente la modalité de remboursement la plus coûteuse en terme de frais d'intérêt.

Quant aux deux autres modalités, elles sont de plus en plus délaissées et ont tendance à disparaître du fait qu'elles n'arrangent en général ni l'emprunteur (qui doit faire face à une sortie d'argent régulière handicapant son projet) ni le créancier obligataire (qui recevra une rémunération moins importante) .

d. Autres forme de remboursement :

d.1. Le remboursement anticipé :

La société émettrice ne peut exiger le remboursement anticipé des obligations, sauf si une clause explicite est mentionnée dans le contrat d'émission dans lequel les modalités de remboursement anticipé sont prédéfinies¹⁵².

d.2. Le rachat en Bourse :

Cette procédure qui autorise la société émettrice d'amortir son emprunt en se portant acheteur de ses propres titres sur le marché. Il ne le fera que si les cours sont inférieurs au prix de remboursement normal. La modalité de rachat doit être prévue dans le contrat d'émission.

d.3. Remboursement par tirage au sort :

Dans ce cas le montant emprunté par l'entreprise est remboursable par tirage au sort. Chaque année l'entreprise fait un tirage au sort et rembourse une partie du capital emprunté donc une partie des obligations

¹⁵² Code de commerce , article 715 bis 103.

1.2.6. Le cout d'un emprunt obligataire¹⁵³ :

L'entreprise qui s'adresse au marché obligataire peut lever d'importants montants à des conditions plus avantageuses, à un coût inférieur à celui supporté dans le cas d'un financement conventionnel, bancaire par exemple, le coût est fonction de plusieurs paramètres : le taux d'intérêt, les frais d'émission et le taux d'imposition pratiqué.

Néanmoins, les émetteurs ne sont pas tous égaux en matière de taux offerts, plus l'émetteur présente des risques ou bien plus le montant de l'émission est élevé, plus cher il devra payer en termes de taux

Le marché obligataire apparait alors comme le meilleur marché pour l'entreprise afin qu'elle puisse lever des fonds

1.2.7. Les rendements financiers des obligations :

Les obligations présentent un certains nombre de rendements financiers :

a. Le taux d'intérêt nominal ou facial :

Le taux d'intérêt nominal est le taux convenu entre le prêteur et l'emprunteur, appliqué à la valeur nominale de l'obligation qui permet d'obtenir le montant du coupon annuel ¹⁵⁴.

Ce taux est appelé ainsi « *le taux de rémunération* » qui sert au calcul du coupon à verser au porteur de l'obligation. Ce taux peut être fixe ou variable. En réalité, il ne correspond pas au taux réel que percevra le détenteur de l'obligation.

b. Le taux de rendement à l'échéance (yield at maturité) :

Appelé également le **taux actuariel** qui rend la valeur actuelle des coupons à recevoir et du prix de remboursement égale au prix d'émission de l'obligation ¹⁵⁵.

Il correspond au taux d'actualisation pour lequel le prix (**P**) d'une obligation correspond à la valeur actualisée (**VA**) des flux monétaires (**intérêt et remboursement de capital**) à recevoir par le détenteur :

¹⁵³ Laib abdelhafid , le rôle des marchés financiers dans le financement des entreprises, ESB, page 88.

¹⁵⁴ Joseph antoine, Marie-claire capiau-huart, « titres et bourse », op-cit,p 80.

$$VA = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} = P$$

Où :

n : Durée de vie de l'obligation

F: Flux à l'année t

i : Le taux actuariel.

c. Le taux de rendement réalisé (TRR) :

Le (TRR) représente un indicateur de performance, il permet, en fonction des hypothèses de durée de détention prévue de l'obligation, de prix de revente de l'obligation à l'horizon d'investissement et de taux de réinvestissement des coupons encaissés pendant la détention de l'obligation, de déterminer la rentabilité que peut dégager l'investisseur pendant la détention de l'obligation ¹⁵⁶, Il correspond au taux de rentabilité généré par un capital investi dans l'obligation considérée pendant une période fixée par l'investisseur. Il est calculé en appliquant la formule suivante :

Où :

$$TRR = \sqrt[n]{\frac{\text{Valeur finale}}{\text{la Mise initiale}}}$$

La valeur finale : Est la somme des coupons, de produit de leur réinvestissement et le prix de revente de l'obligation.

La mise initiale: représente le prix d'acquisition de l'obligation.

n : l'horizon de placement, exprimé généralement en années.

d. Le taux de rendement courant :

Ce rendement ne mesure que les revenus des coupons annuels d'une obligation ; il intéresse donc en premier lieu les investisseurs à la recherche d'un revenu régulier,

¹⁵⁶Gitman L., Joehnk M., « Investissement et marchés financiers », 9^{ème} édition, Pearson Éducation, Paris, 2005, page 503.

Donc, il donne à l'obligation le rendement généré par le paiement des coupons annuellement. Le rendement courant est donné par le rapport du coupon annuel au prix de l'obligation à un moment donné :

$$\text{Rendement courant} = \frac{\text{Coupon annuel}}{\text{prix actuel}}$$

1.2.8. Les modes d'émission des obligations :

Deux techniques sont utilisées pour le placement des titres obligataires dans le public, il s'agit de l'adjudication et de la syndication.

1.2.8.1. La technique de l'adjudication :

L'expansion de la dette publique a ainsi amené les pouvoirs publics à adopter une procédure plus étalée, plus souple et à priori moins coûteuse, La procédure d'adjudication est censée permettre à chaque établissement d'exprimer ses capacités réelles de placement, engendrer normalement une économie de coûts, et favoriser une certaine transparence du marché. Cette technique est souvent appliquée pour les emprunts corporatifs.

Néanmoins, elle est sollicitée lors des émissions d'obligations assimilables du trésor (les OAT)¹⁵⁷. Il existe deux types d'émissions par adjudication

a- Adjudication à la Française (au prix limite) :

L'émetteur retient les soumissions aux taux les moins élevés jusqu'au total qu'il se propose de mettre en adjudication. Le taux marginal retenu est le taux appliqué à l'ensemble des soumissions servies¹⁵⁸, c'est-à-dire que l'émetteur fixe le prix minimum à partir duquel les ordres seront exécutés. Ainsi, les soumissions retenues seront servies au même prix et pour le même montant.

b- Adjudication à la Hollandaise (au prix demandé)¹⁵⁹ :

Les ordres sont servis au prix offerts par les adjudicataires en servant d'abord les offres dont les prix sont plus élevés jusqu'à concurrence du montant souhaité par l'émetteur.

¹⁵⁷ Les OAT ont été introduites à la négociation en Algérie au niveau de la bourse d'Alger en date du 11 février 2008 .

¹⁵⁸ A.CHOINEL et G.ROUYER, « Le marché financier structure et acteur », revue banque, 3eme édition, 1988 , page74.

¹⁵⁹ C'est la technique d'adjudication la plus pratiquée en Algérie tant pour les valeurs du trésor que pour les obligations des sociétés.

Chaque établissement dont l'offre est retenue acquiert les obligations au prix de sa propre soumission .

c- La technique de la syndication :

C'est la méthode utilisée pour les émetteurs autre que l'Etat. Pour émettre l'emprunt obligataire, les sociétés font appel aux banques. Grâce à leurs réseaux des guichets, elles favorisent la diffusion des titres moyennant des commissions¹⁶⁰, cette technique consiste à définir un prix pour lequel les titres seront offerts au public, la société divulgue le prix pour lequel elle cède les titres et les investisseurs n'auront qu'à définir les quantités qu'ils souhaitent acquérir. Elle nécessite la mise en place d'un syndicat (pool bancaire) qui assure l'organisation, le placement et la garantie des opérations.

1.2.9. La typologie des obligations :

Les obligations peuvent être classées en fonction du taux ou en fonction de la nature des titres.

1.2.9.1. Classement des obligations en fonction du taux :

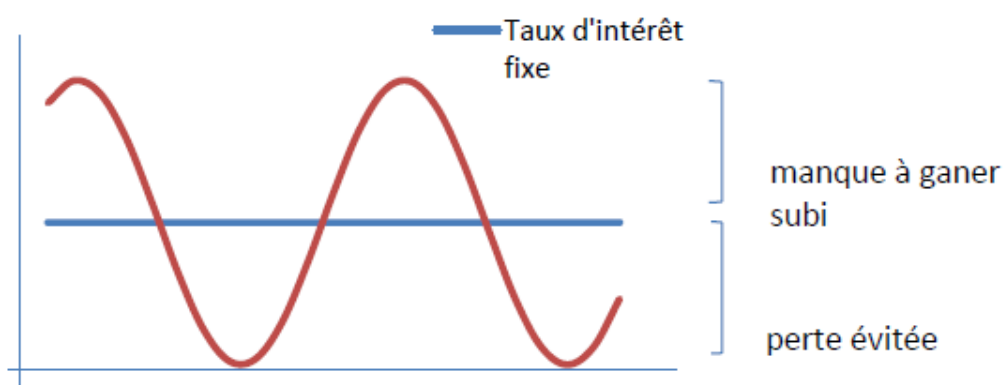
a- Les obligations à taux fixe :

C'est le type d'obligations qui est le plus utilisé , elles sont émises par des sociétés ou des gouvernements qui s'engagent à verser un revenu constant pendant toute la durée de l'emprunt, l'intérêt est fixé dès l'émission en pourcentage du nominal et payable annuellement à une date déterminée et ce, indépendamment des résultats de la société émettrice ¹⁶¹, il faut signaler que le cours de bourse de ces obligations est lié à l'évolution des taux, toute hausse des taux entraîne une baisse du cours de l'obligation, et à l'inverse toute baisse engendre une appréciation du titre.

¹⁶⁰Dov orgien, « pratique des marchés financiers », Dunod édition, paris, 2005, page 62.

¹⁶¹Joseph antoine, Marie-claire capiau-huart, « titres et bourse », 2ème édition, Bruxelles, page 87.

Figure 8: représentation des obligations à taux fixe



Graphique n°1 : représentation des obligations à taux fixe

b- Les obligations à taux variables ou révisable :

Dans le but de protéger les porteurs et les émetteurs des risques engendrés par les obligations à taux fixe pendant la vie de l'obligation. Les obligations à taux variable ou révisable ont été introduites sur le marché financier. Le taux varie en fonction du taux en vigueur sur le marché selon la loi de l'offre et de la demande, néanmoins, le nominal de ces obligations demeure constant pendant toute la durée de l'emprunt. Pratiquement, une partie du coupon est généralement fixe, l'autre varie selon le taux prévalant sur le marché. Le taux de coupon est généralement calculé ainsi :

$$\text{Le taux de coupon} = \text{la partie fixe} + \text{marge}$$

Relativement, la partie fixe « **la référence** » représente le taux sur le marché, ce dernier peut être le taux de rendement des emprunts de l'État ou le taux prévalant sur le marché monétaire, dès lors le coupon est ajusté selon des conditions de marché. Le cours d'une obligation à taux variable est moins volatil que celui d'une obligation à taux fixe, c'est pourquoi un investisseur qui anticipe une hausse des taux sur le marché optera pour les obligations à taux variable, par contre s'il prévoit une baisse des taux, il choisira les obligations à taux fixe. Il existe deux catégories d'obligations à taux variable :

- **Les obligations à taux flottant :** Elles présentent un coupon variable, revu périodiquement à la lumière des conditions du marché, pendant toute la durée de l'emprunt ¹⁶².

¹⁶²Dov orgien, « pratique des marchés financiers », Dunod édition, Paris , page 87.

- **Les obligations à taux révisable :** le coupon est prédéterminé, fixé au début de la période à partir de laquelle il commence à courir en référence à une valeur calculée à cette date.

Elles sont comparables aux obligations à taux variables, sauf que le taux et le coupon sont déterminés suffisamment et à des périodes connues d'avances, ce type d'obligations se situe entre les obligations à taux fixe et les obligations à taux variable ¹⁶³.

1.2.10. Classement des obligations en fonction de la nature des titres :

Il existe une variété d'émission obligataire classée en fonction de leurs natures :

♦ Les obligations convertibles :

Les obligations convertibles représentent un type à part de titre à revenu fixe. Ces titres obligataires sont convertibles ultérieurement en actions de la société émettrice. Bien qu'elles aient des propriétés qui les apparentent à la fois aux titres à revenu fixe et aux actions . Les obligations convertibles en actions OCA ¹⁶⁴ sont des obligations dont le contrat d'émission prévoit qu'elles pourront, à des périodes déterminées ou à tout moment, retransformées en action et sur la demande de leur porteur.

♦ Les obligations à coupon zéro ¹⁶⁵:

Comme leur nom l'indique, les obligations à coupon zéro ne versent aucun coupon entre leur émission et leur remboursement ; le seul revenu versé à l'investisseur, s'il détient l'obligation jusqu'à son échéance, est le prix de remboursement, en contrepartie, l'emprunt est émis en dessous de sa valeur nominale, ces obligations ne servent aucun coupon d'intérêt pendant leur existence mais leur intérêts sont capitalisés jusqu'à l'échéance⁴³ , si l'investisseur détient ces titres jusqu'à leur échéance cela lui permet de s'immuniser contre le risque de taux en éliminant en même temps le risque de perte en capital.

♦ Les obligations à bons de souscription :

Les obligations avec droit de souscription-couramment appelées obligations avec warrant(s) sont des obligations ordinaires assorties d'un droit permettant de souscrire un nombre donné de

¹⁶³ Le développement du marché des capitaux et structures des taux d'intérêt, fondements théoriques et aspects pratiques, Abdelkader BELTAS, édition El Borhane, 2002, page 64

¹⁶⁴ Article 515 bis 114 (décret législatif n°03-08 du 26 avril 1993) relatif aux obligations convertibles en actions, section autres valeurs mobilières du code de commerce algérien.

¹⁶⁵ En Algérie, il n'y a jamais eu d'émission d'obligation à zéro coupon.

titres actions(s) ou obligations(s), selon le cas à un prix déterminé, *le prix d'exercice*, pendant une période fixée à l'avance, *la période d'exercice*. Ce droit de souscription ou warrant porte en général sur les titres de la même société mais peut être aussi porté sur des actions à émettre par une autre société ¹⁶⁶.

Les obligations à bons de souscription sont des obligations ordinaires à taux fixe auxquelles sont attachés un ou plusieurs bons, qui donnent droit à celui qui les possède de souscrire à un titre qui peut être une action ou bien une obligation. À un ou plusieurs prix convenus à l'avance et à une période déterminée dans le contrat d'émission.

♦ Les obligations d'Etat

Pour équilibrer son budget et financer son déficit de trésorerie ou de dette à long terme, l'Etat est autorisé à émettre des titres de créances. Ils correspondent à deux degrés de maturité : le court terme avec les bons du trésor, le long terme pour les Obligations Assimilables du Trésor (OAT)¹⁶⁷ :

a- Les bons du Trésor :

Les bons du trésor Sont des titres à court terme échéant. Ils sont toujours émis à l'escompte et remboursés à leur valeur nominale au moment de l'échéance. La différence entre la valeur nominale et le prix d'émission (ou le prix sur le marché secondaire) constitue le rendement de l'investisseur.

b- Les Obligations Assimilables du Trésor (OAT) :

Les OAT constituent la forme privilégiée du financement à long terme de l'Etat. Ces titres assimilables, émis pour des durées de 7 à 30 ans dans le cadre d'un calendrier prévisionnel¹⁶⁸, autrement dit les OAT sont des titres destinés au financement des déficits budgétaires de l'Etat, et à la différence des autres titres privés, elles sont soumises à des émissions par adjudication, donc les SVT « spécialistes en valeur de trésor » soumissionnent en proposant des prix, et seront servis au prix qu'ils demandent en commençant par les prix les plus élevés (donc le taux le plus bas), jusqu'à atteindre le montant demandé par le Trésor.

¹⁶⁶Joseph Antoine, Marie-claire capiau-huart, « titres et bourse », tome 1, 2^{ème} édition, Bruxelles, page 88 .

¹⁶⁷ Jean-pierre Deschanel, la bourse en claire, 2^{ème} édition, ellipses, 2007, page 97 .

¹⁶⁸Dov orgien, « pratique des marchés financiers », Dunod édition, paris, 2005, page 60.

♦ Les obligations prorogeables :

« L'obligation prorogeable offre à son détenteur la possibilité de l'échanger contre une autre émission à plus long terme à un taux d'intérêt équivalent ou légèrement supérieur, ce genre d'obligation peut s'avérer intéressant dans une période où les taux d'intérêt sont à la baisse ¹⁶⁹.

1.2.11. Les risques associés aux obligations :

Les obligations sont exposées à plusieurs types de risques :

1.2.11.1. Le risque de taux d'intérêt :

Il représente une source capitale de risque des investisseurs en obligations, «puisque'il est la principale cause de la volatilité des prix du marché obligataire. Pour les obligations, le risque de taux est un risque de marché : l'évolution de taux d'intérêt affecte, en général, toutes les obligations de tous les secteurs, lorsque les taux d'intérêt du marché augmentent, le prix des obligations baisse, et inversement. Lorsque les taux d'intérêt deviennent plus volatils, le prix des obligations le devient également.

1.2.11.2. Le risque de liquidité :

Ce risque se résume en la difficulté de transformer l'actif obligataire en actif monétaire. Autrement dit, la difficulté de revendre une obligation sur le marché secondaire à un prix voisin de leur valeur marchande actuelle. La liquidité des titres est notamment fonction des conditions du marché, de la taille de l'émission et du type d'émission .

1.2.11.3. Le risque de dépréciation du pouvoir d'achat¹⁷⁰:

Pendant les périodes de légère inflation, les performances réalisées par les obligations sont plutôt bonnes car leur rendement a tendance à anticiper le taux d'inflation.

Le risque de dépréciation du pouvoir d'achat s'aggrave lorsque l'inflation explose.

1.2.11.4. Le risque de remboursement anticipé au gré de l'émetteur :

C'est le risque qu'une obligation soit « rappelée » (retirée du marché) bien avant l'échéance prévue. Les émetteurs ont en effet quelquefois la possibilité et l'opportunité d'exercer une clause de rachat ou de remboursement anticipé à un prix prédéterminé à l'émission de l'emprunt.

¹⁶⁹DENIS Morissette, « valeurs mobilières et gestion de portefeuille », 3ème édition, les éditions SMG, page 80.

¹⁷⁰ Corynne Jaffaux, Bourse et financement des entreprises , éditions Dalloz,1994, page 195

1.2.11.5. Le risque de signature ou risque de non-paiement:

Appelé également risque de crédit, ce risque se concrétise lorsque l'émetteur est dans l'incapacité de tenir ces engagements concernant le paiement des intérêts et le remboursement du capital. Il est nul pour les emprunts d'Etat ou garantis par l'Etat, les agences de notation donnent des indications précieuses pour apprécier la qualité de la signature ¹⁷¹. Pour la raison de ce risque, la plupart des obligations se vendent à un prix inférieur (ou à un écart de rendement) à celui des emprunts d'Etat à échéance égale. En effet, le taux de rendement des obligations Etatiques est considéré comme étant sans risque, du fait qu'il n'y a pratiquement aucun doute qu'un gouvernement manque à ses engagements.

1.2.11.6. Le risque politique ou juridique :

Les investisseurs exigent également un taux de rendement plus élevé lorsqu'ils placent leurs capitaux dans des pays où l'environnement politique et économique est plutôt instable et ce, pour se protéger contre d'éventuelles mesures législatives et fiscales qui pourraient avoir des conséquences néfastes sur la valeur des titres détenus. Ce risque apparait lorsque un gouvernement (ou toute autre autorité afférente) impose de nouvelles restrictions fiscales ou juridiques sur les titres déjà acquis.

1.2.12. Les mesures des risques liés aux placements obligataires :

1.2.12.1. Mesure de risque de défaillance :

a- La notation financière des obligations (le rating) :

Une émission peut faire l'objet d'une notation, appelée rating par une agence spécialisée. Les notations sont effectuées sur la base d'une analyse financière approfondie réalisée par des analystes financiers professionnels. Les notes attribuées aux obligations sont couramment utilisées et jouent un rôle important sur les marchés obligataires¹⁷².

La notation financière est le passage obligé de toute émission obligataire. Cette notation consiste en une appréciation, par une agence indépendante, du risque de défaillance de l'emprunteur, Etat, entreprise...

¹⁷¹P. Alphonse. G. Desmuliers. P. Grandin.M.Levasseur. « Gestion de portefeuille et marchés financiers », Pearson édition, Paris , 2010, page 43

¹⁷²Gitman L., Joehnk M., *Investissement et marchés financiers*, 9^{ème}édition, Pearson Éducation, Paris, 2005 page 460

La notation d'un émetteur fournit de l'information sur les probabilités de défaillance qui lui sont associés¹⁷³.

Les trois principales agences de rating sont Standard & Poor's, Moody's et Fitch, le tableau ci-dessous résume les notations attribuées par deux grandes agences de notation « Moody's » et « Standard & Poor's » où chaque agence possède son propre système de rating¹⁷⁴ :

Tableau 12: échelle de notation des obligations attribuées par deux agences de notation

Note Moody's	Note S&P	Signification
Aaa	AAA	Meilleure qualité possible. Risque de crédit faible, quasi nul.
Aa	AA	Grande qualité. Très faible risque de crédit.
A	A	Dans la moyenne supérieure. Faible risque de crédit mais un risque lié à certaines circonstances économiques.
Baa	BBB	Solvabilité moyenne, risque de crédit modéré. Qualité moyenne. Susceptible de présenter des caractéristiques spéculatives.
Ba	BB	A partir de cette note, risque spéculatif et risque élevé de non-remboursement
B	B	Caractéristiques spéculatif. Risque de crédit élevé.
Caa	CCC	Mauvaise qualité de signature. Risque de crédit très élevé.
Ca	CC	Caractère hautement spéculatif. En situation de défaut (ou très proches. Il existe un certain potentiel de récupération du principal et des intérêts.
C	D	Situation de faillite de l'emprunteur, Catégories la plus basse des obligations notées. généralement en situation de défaut. Le potentiel de récupération du principal et des intérêts est limité.

¹⁷³ C.Godlewski, M.Merli, gestion des risques et institutions financières, Pearson, 2007

¹⁷⁴ H. DE LA BRUSLERIE, gestion obligataire, tome 1, marchés, taux d'intérêt et actifs financiers, Ed Economica, Paris, septembre, page 386.

La note est accordée suite à un long processus visant en premier lieu à évaluer le risque stratégique de l'entreprise à travers son évolution concurrentielle au sein de son secteur d'activité (l'envergure de l'entreprise, sa qualité de gestion, part de marché...) puis en second lieu, opérer une analyse financière axée sur les points suivants :

- ▲ Evolution de la marge d'exploitation .
- ▲ Evolution et pérennité de la marge économique.
- ▲ Analyse de la structure financière par la :
 - Couverture de frais financiers par le résultat d'exploitation
 - Couverture de l'endettement net soit par la CAF ou bien par les cash-flows d'exploitation.

Les Etats n'échappent pas à la règle de notation, lorsqu'ils émettent des obligations, celles-ci font l'objet d'une évaluation du risque de l'émetteur par les agences de rating.

Depuis la crise financière, elles sont soumises à des critiques, parmi ces critiques, on relève leur situation de quasi-monopole mais également l'impacte qu'elles peuvent avoir sur les marchés et ce notamment pour les Etats, les Etats unis d'Amérique ont perdu leur **AAA** historique le 2 août 2011, provoquant onze séances boursières consécutives de baisse, la France a quant à elle été dégradée le 13 janvier 2012, en septembre 2012, Moody's abaissait d'un cran la note de la France à **Aa2**. Fin 2016 les notes de la France étaient toujours identiques.

Seul inconvénient, ces agences ne notent que les Etats et les grandes entreprises, pour le reste, il appartient à chaque banque d'évaluer ses clients avec ses propres modèles, le plus connus le Z-score de Altman qui se base sur une analyse statistique.

b- l'écart de taux (le spread de signature) :

La désignation spread signature symbolise l'écart de taux entre un actif sans risque et un actif risqué offert un investisseur sous la forme d'une prime de risque, cela correspond un risque spécifique que l'on prend en prêtant à tel ou tel émetteur sans tenir compte du risque de taux, un obligation émise par une entreprise par exemple, et un emprunt d'Etat ou encore un Etat par rapport à un autre.

Spread de taux = TRE obligation corporative - TRE obligation sans risques

1.2.13. Avantages et inconvénients des obligations:

Les avantages et les inconvénients des obligations sont résumés dans le tableau ci-dessous :

Tableau 13: les avantages et les inconvénients des obligations¹⁷⁵

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> - les obligations procurent à l'investisseur un revenu d'intérêt annuel stable qui dépasse celui qu'il pourrait obtenir en plaçant les fonds disponibles dans un compte bancaire. -Les obligations sont moins risquées que les actions privilégiées et ordinaires. En effet, les intérêts périodiques des obligataires sont payés avant les dividendes des actionnaires. De plus, en cas de faillite de l'entreprise, les obligations sont garanties par des actifs spécifiques de cette dernière. -Les obligations permettent à l'investisseur de sélectionner l'horizon de placement qui lui convient le mieux. La date d'échéance des titres lui permet de connaître le moment où son capital lui sera remboursé. 	<ul style="list-style-type: none"> -Le rendement espéré des obligations est moins élevé que celui des actions. -Les revenus provenant des obligations sont assujettis à un taux d'imposition plus élevé que ceux générés par la détention d'actions. -Même si elles sont moins risquées que les actions, les cours des obligations en circulation peuvent subir des fluctuations substantielles si le niveau général des taux d'intérêt varie. -Par opposition aux actionnaires ordinaires, les obligations n'ont pas droit de vote.

1.2.14.Comparaison entre les actions et les obligations :

Tableau 14: tableau comparatif actions/obligations¹⁷⁶

Libellé	ACTION	OBLIGATION
Définition	<ul style="list-style-type: none"> - L'action est une fraction du capital d'une société par actions ou anonyme. -L'ensemble des actions constitue le capital social. 	L'obligation est une part d'emprunt émis par une société, une collectivité publique, ou l'Etat.
Nature	Titre de propriété.	Titre de créance.
Durée	Illimitée	Limitée.

¹⁷⁵Denis morissette, valeurs mobilières et gestion de portefeuille, op-cit. p 86

¹⁷⁶Zahia ZERFA, le marché des capitaux, marché des valeurs du trésor et marché financier, Document SIBF, page 21

Remboursement	Non remboursable	Remboursable .
Prix d'émission	Ça dépend de la valeur de l'entreprise.	Fraction de l'emprunt.
Rôle du détenteur du titre dans la gestion de l'organisme émetteur	L'actionnaire peut participer à la gestion, il dispose d'un droit de vote dans les assemblées générales.	Aucun rôle dans la gestion.
Le risque encouru par le propriétaire du titre.	Risques importants : <ul style="list-style-type: none"> - Risque de mauvaise gestion de la société émettrice. - En cas de liquidation les actionnaires risquent de perdre leur mise. 	Risques faibles : <ul style="list-style-type: none"> - Avec la garantie de l'Etat le risque de non remboursement disparaît. - En cas de liquidation de la société, les obligataires sont prioritaires par rapport aux actionnaires.
Rémunération	Dividendes liés aux résultats.	Intérêts obligatoirement versés par l'émetteur.
Garanties	L'action n'est pas assortie	L'obligation peut être assortie
Facteurs influant le cours du titre.	De nombreux facteurs : <ul style="list-style-type: none"> - Environnement économique et politique. - Tendance de la bourse. - Evolution de la société et anticipation des investisseurs. 	Des taux d'intérêts : <ul style="list-style-type: none"> - Si les taux montent le cours du titre baissera. - Inversement si les taux baissent, le cours du titre augmentera.

1.3. Les autres valeurs mobilières

Au fil des années, sont apparues d'autres familles de valeurs mobilières, en l'occurrence : les OPCVM, les titres hybrides, et les produits dérivés. ces valeurs mobilières ayant pour objet d'améliorer chacune des fonctions de marché financier.

1.3.1. Les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) ¹⁷⁷:

Un OPCVM a pour objet de constituer et gérer un portefeuille de valeurs mobilières et autres produits financiers pour le compte de tiers. Il est habilité à collecter de l'épargne aussi modeste soit elle en vue d'être investi sur le marché financier selon une politique de placement bien définie¹⁷⁸.

Les épargnants visés sont ceux qui ne souhaitent pas investir directement leur épargne sur le marché financier, en ayant à choisir tel ou tel titre, ils confient leur épargne à un gestionnaire professionnel qui procède à des placements sur le marché.

L'épargne collectée par le OPCVM peut être investi dans différents types de valeurs mobilières et autres produits financiers (actions, obligations, titres de créances négociables...), d'où la classification des OPCVM :

- ✚ Les OPCVM à base d'actions : 60 % du portefeuille est constitué d'actions.
- ✚ Les OPCVM à base d'obligation : 60 % du portefeuille est constitué d'obligations et autres titres assimilables.
- ✚ Les OPCVM monétaires : 60 % du portefeuille est constitué d'instruments du marché monétaire
- ✚ Les OPCVM diversifiés : aucune proportion de titres détenus dans le portefeuille n'est fixée, ils reposent sur le principe de gestion dynamique du portefeuille en fonction des opportunités qu'offre le marché.

On distingue deux grandes familles d'OPCVM, les SICAV (**sociétés d'investissement à capital variable**) et les FCP (*fonds communs de placement*). Il n'y a pas de différence dans leur mode de fonctionnement, seule leur nature juridique est différente¹⁷⁹,

- **Les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable)** : Est une société par action anonyme procédant pour le compte des propriétaires de parts à l'acquisition et à la gestion d'un portefeuille de titres financiers¹⁸⁰.

¹⁷⁷ La mise en place des OPCVM en Algérie a été concrétisée par la promulgation de l'ordonnance 96.08 du 10 janvier 1996 sous forme de SICAV et FCP

¹⁷⁸ Le guide des valeurs mobilières de la COSOB.

¹⁷⁹ Paul-Jacques Lehmann, Bourse et marché financiers, dunod 2002, page 71

¹⁸⁰ Frédéric Teulon, « Les marchés de capitaux », édition seuil, paris, 1997, page 7-8.

Tout investisseur qui achète des actions devient actionnaire et peut s'exprimer sur la gestion de la société lors des assemblées générales.

- **Les FCP (fonds communs de placement)** est un portefeuille de valeurs mobilières en copropriété, dépourvue de la personnalité morale contrairement à la SICAV . Il est constitué à l'initiative conjointe d'une société commerciale chargée de sa gestion et d'une personne morale dépositaire des actifs du fonds (une banque, par exemple).

Il émet des parts, le porteur de parts ne dispose d'aucun des droits conférés à un actionnaire .la gestion du FCP est assurée par une société de gestion qui agit au nom des porteurs et dans leur intérêt exclusif.

Les avantages d'un placement en OPCVM

- La possibilité d'acheter et de vendre à tout moment
- L'accès au travers du portefeuille investi à une large variété de titres¹⁸¹
- Des règles d'investissement précises qui assurent la division du risque à travers le principe de la diversification .
- Une orientation de placement énoncée dans le document d'information du produit (prospectus).
- Une gestion des titres confiée à des professionnels qui disposent d'une bonne connaissance du marché, d'une expertise en matière financière et des moyens propres à faciliter l'analyse et la décision de placement
- L'OPCVM, rachète et vend ses parts à la valeur liquidative.
- Une grande liquidité puisque les OPCVM sont cessibles à tout moment¹⁸².
- Un cadre légal et réglementaire sécurisant pour les souscripteurs et ce, grâce au mécanisme de contrôle mis en place.
- L'investisseur est déchargé du souci d'avoir à gérer lui-même son portefeuille, lequel requiert compétence et temps.¹⁸³

¹⁸¹ Guide d'information sur les OPCVM, COSOB, page 02 .

¹⁸² Philippe spieser, la bourse, 2^{ème} édition Vuivert, 2004, page 81

1.3.2. Les titres hybrides :

Certains produits financiers, tels que les certificats d'investissement, les titres participatifs et les titres subordonnés à durée indéterminée, sont souvent dénommés « titres démembrés » par les juristes. Ces titres ont une nature hybride parce qu'ils ne possèdent que certaines caractéristiques des actions et ou obligations classiques .

Les certificats d'investissement et les titres participatifs avaient été créés pour permettre aux groupes nationalisés en 1982 de renforcer leurs fonds propres en intervenant directement sur les marchés de capitaux sans remettre en cause la tutelle de l'Etat¹⁸⁴

1.3.2.1. Les certificats d'investissement :

Ce sont des valeurs mobilières qui s'apparentent aux actions sans droit de vote. Il résulte du démembrement d'une action ordinaire en deux parties distinctes : le certificat d'investissement et le droit de vote. Le porteur d'un certificat d'investissement ne peut donc participer aux assemblées générales et voter, mais il bénéficie des droits pécuniaires liées aux actions (droit aux dividendes, à l'information, à la souscription en cas d'augmentation du capital, et au bon de liquidation). Les certificats d'investissement sont négociables en bourse et font l'objet d'une cotation séparée de celle des actions

1.3.2.2. Les titres participatifs :

Les titres participatifs constituent des titres intermédiaires entre les actions et les obligations, ce sont donc des titres hybrides. D'un côté, ils tiennent de l'obligation parce qu'ils distribuent un coupon, de l'autre ils se rapprochent de l'action car ils ne sont en principe remboursables qu'en cas de liquidation. Les titres participatifs ne sont pas porteurs de droit de vote. Les titres participatifs sont des valeurs mobilières négociables en bourse.

1.4. Les produits dérivés :

Un produit dérivé est un actif financier dont la valeur dépend du prix d'un autre actif qu'on appelle un *sous-jacent*.

¹⁸³ Jean-pierre Deschanel, la bourse en claire, 2ème édition, ellipses, 2007, page 100.

¹⁸⁴ Juliette PILVERDIER et Joanne HAMET, le marché financier français, 4^{ème} édition economica, mars 2001, page 122

Les actifs dérivés ou conditionnels tirent leur valeur de celle de l'actif sous-jacent qui peut être une valeur mobilière. Ils présentent généralement des niveaux de risque élevés car leur rendement est incertain, et leurs valeurs étant plus volatiles que celles de leur actif sous-jacent.

Les options et les contrats à terme constituent les principaux instruments dérivés :

1.4.1. Les options :

L'acheteur de l'option a le droit, mais jamais l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif sous-jacent (par exemple une action), à une date ou pendant une période de temps stipulée, à un prix (le prix d'exercice) convenu dès la conclusion du contrat¹⁸⁵.

♦ Les caractéristiques d'une option :

✚ **Sa nature** : une option peut prendre deux formes, il s'agit d'une option :

- **Call** : *Option d'achat*, donne au détenteur le droit d'acheter le produit sous-jacent à certaines conditions. Ou bien d'une option .
- **Put** : *Option de vente*, donne à son détenteur le droit de vendre le produit sous-jacent à des conditions également définies.

✚ **Strike** : C'est *le prix d'exercice* auquel l'option pourra être exercée, c'est-à-dire le prix auquel le détenteur de l'option pourra soit acheter, soit vendre l'actif sous-jacent. De ce fait on distingue :

- ✓ Une option « **in the money** » ou « dans la monnaie » : Si son détenteur a ou (aurait) l'intérêt à l'exercer immédiatement .
- ✓ Une option « **out of the money** » ou « en dehors de la monnaie » : Si son détenteur n'a pas ou n'aurait pas l'intérêt à l'exercer immédiatement .
- ✓ Une option « **at the money** » ou « à la monnaie » : Si son détenteur est indifférent à l'exercer ou pas, le prix d'exercice égal le prix du marché.

✚ **Premium** (la prime) : C'est le prix de l'option, c'est-à-dire la somme que doit payer l'acheteur au vendeur en contrepartie de l'acquisition de l'option, elle constitue le gain

¹⁸⁵Patrick Navatte, instruments et marchés financiers, édition management, 1992, page 87

maximale du vendeur si l'acheteur n'exerce pas l'option.

✚ **L'échéance** : La date de validité, où d'expiration de l'option, on distingue deux types :

- **L'option Européenne** : L'option ne peut être exercée qu'à l'échéance déterminée.

- **L'option Américaine** : l'option peut être exercée à tout moment pendant la durée du contrat.

1.4.2. Les contrats à terme:

Un contrat à terme est un contrat par lequel on peut acheter ou vendre une quantité donnée d'une marchandise quelconque à un prix fixé aujourd'hui¹⁸⁶. D'après cette définition, Un contrat à terme est un engagement ferme d'achat ou à vente d'un actif à un certain prix, à une date future convenue,¹⁸⁷ une certaine quantité d'une marchandise (matières premières ou titres financiers). A la différence des options, les contrats à terme constituent des engagements irrévocables car le vendeur d'un contrat prend un engagement ferme : livrer le sous-jacent à l'échéance du contrat. Inversement, l'acheteur s'engage à prendre livraison du sous-jacent à cette échéance.

1.4.3. Les SWAPS de taux d'intérêt :

C'est un contrat passé entre deux parties qui porte sur l'échange de flux de liquidités selon une formule sur la quelle, elles se sont entendues

Souvent cette formule est constituée d'un taux d'intérêt fixe pour l'un des volets et un taux d'intérêt variable pour l'autre volet¹⁸⁸

2. Les principaux risques inhérents au choix d'une valeur mobilière:

L'espérance d'un gain dans n'importe quel investissement est relatif à l'incertitude du résultat, le but ciblé d'un gestionnaire de portefeuille est toujours de maximiser le rendement et de minimiser les risques.

¹⁸⁶Dov ogien, « pratique des marchés financiers », édition Dunod, paris 2005, page 245.

¹⁸⁸Zahi ZERFA, le marché des capitaux, marché des valeurs du trésor et marché financier, Document SIBF, page 22

En théorie, la diversification dans le choix des valeurs mobilières permet l'annulation d'une part importante des risques. JP MORGAN définit le risque comme étant l'exposition à l'incertain, l'incertitude des marchés financiers proviennent notamment:

2.1. Le risque de change :

Il concerne les créances et les dettes libellées en devises, et réside dans le risque de variation des prix des devises par rapport à la monnaie nationale .

L'analyse du risque de change nécessite de déterminer le montant des positions détenues pour chaque devises, puis de mesurer la position de change globale par sommation, en appliquant les pondérations forfaitaires exprimant les corrélations entre devises¹⁸⁹

Ce risque est lié à tout investissement en devises étrangères. Autrement dit, la vente d'une somme d'argent dans une devise précise à terme, forme a priori une position de risque de change dans un portefeuille, sauf si cette vente est réalisée pour équilibrer une position globalement haussière du même montant dans cette devise.

2.2. Le risque d'inflation :

Le pouvoir d'achat des ménages change selon les circonstances. En effet, la réduction de ce pouvoir engendre une réduction constante du rendement réel des placements.

L'écart entre la réduction de pouvoir d'achat due à l'inflation et l'augmentation du patrimoine d'un investisseur correspond à l'enrichissement réel de cet investisseur.

2.3. Le risque des marchés :

L'aptitude des marchés dépend essentiellement des données économiques. Néanmoins, tout marché est influencé par les prévisions et le comportement psychologique des investisseurs.

Un investissement particulier est encore plus influencé par ces éléments difficilement pondérables. Au moment où un intervenant veut opérer sur un marché, la liquidité de ce marché peut être insuffisante. Après que la transaction a été effectuée, la contrepartie peut faire défaut¹⁹⁰.

2.4. Le risque de l'entreprise :

¹⁸⁹ Arthur charpentier, mesures de risque, université Rennes A, travaux présentés pour la journée d'étude statistique, novembre 2010.

¹⁹⁰ Christine Lambert, techniques des marchés financiers, édition Eclipse, Bruxelles 2009, page 16

Ce risque est encore appelé risque de crédit ou risque de l'émetteur, ce type de risque est représenté dans les cotes de crédit diffusées par les agences de crédit (Moody's, Standard & Poor's, ...).

Ces agences afin d'apprécier la qualité et mesurer la capacité de l'émetteur des obligations à honorer ses engagements utilisent plusieurs critères d'appréciation dont, les ratios de levier financier, les ratios de liquidité, les ratios de couverture des intérêts, les ratios des flux monétaires sur la dette, les ratios de rentabilité.

2.5. Le risque de liquidité :

Il est associé à l'incapacité pour une entreprise de transformer certains avoirs illiquides en avoir liquides.

Pour un marché, le risque de liquidité consiste à se trouver dans l'impossibilité de dénouer une opération, en raison de l'absence de contrepartie .

Plusieurs facteurs peuvent expliquer qu'un opérateur ne réussisse pas à revendre ce qu'il a acheté ou a racheté ce qu'il a vendu.

Il peut y avoir d'abord non-fonctionnement du marché, le plus souvent temporairement, dû à¹⁹¹ :

- ▲ Un problème technique
- ▲ La mise en place d'un contrôle de change
- ▲ Suspension de la cotation d'un titre durant la journée du fait de variation trop importantes, ou dans l'attente d'une nouvelle de nature à perturber la marché (OPA, OPE...).
- ▲ Le marché peut aussi manquer d'intervenants s'il est peu attractif, certaines places ont instauré des contrats d'animation pour garantir un minimum de mouvements.

2.6. Le risque politique :

L'investisseur dans les pays où l'entourage politique est déséquilibré, doit être vigilant il doit s'immuniser contre d'éventuelles imprévus. En effet, la situation instable du pays peut avoir des

¹⁹¹ Marc MONTOUSSE, Gilles RENOARD, Jean-Luc RETTEL, 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, 5^{ème} édition, Bréal 2012, page 113.

conséquences fatales sur les investissements en titres, ou l'État peut à tout moment renoncer à ses engagements.

3. Les garanties liées au placement obligataire :

En souscrivant à une émission obligataire, l'obligataire devient créancier de la société émettrice, sa circonspection, sa prudence et son intérêt lui recommandent de chercher les moyens juridiques et techniques pour assurer la sécurité de ses engagements.

Il s'agit pour l'obligataire de prendre toutes les précautions contre une défaillance toujours possible de la société émettrice, cependant cette dernière peut produire des suretés réelles ou des suretés personnelles pour accroître la confiance des souscripteurs.

3.1. Les suretés réelles

Suivant le code civil les suretés réelles sont : l'hypothèque des biens immobiliers, nantissement des biens mobiliers et le gage du matériel roulant .

3.1.1. Hypothèque :

le contrat d'hypothèque est le contrat par le quel le créancier acquiert sur un immeuble affecté au paiement de sa créance, un droit réel qui lui permet de se faire rembourser par préférence aux créanciers inférieur en rang, sur le prix de cet immeuble en quelque main qu'il passe¹⁹².

3.1.2. Nantissement :

Est un contrat par le quel une personne s'oblige pour la garantie de sa dette ou celle d'un tiers, à remettre au créancier, ou à une tierce personne choisie par les parties un objet sur le quel elle constitue au profit du créancier, un droit réel en vertu duquel celui-ci peut retenir l'objet jusqu'au paiement de sa créance et peut se faire payer sur le prix de cet objet, en quelque main qu'il passe, par références aux créanciers chirographiques et aux créanciers inférieurs en rang¹⁹³.

3.1.3. Les suretés personnelles :

¹⁹² Article 882, livre 5 des droits réels accessoires ou suretés réelles, code civil , nouvelle édition revue et corrigée 2010-2011, page 161.

¹⁹³ Article 948, LIVRE 5 des droits réels accessoires ou suretés réelles, code civil , nouvelle édition revue et corrigée 2010-2011

Certains émetteurs ont besoin de la garantie d'un tiers, qui peut être soit l'état soit une société, souvent la société mère de l'émetteur

La garantie concerne le paiement des intérêts et le remboursement du capital. Le garant s'engage à se substituer à la société émettrice en cas de défaut de l'émetteur.

4. L'efficience du marché des valeurs mobilières:

Les marchés des valeurs mobilières sont des lieux d'échanges qui permettent aux offreurs et aux demandeurs de titres d'effectuer des transactions financières, de manière rapide et à un prix équitable ¹⁹⁴. Autrement dit le marché des valeurs mobilières ou marché financier est le lieu de rencontre entre l'offre et la demande des capitaux à long terme.

L'efficience du marché remonte aux travaux d'Arthur Cowles pendant les années 1930, après la seconde guerre mondiale, un nombre accru d'économistes commençaient à douter de la validité des prévisions des cours boursiers. Ils opposèrent le modèle de la marche aléatoire de ces cours à l'idée selon laquelle les marchés sont caractérisés par des tendances haussières ou baissières .

D'après ce modèle la variation relative d'un cours pendant une période donnée est une variable aléatoire indépendante de toutes les informations disponibles. Il fallut cependant attendre 1970 pour qu'une formalisation plus précise due à Paul Samuelson puis à Eugene Fama donne au concept d'efficience son acceptation actuelle, c'est-à-dire qu'à chaque instant , les prix incorporent toute information pertinente et disponible¹⁹⁵

Le terme d'efficience tel qu'il est utilisé dans les références de base "test books" concernant l'investissement dans des actifs financiers, peut avoir plusieurs connotations¹⁹⁶ .

En tant qu'actif financier, il peut signifier un investissement efficace si les prix d'ajustement de manière instantanée, et si le marché est considéré par les agents économiques comme un instrument efficace pour l'allocation du capital.

En tant que processus il peut signifier un échange d'actifs financiers possédant des rendements les plus élevés par rapport à un niveau du risque donné.

¹⁹⁴Gitman L., Joehnk M., *Investissement et marchés financiers*, 9e édition, Pearson Éducation, Paris, 2005 page 50.

¹⁹⁵ Florin Aftalion, Patrice Poncet, Roland Portait, *la théorie moderne du portefeuille*, édition Puf, 1998 page 38.

¹⁹⁶ Le développement du marché des capitaux et structures des taux d'intérêt, fondements théoriques et aspects pratiques, Abdelkader BELTAS, édition El Borhane, 2002, page 56

La définition du marché financier proposé par Fama¹⁹⁷ se présente comme suit : « Un marché financier est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur le marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif »

Un marché efficient est caractérisé par :

- **La transparence:** Les investisseurs sont informés au même temps et au même niveau, sur le prix et le volume des transactions passé et sur l'offre et la demande qui prévalent.
- **La liquidité:** La facilité à trouver des acheteurs ou des vendeurs.
- **Des coûts de transaction bas** (efficience interne): plus les coûts de transaction sont bas, plus le marché est efficient.
- **L'ajustement rapide des prix à toute nouvelle information** (efficience externe): si les conditions de l'offre et de la demande risquent de changer à cause d'informations nouvelles, les intervenants sur le marché voudront que cette information soit escomptée dans le prix des titres.

L'efficience des prix est souvent interprétée en relation avec **le contenu informationnel**, Les prix des actifs sont jugés efficientes s'ils contiennent toutes les informations disponibles y compris celles les plus récentes, alors que l'efficacité des transactions est mesurée par la **qualité d'information** mise à la disposition des opérateurs sur le marché au moment opportun.

En d'autres termes l'efficience du marché des capitaux est interprétée parfois comme étant l'allocation du capital disponible de la manière la plus rapide et la plus transparente possible dans des opportunités d'investissements qui apportent une plus value par rapport à la situation de départ .

Le concept d'efficience du marché est souvent abordé selon trois points de vues :

- a- **Le point de vue allocationnel** : Si les prix des actifs évoluent de manière à égaliser les taux de rendement, ajustés pour le risque , entre l'investissement et l'épargne.
- b- **Du point de vue opérationnel** : Si les couts de transactions sont réduits au minimum.
- c- **Du point de vue informationnel** : Si les couts de titres transigés sur le marché reflètent toute l'information disponible en temps réel

¹⁹⁷ E.Fama, THE behaviour of stock market prices, journal of business, 1965.PP 34-105

En effet, l'efficacité informationnelle du marché boursier est analysée par les spécialistes selon trois formes.

4.1. Les formes d'efficacités¹⁹⁸ :

Ces trois formes, ou hypothèses, sont définies à partir de l'ancienneté des informations que le prix des actifs est censé intégrer .

En effet, on peut diviser les informations concernant les actifs financiers en trois catégories

Dans la première catégorie sont regroupées les informations déjà connues et publiées (les comptes des années précédentes, les séries de dividendes distribués, les séries de taux d'intérêt...) ces informations ont été intégrées par les opérateurs dans les cours passés des actifs financiers.

Dans la deuxième catégorie peuvent être regroupées les informations présentes, à l'instant même où celles-ci sont rendues publiques : annonce de variation d'un taux d'intérêt , publication de comptes ou annonce de divisions d'action .

Enfin, des informations non encore publiées mais détenues par des personnes privilégiées du fait de leur fonction au sein de l'entreprise , de cabinets d'audit ou de conseil ou d'organismes réglementaires ou de contrôle.

Cette division en trois types des informations susceptibles de faire varier le prix d'un actif a permis la division des principaux tests concernant l'efficacité en trois catégories :

a-L'efficacité faible : Dans un marché faiblement efficace , les opérateurs ne peuvent tirer parti de la connaissance de la chronique des cours passés pour réaliser des profits (anormaux) et systématiques (par exemple à l'aide d'analyses techniques ou chartistes)

b-L'efficacité semi-forte : Dans un marché possédant cette forme d'efficacité, les opérateurs ne peuvent tirer parti d'informations publiques pour réaliser des profits anormaux car les prix s'ajustent (quasi) instantanément dès qu'une information pertinente est annoncée .il n'existe donc aucun décalage temporel entre le moment où l'information est dévoilée et le moment où celle-ci est intégrée dans le cours¹⁹⁹ .

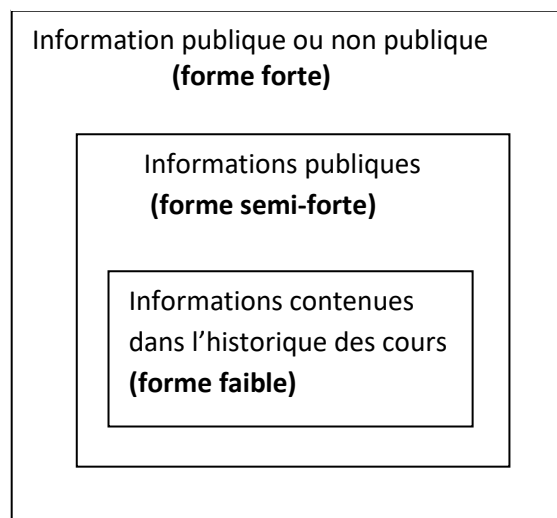
¹⁹⁸ Florin Aftalion, Patrice Poncet, Roland Portait, la théorie moderne du portefeuille, édition Puf, 1998 page39.

¹⁹⁹ Eric PICHET, guide pratique de la bourse, 3^{ème} édition Séfi 2008, page 255

La notion d'instantanéité est expliquée par une intervention immédiate des investisseurs. Ces derniers se portent acheteurs ou vendeurs de l'actif sur le marché et celui-ci trouve, dès qu'une information apparaît, le niveau de prix correspondant²⁰⁰

c- L'efficience forte : Est celle qui caractérise un marché dont les prix incorporent toute l'information disponible, qu'elle a été rendue publique ou non.

Figure 9: Les trois formes de la théorie d'efficience



Source : Philippe GILLET, L'efficience des marchés financiers, éditions Economica, 1999, page 34

4.2. Les critères utilisés pour l'apprécier l'efficience d'un marché des capitaux :

Il existe au moins quatre critères qui concourent pour expliquer l'efficience d'un marché des capitaux :

- Il y a d'abord le critère de l'efficience des prix de titres circulant sur le marché
- L'information doit être disponible instantanément et sans coûts supplémentaires pour tous les participants au marché²⁰¹.

²⁰⁰ Philippe GILLET, L'efficience des marchés financiers, éditions Economica, 1999, page 63

²⁰¹ Eric PICHET, guide pratique de la bourse, 3^{ème} édition Séfi 2008, page 253 .

- Les coûts de transactions doivent être réduits au minimum de manière à permettre aux investisseurs de réaliser un profit jugé normal, les intervenants sur le marché doivent être rationnels et capables de reconnaître les actifs efficients de ceux qui ne le sont pas.

- L'efficacité d'opération ou efficacité du marché des capitaux qui peut être interprétée comme étant le rapport de la valeur des ressources utilisées à celle des services rendue, dans un marché efficient les prix de titres échangés correspondent en principe à leur valeur intrinsèque et s'ajustent instantanément à toute nouvelle d'information.

Enfin, le rôle essentiel que doit jouer un marché de capitaux efficient est celui de transmettre le signal, sans distorsion aucune, sur les prix des titres financiers échangés entre les différents opérateurs en tenant compte de toutes les informations utiles et disponibles à l'instant même

4.3. Les conséquences de l'efficacité des marchés financiers :

Selon BROITHANNE M.H et ALL (2005), un marché est efficient dès lors qu'il est en mesure²⁰² :

- D'intégrer le plus rapidement possible les récentes informations notamment notification d'une opération de fusion, émission d'actions neuves, hausse de dividendes, le changement du volume de la capitalisation boursière flottant
- D'ajuster les cours en conséquence, faciliter la prise de décision en maîtrisant le temps et en exploitant dans un bref délai un maximum d'informations

Cet enchaînement suppose deux conditions :

- Savoir isoler l'évènement du flot d'informations véhiculées sur les sociétés
- Connaître la date précise où le marché est informé

En conclusion, la mise en évidence au début des années 60, particulièrement par E.FAMA, la théorie de l'efficacité des marchés financiers, prolongement de la notion de marché pur et parfaits des économistes libéraux de XIX^e siècle, pour être vérifiée, elle nécessite la validation d'un certain nombre de conditions : la rationalité des investisseurs, la libre circulation de

²⁰² BENKAMLA Mohammed Abdelaziz, Thèse de doctorat, développement financier : instruments et politiques, analyse comparative entre les pays maghrébins, Université Oran 2, 2014, page 133.

l'information , sa gratuité , sa fiabilité, l'absence de coûts de transaction, l'atomicité des investisseurs et l'absence de problèmes liés à un manque de liquidité..

Or, il s'avère que, dans la réalité, les investisseurs ne sont pas toujours rationnels, l'information n'est pas systématiquement fiable, il y a des coûts de transaction et des problèmes de liquidité. Cet état de fait tend à limiter l'efficacité des marchés²⁰³.

Cependant, l'efficacité des marchés a des conséquences importantes sur la théorie financière et le comportement des agents :

En premier lieu, il n'y a aucune possibilité pour quiconque de prévoir de façon certaine l'évolution des prix (ou de rendements des actifs financiers)

De façon conséquente, la rémunération des investisseurs est fonction de l'espérance de rentabilité et du risque des titres de leurs portefeuilles.

Ces derniers, qui composent leurs portefeuilles à partir de leur propre aversion au risque, ne peuvent obtenir d'autre rémunération .

Enfin, lorsque les marchés sont efficaces, le prix des actifs ne peut s'écarter de façon durable de leur valeur fondamentale .

Les modes de cotations et l'existence du tick perturbent également l'efficacité. Le mode de cotation agit sur la vitesse de prise en compte de l'information. L'intégration de l'information est immédiate dans le cas d'une cotation en continu. elle sera différée dans le cas d'une cotation par fixation. De plus , l'existence d'un écart minimum de cotation (tick) empêche le prix du titre de s'établir exactement au niveau de la valeur théorique de l'entreprise. Dans le même ordre d'idées, la cotation de valeurs moyennes et l'existence de contrats d'animation limitent également l'efficacité, ces derniers permettent d'afficher des prix ne correspondant pas à la réalité.

²⁰³ Michel FLEURIET et Yves SIMON, Bourse&marchés financiers, economica, 2000,

Section 2 : Evaluation des valeurs mobilières -Action-

L'Attitude d'évaluer parfaitement les valeurs mobilières est un enjeu majeur de la finance, car l'évaluation des titres est au cœur de la plupart des décisions financières, pour les individus ou les entreprises. La croissance permanente des produits financiers permet l'apparition de plusieurs mécanismes complexes d'analyse et d'évaluation des titres. Ces mécanismes s'effectuent par différentes méthodes et il existe pour chaque titre des méthodes qui lui sont propres.

Les principales méthodes d'évaluation des différentes valeurs mobilières, à savoir : Les actions, les obligations, et les produits dérivés seront détaillées dans cette section.

L'évaluation d'une valeur mobilière est un processus par lequel un investisseur utilise les concepts de rentabilité et de risque pour attribuer une valeur à un actif financier²⁰⁴.

En effet, l'évaluation résume combien vaut un titre et par conséquent, elle soutient l'investisseur dans son choix des titres.

Selon J. Antoine, M-claire C-huart « La littérature financière moderne considère que la valeur d'un actif financier dépend essentiellement des flux monétaires qu'il rapporte à son détenteur et pour elle, **la valeur intrinsèque**²⁰⁵ d'un tel actif s'obtient en actualisant les montants qui seront encaissés par son détenteur, pendant toute la durée de vie de l'actif, au taux qu'il est possible d'obtenir sur le marché financier pour un placement présentant un même degré de risque²⁰⁶.

Les estimations de la valeur intrinsèque d'un titre varient d'un investisseur à un autre. Néanmoins, elles sont souvent très proches les unes des autres et pratiquement identiques dans le cas des titres à revenu fixe lorsqu'elles sont effectuées par des professionnels de l'analyse financière.

1. Evaluation des actions :

L'Objectif sous-jacent de l'évaluation des actions est de définir un standard de performance pouvant être utilisé pour juger de l'intérêt d'investir dans telle ou telle action. On peut considérer que la valeur intrinsèque d'une action a toutes les caractéristiques d'un tel standard puisqu'elle informe les investisseurs sur le risque et la rentabilité de l'action. On peut répondre à la question

²⁰⁴Gitman L., Joehnk M., *Investissement et marchés financiers*, 9e édition, Pearson Éducation, Paris, 2005, p 705.

²⁰⁵La valeur intrinsèque dont il est question dans la théorie moderne est un concept différent de la valeur comptable (ou patrimoniale) corrigée .

²⁰⁶Joseph antoine, Marie-claire capiau-huart, << titres et bourse >>,2eme édition, Bruxelles, 1988, p 341.

primordiale de la sur ou sous-évaluation d'une action en comparant le cours d'un titre à sa valeur intrinsèque.

A tout moment, le cours d'une action est étroitement lié aux anticipations des investisseurs sur les performances futures de la société émettrice.

1.1. Les facteurs qui influencent le cours des actions :

1.1.1. Les facteurs micro-économiques

- La situation financière.
- La politique de distribution des dividendes.
- La notoriété (les entreprises les plus connues sont les plus demandées).
- Les perspectives de l'entreprise.
- Le secteur d'activité.

1.1.2. Les facteurs macro-économiques

- La situation politique (stabilité gouvernementale...).
- La situation économique.
- La réglementation fiscale.
- La situation sécuritaire.

1.1.3. Les facteurs psychologiques

- La psychologie de l'investisseur.
- La confiance.
- Le facteur religieux.

1.2. Evaluation des actions ordinaires :

1.2.1. Les paramètres nécessaires pour l'évaluation des actions ordinaires :

La possibilité d'établir la valeur d'une action ordinaire, nécessite que l'investisseur prenne en considération quatre facteurs clés, qui sont :

- La politique de distribution des dividendes de l'entreprise (les montants des dividendes futurs) .
- Le prix futur de revente de l'action à l'horizon de placement .

- La durée de conservation de l'action .
- La taux de rendement souhaité .

Ces paramètres participent dans le calcul de plusieurs facteurs usuels d'évaluation, dont les plus utilisés sont :

a- Le rendement :

La rentabilité de la détention d'une action, est donnée par la formule suivante²⁰⁷ :

$$rcp \equiv \frac{Div1 + P1}{P0} - 1 = \frac{Div1}{P0} + \frac{P1 - P0}{P0}$$

Rendement

Cette équation est scindée en deux parties

- Le premier terme à droite est le rendement, ce dernier ne prend pas en compte les fluctuations de cours, il se définit comme le rendement de l'action (dividend yield ou taux de dividende), c'est-à-dire le dividende annuel espéré rapporter au prix actuel de l'action. Il mesure le gain (en pourcentage) qu'espère l'investisseur du dividende.
- La deuxième partie de l'équation indique le taux de plus-value ou bien le gain en capital détenu par l'actionnaire exprime en pourcentage, il correspond à l'écart prix de vente- prix d'achat de l'action (P1-P0), divisé par le prix courant de l'action P0, (l'écart se transforme en perte, si le P1 est inférieur à P0 et on parlera dans ce cas d'un taux de moins-value).

La somme du rendement et du taux de plus-value est la rentabilité (total return) que bénéficie un investisseur de la détention de l'action pendant un an. Ainsi, l'équation établit que la rentabilité d'une action doit être égale à la rentabilité espérée des placements alternatifs disponibles sur le marché de risque similaire.

b- la méthode du Price Earning Ratio (PER) :

Le PER représente le rapport entre le cours d'une action et le bénéfice net (de la société) par action, il est aussi appelé **coefficient de capitalisation des résultats**²⁰⁸, il s'agit en l'occurrence du coefficient par lequel il convient de multiplier le bénéfice net par action pour retrouver le

²⁰⁷J. Berk – P. DeMarzo, finance d'entreprise, pearson education, paris 2008, P 257.

²⁰⁸ Paul-jacques Lehamann, bourse et marchés financiers, édition Dunod 2002, page

cours cote , de manière équivalente, il correspond au rapport entre la capitalisation boursière de l'entreprise et le bénéfice net total²⁰⁹:

$$PER = \frac{\text{Cours boursier}}{BPA \text{ (bénéfice par action)}} = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Bénéfice net de la société}}$$

Ou, le BPA est exprime comme suit :

$$BPA = \frac{\text{Bénéfice après impôt anticipé à l'année } t}{\text{Nombre d'action à l'année } t}$$

La multiplication du cours de l'action par le nombre d'actions de la société on obtient la capitalisation boursière .

Plus le PER est élevé plus la valeur de l'action est chère.

Le PER comme étant un facteur boursier, est une variable utile pour différents modèles d'évaluation des actions. Il détermine la "valeur" d'un titre par rapport au dernier bénéfice connu, il est commenté de manière relative au secteur d'activité et au marché²¹⁰.

Le PER d'une valeur est comparé au PER moyen d'une bourse, mais surtout au PER des autres valeurs du même secteur s'il est supérieur à la dite moyenne, l'achat de cette valeur est risqué car, en cas de dividende plus faible que celui qui était prévu, l'achat ressortira à un prix élevé eu égard aux profits futurs non avérés .

Intérêts et limites de la méthode du PER :

- Cette méthode se fonde sur des prévisions de bénéfice, or la pertinence de BPA comme mesure de performance pour l'actionnaire reste contestable.
- Elle ne permet pas une comparaison significative ni dans l'espace ni dans le temps , autrement dit entre marchés et titres différents
- Elle n'est pas applicable dans le cas où la société affiche une perte comptable ou un PER négatif.

Enfin, le PER est une notion statique à un instant donné, ce qui explique l'éventail très large des PER constatés sur un marché boursier, il convient de tenir compte de la période de bénéfice

²⁰⁹ Philippe Spieser, la bourse, Vuibert 2^{ème} édition, page 47

²¹⁰ Simon Parienté, Analyse financière et évaluation d'entreprise, Pearson Education, 2^{ème} édition 2009, P117

utilisée, exercice échue, exercice en cours, une affaire jeune, en redressement ou en forte croissance peut avoir un PER momentanément très élevé et par conséquent peut être significatif²¹¹.

c- Le taux de rentabilité exigé :

En règle générale, la rentabilité exigée par l'investisseur est fonction du niveau de risque qui doit être encouru pour obtenir une telle rentabilité. Par définition, la rentabilité exigée est le niveau de rentabilité devant être atteint pour rémunérer l'investisseur pour les risques qu'il supporte. De même, elle est considérée comme la rentabilité infime que l'investisseur est en droit de prévoir de son investissement. L'acceptation d'une rentabilité inférieure indiquerait que l'investisseur admet la non rémunération de l'intégralité des risques encourus.

La relation qui lie la rentabilité et le risque est la notion capitale sous-tendant le MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers)²¹².

Le MEDAF permet de calculer la rentabilité exigée d'une action:

Rentabilité exigée = taux sans risque + B action (E (rentabilité du marché) – Taux sans risque)

E : est l'opérateur d'espérance mathématique

B : Mesure le risque de l'action

d- Le MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers):

C'est une théorie de l'équilibre développée à partir des théories du portefeuille²¹³. En effet, ce modèle a été le premier à établir une relation quantitative entre la rentabilité espérée et le risque (systématique) d'un actif²¹⁴.

Il représente le résultat de recherches de plusieurs professeurs de finance, W. Sharpe, J. Lintner, J. Treynor et J. Mossin, et s'inscrit dans le prolongement de l'analyse de Markowitz²¹⁵ il permet:

- ✓ D'utiliser le beta pour établir un lien formel entre les notions de risque et de rendement .

²¹¹ Le marché financier structures et acteurs, Alain CHOINEL et Gérard ROUYER, huitième édition, CFCB, collection banque ITB, page 245 .

²¹² Pierre RAMAGE, Finance de marché, éditions d'organisation, 2002, page 77 .

²¹³ Bodie, Merton, Thibierge, Finance , Pearson Education, Paris 2001, P385

²¹⁴ J. Berk – P. DeMarzo, finance d'entreprise, Pearson Education, Paris 2008, P 385.

²¹⁵ Florin Aftalion, Patrice Poncet, Roland Portait, la théorie moderne du portefeuille, édition PUF, 1998 page 50

- ✓ D'évaluer le rendement à attendre d'un titre compte tenu des caractéristiques de risque mesurées par le beta.
- ✓ Fournir un mécanisme qui permet d'évaluer l'impact d'un placement quelconque sur le risque et le rendement d'un portefeuille.

Les hypothèses du MEDAF :

Les hypothèses essentielles du MEDAF sont les suivantes²¹⁶ :

- Les investisseurs composent leurs portefeuilles en se préoccupant que de l'espérance et de la variance des rentabilités.
- Les investisseurs ne sont jamais **rassasiés** , c'est-à-dire qu'ils préfèrent toujours le portefeuille qui procure la rentabilité la plus élevée.
- Les investisseurs sont averses au risque .

Pour la perfection du marché des capitaux , quatre hypothèses ont été retenues :

- Il existe une infinité d'acheteurs et de vendeurs et aucun n'a d'influence sur les prix.
- Il n'y a pas de coûts de transaction et les actifs sont parfaitement divisibles
- Il n'existe pas de fiscalité des gains en capital et des dividendes
- Il existe un taux sans risque unique pour les prêteurs et emprunteurs

Le beta du MEDAF :

Le MEDAF utilise le beta pour déterminer le rendement qu'un investisseur rationnel est en droit d'exiger d'un actif particulier. Ce coefficient révèle le comportement de la valeur d'un titre face aux fluctuations du marché, plus elle est sensible aux mouvements du marché, plus le beta est élevé. Il se calcule en fonction du rendement moyen du marché ou du portefeuille de marché et s'obtient à partir du rendement moyen de toutes les actions ou d'un échantillon conséquent.

Le beta d'un actif X est obtenu en normalisant la covariance entre cet actif et le marché représenté par M:

²¹⁶ Pascal Grandin, la gestion du portefeuille d'actions, cahiers 128, me cycle CAPET AGREG, Nathan université page 42.

$$B = \frac{Cov(X, M)}{Var(M)}$$

Autrement dit, le beta est une mesure de la relation existante entre *le titre et le marché* en donnant en plus la contribution du titre en question dans le risque total du marché.

Le beta peut être positif ou négatif. Il est analysé en fonction du beta de marché qui est égal à l'unité (1)²¹⁷.

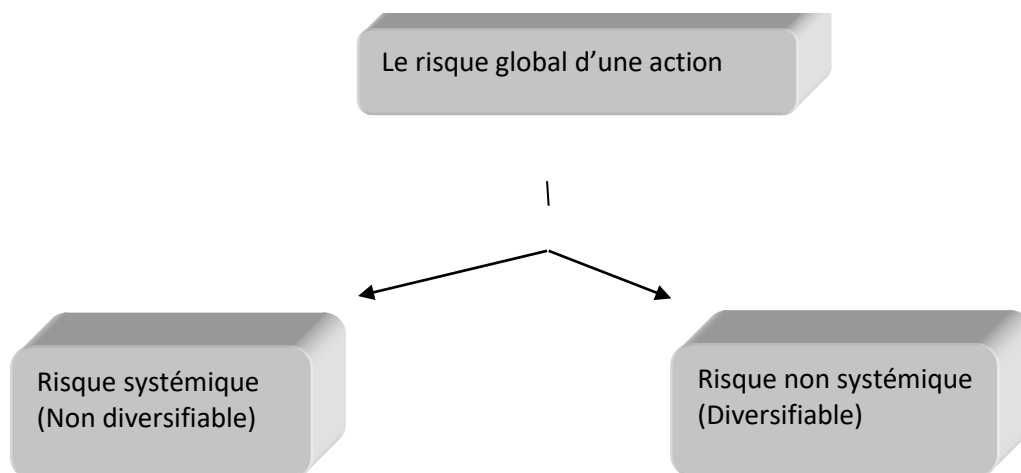
✚ Les composantes du risque :

Le risque d'un investissement possède deux composantes majeurs : Le risque diversifiable (ou spécifique) et le risque systématique (ou risque du marché).

- Le premier résulte d'événements incontrôlés et aléatoires propres à l'entreprise, c'est la part du risque que l'on peut éliminer grâce à la diversification adéquate des titres d'un portefeuille²¹⁸.
- Le second, lié à des facteurs qui affectent l'ensemble des investissements qui ne sont pas propres à un instrument donné, il ne peut être éliminé par la diversification. La somme de ces deux composantes constituent le risque total :

Risque total = Risque non diversifiable (systématique) + Risque diversifiable (spécifique)

Figure 10: risque d'une action



²¹⁷ J-B Tournier, J-Claude Tournier, que vaut une entreprise ?, 4^{ème} édition Eyrolles, 2009 page 148

²¹⁸ F.HERBIN, C.BAILLEUL, O .JOKUNG ,P .N'GAHANE ,Finance & placement, édition Armand Colin, 1998, Paris page 72.

Source : Josette PEYRARD, *la bourse*, 9^{ème} éditions librairie Vuibert entreprise, paris 2000, page111.

1.2.2. Les modèles actuariels d'évaluation des actions ordinaires:

A fin de pouvoir évaluer correctement une action, les investisseurs procèdent à plusieurs modèles actuariels d'évaluation des actions. Ces derniers se basent tous sur les concepts de rentabilité exigée et de flux de trésorerie futurs. Dans un premier lieu, nous nous intéresserons aux modèles d'évaluation basés sur les flux de dividendes, en suite, nous exposerons divers procédures d'évaluation adaptées aux sociétés versant peu, voire pas du tout de dividendes. Enfin, nous présenterons des méthodes d'évaluation alternatives fondées sur des multiples ratios.

a- Les modèles d'évaluation actuariels basés sur les flux de dividendes :

L'actionnaire requiert un droit de percevoir des dividendes payés par l'entreprise, en contrepartie du prix payé pour acquérir une ou plusieurs actions. Il est donc normal de raisonner que les choix des investisseurs dépendent de ces anticipations de dividendes, ce qui peut influencer l'évaluation de l'action. Quels que soient la procédure d'évaluation et d'investissement considéré. La valeur intrinsèque de tous les investissements est toujours égale à la somme des valeurs actuelles des flux de trésorerie futurs générés par cet investissement considéré. Dans le cas de l'action ordinaire, deux flux de trésorerie doivent être considérés :

- les dividendes futurs et le prix de revente prévisionnel de l'action à l'horizon d'investissement, la valeur d'une action ordinaire est donnée par la relation²¹⁹ :

$$\text{la valeur d'une action ordinaire} = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P(T)}{(1+k)^T} \dots (1)$$

T : L'Horizon de placement .

D_t : Dividende versée au temps t .

P(t) : Prix de revente prévisionnel.

K = Taux de rentabilité exigée.

Une fois estimée la valeur intrinsèque de l'action, l'investisseur comparera cette valeur avec son cours actuel sur le marché secondaire afin d'établir si elle est correctement évaluée, sous-évaluée

²¹⁹Gitman L., Joehnk M, op-cit, p354

ou surévaluée. En effet, si la valeur intrinsèque de l'action est supérieure à son cours, il en déduira qu'elle est sous-évaluée et qu'elle représente donc un investissement intéressant. Contrairement, s'il en conclura que l'action est surévaluée, il devrait s'abstenir de l'acheter ou la vendre.

Pour simplifier l'équation (1), on considère que la société versera des dividendes indéfiniment. En effet, en répétant le même raisonnement sur un horizon de temps infini, l'horizon d'investissement et la valeur de revente de l'action disparaissent et il ne reste que les dividendes versés par la société. La valeur intrinsèque de l'action est donnée par la somme à l'infini des valeurs actuelles des dividendes²²⁰ :

$$\text{La valeur d'une action ordinaire} = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Il est important de signaler l'existence de trois variantes du modèle d'évaluation des dividendes avec trois hypothèses économiques divergentes sur la forme du périodique de dividendes et plus exactement sur la croissance des dividendes.

b- Le modèle à croissance nulle (ADP) :

Ce modèle est le plus simple qui soit, si on considère que le taux de croissance des dividendes est nul, c'est-à-dire que la société verse année après année le même dividende. Autrement dit, $D_1=D_2=D_3=D_\infty$, La valeur de l'action est donnée par la relation de la rente perpétuelle, à savoir :

$$\text{La valeur d'une action ordinaire} = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} = \frac{D}{K}$$

Un dividende constant n'implique pas que la valeur de l'action est invariante.

En effet, la rentabilité exigée représente une autre variable qui peut être changée en fonction des conditions du marché

c- Le modèle à taux de croissance constant (modèle de Gordon-Shapiro):

Certes, le modèle de croissance nulle est un bon préambule. Cependant, il ne prend pas en compte la croissance du flux des dividendes. A cet effet, ce modèle est venu pour palier ce problème en se basant sur la croissance des bénéfices pour estimer la valeur actuelle d'une

²²⁰Denis morissette, valeurs mobilières et gestion de portefeuille, 3^{ème} édition, les éditions SMG ; canada, 1993, p178.

action, en supposant que les sociétés versent des dividendes qui croîtront d'année à une autre. En suivant un taux de croissance g constant à l'infini.

Ce modèle est basé sur trois hypothèses :

- H1 : les dividendes connaissent une croissance constante
- H2 : la valorisation de l'entreprise se fera par la méthode de Fisher reproduite à l'infini
- H3 : le taux d'actualisation est sensiblement supérieur au taux de croissance des dividendes

Donc :

$$\text{La valeur d'une action ordinaire} = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{D_1(1+g)^{t-1}}{(1+k)^t} = \frac{D_1}{(1+g)} \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+k)^t}$$

D_1 = Prochain dividende versé.

g = Taux de croissance annuel constant à l'infini des dividendes .

k = Taux de rentabilité exigé.

L'expression précédente représente la valeur actualisée d'une perpétuité en croissance à taux constant. Nous démontrons que la valeur actualisée d'une perpétuité de ce genre peut se calculer ainsi (à condition que le taux d'actualisation utilise soit supérieur au taux de croissance) , c'est-à-dire on ajoutant la condition ($k > g$) pour simplifier l'équation, la somme dans cette relation précédente converge et elle devient :

$$\text{Valeur d'une action} = \frac{D_1}{(1+g)} \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{(1+g)^{t-1}}{(1+k)^t} = \frac{D_1}{(1+g)} * \frac{1+g}{k-g} \Leftrightarrow \text{Valeur d'une action} = \frac{D_1}{k-g}$$

... (2)

$$\text{Valeur actualisée d'une perpétuité} = \frac{\text{Prochaine flux monétaire}}{\text{taux d'actualisation} - \text{taux de croissance}}$$

Les hypothèses de Gordon Shapiro indiquent que le cours d'une action correspond au rapport entre le dividende suivant et l'écart entre le taux de return exigé et le taux de croissance des dividendes.

La détermination de la valeur actuelle d'une action, nécessite au préalable, l'estimation des deux paramètres : de taux de rendement exigé (K), et de taux de croissance des dividendes (g). L'estimation (g) est utile surtout pour déterminer les dividendes futurs.

L'estimation des paramètres (K, g) :

▪ L'estimation de K :

L'estimation du taux de rendement K exigé par les actionnaires peut être réalisée à partir du (MEDAF). Selon le modèle d'évaluation ci-dessous:

$$K = R_s + [E(RM) - r_s] B_i$$

- K : Taux de rendement requis par les actionnaires.
- R_s : Taux de rendement sans risque.
- $E(RM)$: Taux de rendement espéré du portefeuille de marché.
- B_i : Coefficient beta de l'action ordinaire.

Le beta est donc une mesure de risque non diversifiable (systématique, pour la plupart des actions la valeur du beta est comprise entre 0,50 et 2.

▪ L'estimation de g :

L'estimation de g consiste à avoir recours aux dividendes historiques versés par l'entreprise.

Dans ce cas, la valeur de g s'obtient à partir de l'équation suivante :

$$g = \sqrt[n]{\frac{D_t}{D_{t-n}}} - 1$$

- g : Taux de croissance annuel moyen du dividende observé historiquement.
- D_t : Dividende versé à l'année t.
- D_{t-n} : Dividende versé à l'année t-n .
- n : Nombre d'années considérées.

Intérêts et limites de ce modèle :

La méthode de Gordon-Shapiro a ouvert la voie au processus de modélisation de la valeur de l'entreprise, cependant, si ce modèle est séduisant du fait qu'il est possible de déterminer la valeur d'une action à partir de son dividende attendu et d'un taux de croissance constant des dividendes futurs, il souffre d'hypothèses peu réalistes car trop simplificatrices, particulièrement

celle relative à un taux de croissance des dividendes g constant perpétuellement ce qui est peu vraisemblable.

Aussi la difficulté liée à l'application de cette approche réside dans la validité de ces prévisions surtout lorsque **l'horizon du temps est infini**. Comme tout actif financier, les actions subissent l'influence du taux d'inflation, étant donné que les bénéfices réalisés par action sont déductibles du taux d'inflation²²¹

d- le modèle à taux de croissance variable :

En pratique, le modèle de Gordon- Shapiro qui suppose la constance du g (taux de croissance annuel du dividende) cache des inconvénients majeurs. En effet, il ne considère pas le comportement temporel prévu des dividendes, et par conséquent, il est incapable de donner une valeur approximative correcte de l'action.

A cet effet, différents analystes favorisent l'utilisation d'un autre modèle transformé qui suppose une croissance en deux étapes :

-La première étape estime que le dividende va croître pendant (N) années au taux de croissance (g_a)

-La seconde suppose l'accroissement du dividende selon un taux de croissance annuel (g_n) (qui est le taux de croissance normal).

La valeur d'une action peut alors se calculer en additionnant la valeur actualisée de deux séries de dividendes espérés :

(1) la valeur actualisée (V_1) des dividendes espérés entre la période (1) et la période N et

(2) la valeur actualisée (V_2) des dividendes espérés de la période $N+1$ jusqu'à l'infini.

On peut donc écrire la relation :

$$V = V_1 + V_2 \text{ (Dividendes espérés)}$$

$$V = V_1 + V_2 = D_1 \left[\frac{1 - \frac{(1+g_a)^N}{(1+k)^N}}{k - g_a} \right] + \frac{D_{N+1} (1+k)^{-N}}{k - g_n}$$

²²¹ Abdelkader BELTAS, le développement du marché des capitaux et la structure des taux d'intérêt, fondements théoriques et pratiques, éditions El Borhane, 2002, page 60

Où, la valeur actualisée, au temps 0, des dividendes espérés pendant la période de croissance supérieure à la normale (V1) peut se calculer à l'aide de l'expression suivante :

$$V1 = \sum_{t=1}^N \frac{D0 (1+ga)^t}{(1+k)^t} = D1 \left[\frac{1 - \frac{(1+ga)^N}{(1+k)^N}}{k-ga} \right]$$

Quant à V2, la valeur actualisée au temps 0 des dividendes espérés pendant la période de croissance normale (de la période N+1 jusqu'à l'infini), elle se calcule ainsi :

$$V2 = \left[\frac{DN (1+gn)}{(1+k)^{N+1}} + \frac{DN (1+gn)^2}{(1+k)^{N+2}} + \dots + \frac{DN (1+gn)^{\infty}}{(1+k)^{\infty}} \right] = (1+k)^{-N} \left[\frac{DN (1+gn)}{k-gn} \right]$$

e- Les alternatives au modèle d'évaluation des dividendes :

Il existe plusieurs alternatives liées aux modèles d'évaluation actuariels présentés ci-dessus :

❖ La méthode dividende – Bénéfice :

Cette méthode est appelée aussi modèle dividende-bénéfice, elle est presque identique au modèle d'évaluation à taux de croissance variable. Néanmoins, la grande différence entre les deux procédures réside dans le rôle attribué aux dividendes dans la détermination de la valeur future de l'action. Ainsi, l'approche dividende-bénéfice ne considère aucunement les dividendes comme un facteur clé du processus d'évaluation.

En effet, le modèle à taux de croissance variable se base sur l'anticipation des dividendes pour évaluer l'action, alors que, le modèle dividende-bénéfice se fonde sur une anticipation du bénéfice par action ou du PER donc il est plus facile à comprendre et à appliquer. La valeur intrinsèque actuelle d'une action est donnée par la formule suivante :

$$\text{Valeur d'une action ordinaire} = \sum_{t=1}^T \frac{Dt}{(1+k)^t} + \frac{P(T)}{(1+k)^T} \dots (1)$$

❖ La rentabilité anticipée (attendue ou estimée) d'un investissement en action :

Cette méthode repose sur l'utilisation du taux de rendement interne. En se basant sur la relation (1) , Cette approche nécessite la détermination d'un horizon de placement (T), des dividendes par action anticipés (Dt, t=1...T), du prix de revente anticipé à la fin de la période d'investissement (P(T)) et la prise en compte du cours de l'action (P(0)) au moment où on effectue le calcul. La rentabilité anticipée, comparée à la rentabilité exigée, marque l'attrance que peut avoir l'action pour un investisseur.

L'inconnu est le taux d'actualisation (TR) comme l'indique la formule suivante :

$$P(0) = \sum_{t=1}^T \frac{Dt}{(1+TR)^t} + \frac{P(T)}{(1+TR)^T}$$

❖ Le rapport cours/bénéfice (la méthode de PER) :

La méthode du ratio Cours/Bénéfice (C/B) plus précisément (Price/ Earning ratio en abrégé PER) est marquée par sa simplicité, ce qui justifie son utilisation courante par les analystes financiers pour déterminer la valeur intrinsèque d'une action, son principal intérêt est d'attirer l'attention sur une sous-évaluation ou une surévaluation éventuelle de certaines actions, le ratio C/B indique le nombre de fois que le bénéfice actuel de la société est compris dans le cours. Ce prix dépend évidemment de la qualité du flux de revenu de l'entreprise et notamment de sa croissance potentielle et de sa stabilité ²²² .

Algébriquement, ce modèle d'évaluation se présente ainsi :

$$PER = \frac{\text{Valeur intrinsèque } (P(0))}{BPA} \Leftrightarrow P(0) = PER * BPA$$

On note que le concept du PER repris précédemment permet de dire que la valeur d'une action représente **n** fois son BPA, où le multiple (**n**) est justement le PER du titre.

L'application de cette méthode en vue d'obtenir la valeur intrinsèque de l'action et la comparer à son cours actuel nécessite : d'abord l'estimation du BPA de l'action, ensuite le choix du PER le plus adapté du titre.

f- Les autres procédures d'évaluation :

Les investisseurs et les analystes recourent aux différents ratios, pour décider si l'action émise par une entreprise donnée est sous- ou surévaluée par rapport aux autres entreprises existantes dans le même secteur d'activité. Parmi ces ratios, on cite :

- Le ratio cours sur flux de trésorerie .
- Le multiple du chiffre d'affaires (Price-to-Sales Ratio : PS) .
- Le ratio valeur marchande du capital-actions/valeur comptable du capital-actions.

²²²Pascal Grandin, la gestion du portefeuille d'actions, cahiers 128, me cycle CAPET AGREG, Nathan université page 72.

f.1. Le multiple du flux de trésorerie (Price-to-Cash Flow: PCF)

Les flux de trésorerie correspondent à un indicateur qui explique mieux que le résultat de l'exercice, la capacité de l'entreprise à générer de la trésorerie. La procédure est identique à celle présentée pour le PER, seul l'indicateur de performance change. La valeur intrinsèque est ensuite déterminée par la relation suivante :

$$\text{PCF} = \frac{\text{Valeur intrinsèque } (P(0))}{\text{Flux de trésorerie par action}} \Leftrightarrow P(0) = \text{PCF (Flux de trésorerie par action)}$$

f.2. Le multiple du chiffre d'affaires (Price-to-Sales Ratio : PS) :

La possibilité de tirer une quelconque information pour le futur de l'entreprise dépend des résultats réalisés. Dans le cas des entreprises qui ne génèrent que peu, voir pas de résultats. Les procédures basées sur les bénéfices futurs et les flux de trésorerie ne peuvent être utilisées. A cet effet, les investisseurs doivent se diriger vers d'autres procédures.

La valeur intrinsèque d'une action en fonction du multiple du CAHT est donnée par la relation suivante:

$$\text{PS} = \frac{\text{Valeur intrinsèque } (P(0))}{\text{CAHT par action}} \Leftrightarrow P(0) = \text{PS} * \text{CAHT par action}$$

f.3. Le ratio Valeur marchande du capital-actions/valeur comptable du capital-actions :

Ce ratio est obtenu en divisant la valeur marchande totale des actions ordinaires de l'entreprise par le montant de l'avoir des actionnaires ordinaires tel qu'il apparaît au bilan de l'entreprise, c'est sur la base de ce ratio que les titres bancaires sont souvent comparés, sachant que dans la plus part des cas ces actifs possèdent des valeurs marchandes et des valeurs comptables relativement similaires.

La valeur de ce ratio change d'un secteur à un autre, et elle peut prendre n'importe quelle valeur positive. Généralement, une valeur élevée de ce ratio est considéré comme étant un signe de surévaluation. Pour mener des jugements éclairés sur une entreprise particulière, le ratio de cette dernière doit être confronté à la moyenne de l'industrie dans laquelle elle est active, et à celui du marché boursier examiné dans son ensemble. De plus, la comparaison du l'historique de la

valeur actuelle du ratio sur un certain nombre d'années peut être considéré très profitable pour une entreprise.

1.3.Evaluation des actions privilégiées (actions de préférence):

Les actions de préférence représentent des parts du capital social d'une société.

Cependant, leurs caractéristiques intrinsèques font que leurs prix ne se comportent pas comme ceux des actions ordinaires²²³.

1.3.1. Les paramètres nécessaires pour évaluer une action de préférence :

L'évaluation de tout placement en actions de préférence réclame une appréciation des possibilités de rentabilités. Examinons d'abord certaines mesures du rendement nécessaires aux investisseurs :

❖ Le rendement en dividende de l'action (ratio dividende / cours) :

Le rendement en dividende de l'action est donné par la relation :

$$\text{Rendement en dividende} = \frac{\text{Dividende annuel}}{\text{Cours de l'action de préférence}} \dots (3)$$

Il est semblable au taux de rendement courant des actions ordinaires et au taux de rendement courant des obligations. Ainsi, il est considéré comme la référence à laquelle les rendements des autres placements sont comparés.

Pratiquement, pour effectuer leurs choix d'investissement, les investisseurs doivent apprécier les taux de rendement courant des actions de préférence, et prendre en considération d'autres facteurs clés, tels les différents risques.

❖ La valeur prévisionnelle :

Les politiques d'interventions à court terme adoptées par les spéculateurs dans ce genre d'investissement se basent sur l'anticipation des fluctuations des cours (et donc des taux) et sur les gains rapides procurés par le titre, plutôt que de s'intéresser au taux de rendement courant, comme le cas des investisseurs qui placent leur fonds à long terme. Pour cette raison la valeur prévisionnelle d'une action de préférence est considérée comme une donnée importante pour le spéculateur. Les valeurs prévisionnelles sont obtenues en faisant d'abord une prévision du taux

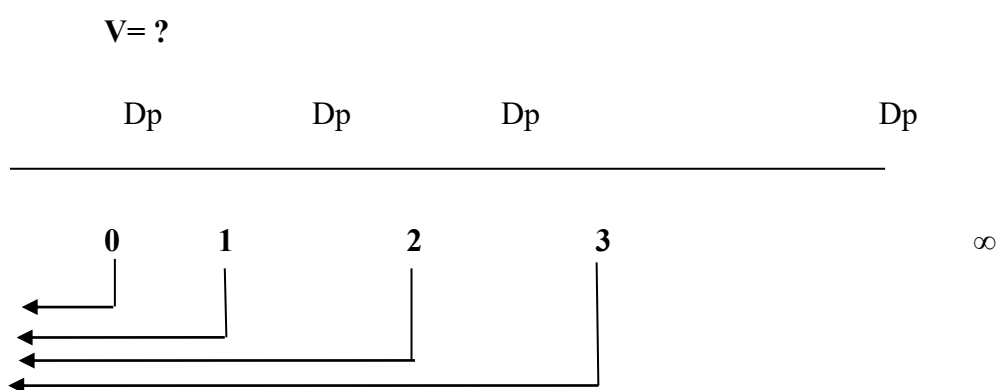
²²³Gitman L., Joehnk M., *Investissement et marchés financiers*, 9e édition, Pearson Éducation, Paris, 2005.p541.

d'intérêt prévalant sur le marché dans le futur, ensuite, en fonction de ce taux prévisionnel on détermine la valeur prévisionnelle de l'action, une simplification directe de la relation (3) donne le résultat immédiate :

$$\text{Valeur prévisionnelle de l'action de préférence} = \frac{\text{Dividende annuel}}{\text{Taux d'intérêt prévisionnel}}$$

1.3.2. La méthode d'évaluation:

La procédure d'évaluation d'une action privilégiée classique est identique à celle d'une action ordinaire à croissance nulle, compte tenu que L'action privilégiée permet aux investisseurs la réception des dividendes périodiques pour des montants constants indéfiniment, et qu'elle n'a pas de date d'échéance précise. La détermination de la valeur d'une action privilégiée classique, nécessite l'actualisation des flux monétaires prévus (dividendes) au taux de rendement requis (K). Ces flux monétaires sont détaillés dans le schéma ci-dessous²²⁴ :



On posant d'abord:

- V : valeur de l'action privilégiée
- D_p : Dividende privilégié versé par la compagnie
- K : taux de rendement requis par les actionnaires privilégiés.

A partir du schéma précédent, on voit que :

$$V = D_p (1 + k)^{-1} + D_p (1 + k)^{-2} + D_p (1 + k)^{-3} + \dots + D_p (1 + k)^{-\infty}$$

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} D_p (1 + k)^{-t}$$

²²⁴ Denis Morissette, op-cit, page 147

Puisqu'il s'agit d'une perpétuité de fin de période, l'expression précédente se simplifie ainsi:

$$V = \frac{Dp}{K} \dots (4)$$

L'équation (4) indique que la valeur d'une action privilégiée est liée directement au dividende versé et, au taux de rendement requis par les investisseurs. De plus, l'équation suppose que le prochain dividende sera versé dans exactement un an.

Au final, selon J. Berk – P. De Marzo, l'évaluation des actions est affaire d'expérience et de bon sens. Aucune technique ne donne le meilleur résultat (sinon, il ne serait plus utile de présenter les autres). Chacune repose sur des hypothèses ou des prévisions souvent trop incertaines pour permettre une valorisation sure et définitive. Pour cette raison, les praticiens utilisent toujours plusieurs approches différentes, qui sont jugées d'autant plus pertinentes qu'elles aboutissent à des résultats convergents. Ainsi, il n'est pas rare qu'un prospectus présentant une offre d'achat d'actions utilise cinq ou six méthodes différentes en parallèle pour justifier le prix d'achat proposé²²⁵.

²²⁵J. Berk – P. DeMarzo, Finance d'entreprise, Pearson education, Paris 2008, p 276

Section 3 : Evaluation des obligations et des produits dérivés

Les obligations peuvent devenir une source de revenu récurrent, un moyen de procurer des plus values substantielles selon les objectifs tracés par l'investisseur, en spéculant sur des divers facteurs influençant sur une obligation à savoir l'identification de la rentabilité, la valeur de l'obligation, ainsi que le risque encouru.

1. Les facteurs influents sur le prix d'une obligation :

En évaluant la perspective de fluctuation des prix des obligations, les investisseurs doivent prendre en considération un certain nombre de facteurs, y compris les états financiers de l'entité d'entreprise, les perspectives de croissance, le moment de l'achat, l'historique de prix de l'instrument et le prix des instruments comparables émis par des sociétés comparables.

- **Le taux d'intérêt :**

Les fluctuations des taux d'intérêt est une variable primordiale sur le marché obligataire. Elle contribue non seulement à la formation des plus-values (ou moins-values), mais aussi à la détermination des revenus réguliers d'un investisseur. Le comportement des taux d'intérêt sur le marché peut avoir un effet gigantesque sur la rentabilité d'un placement en obligataire.

Les hausses de taux d'intérêt sont souvent mal accueillies par les porteurs d'obligations. En effet, lorsque les taux d'intérêt du marché augmentent, le cours des obligations baisse, et vice-versa, ce qui fait que le cours de l'obligation évolue dans le sens inverse du taux d'intérêt²²⁶.

- **Le rendement :**

Le processus d'évaluation d'une obligation commence avec la détermination ou l'estimation du rendement qu'elle est censée offrir. Une fois l'information connue, le prix d'une obligation est obtenu en sommant les valeurs actuelles des flux de trésorerie futurs qu'elle génère.

Le rendement est établi en fonction du prix d'achat de l'obligation et des versements d'intérêts reçus chaque année²²⁷. Une évolution des taux de rendement exigés par les investisseurs implique une diminution du prix de l'obligation et inversement.

²²⁶ Frederic Mishkin, monnaie, banque, et marchés financiers, 9^{ème} édition, 2010, nouveaux horizons, page 112

²²⁷ Gitman L., Joehnk M., *Investissement et marchés financiers*, 9^{ème} édition, Pearson Éducation, Paris, 2005 p522 ;

Donc, il existe une relation inverse entre le prix de l'obligation et le taux de rendement exigé par les investisseurs.

- **L'échéance :**

La durée de vie d'une obligation croît dans le même sens que les fluctuations de taux d'intérêt, autrement dit la durée de vie de l'emprunt est élevée plus le taux d'intérêt augmente, plus le cours de l'obligation diminue. On peut signaler l'existence d'un indicateur de mesure de la durée de vie moyenne avec pertinence et précision appelé **duration** qui tient compte de l'ensemble des flux de trésorerie actualisés associés à leur occurrence.

Sur la base de ces facteurs, si l'investisseur anticipe une baisse des taux d'intérêt, il doit acheter des obligations dont la date d'échéance est lointaine. En effet, ces obligations subiront la hausse de prix la plus assurée suite à la baisse des taux d'intérêt. Une fois que la baisse des taux d'intérêt se sera réalisée, l'investisseur n'a qu'à revendre ses obligations à un prix supérieur de leur coût et réaliser de ce fait un gain en capital.

1.1. La valeur d'une obligation :

L'appréciation de la valeur d'une obligation revient à trouver ce qu'elle devrait valoir en principe dans les conditions actuelles du marché, par une opération mathématique dite **d'actualisation**.

Le prix d'une obligation donnée représente le montant à payer pour acquérir cet actif, tandis que la valeur est ce que devrait être ce prix. Le développement suivant concerne l'évaluation des obligations à taux fixe.

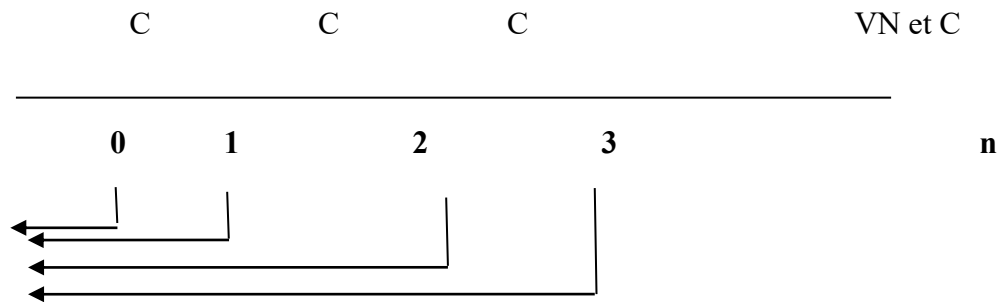
1.1.1. La valeur d'une obligation à une date d'intérêt (principe d'actualisation):

Les obligations sont des titres financiers qui subissent l'usure du temps ainsi que ses aléas de par leur concept, c'est la raison pour laquelle nous faisons la différence entre leur prix sur le marché et leur valeur réelle.

La valeur de ces obligations est obtenue à partir d'une opération d'actualisation ramenant la valeur future à celle de la conjoncture actuelle

L'investisseur qui achète une obligation, doit décaisser une certaine somme d'argent (la valeur de l'obligation) et encaissera par la suite une série de flux monétaires (les versements d'intérêts

périodiques et le remboursements de capital à la date d'échéance du titre), les flux monétaires sont représentés suivant ce schéma²²⁸ :



On note que VN : valeur nominal de l'obligation

- C : Valeur du coupon d'intérêt périodique
- V : Valeur de l'obligation
- I : Taux de rendement périodique exigée par le marché
- N : Nombre de versement d'intérêt restant à effectuer d'ici la date d'échéance de l'obligation.

L'obligation est un titre de créance qui généralement engendre une série de cash-flows sur plusieurs périodes de sa vie. Sa valeur est égale à la somme actualisée des cash-flows

- La valeur actualisée de cette série de versements périodiques homogènes est :

$$CAn/i = C \left[\frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \right]$$

- La valeur actualisée du remboursement de capital, se calcule comme suit :

$$\text{La valeur actualisé du remboursement de capital} = VN (1 + i)^{-n}$$

Du ce fait, la valeur d'une obligation, à une date d'intérêts peut se calculer ainsi²²⁹ :

$$V = \left[\text{valeur actualisée des versements d'intérêts} \right] + \left[\text{Valeur actualisée du remboursement de capital} \right]$$

$$V = CAn/i + VN (1 + i)^{-n} \dots (5)$$

²²⁸Denis Morissette, valeurs mobilières et gestion de portefeuille , 3^{ème} édition, les éditions SMG, Canada, 1993, p92.

²²⁹ Caudamine et Montier , banques et marchés financiers, édition Economica, 1998, page 357

L'équation (5) indique que la valeur d'une obligation dépend du coupon d'intérêt périodique, de sa valeur nominale, de sa date d'échéance et du taux de rendement courant exigé par le marché autrement dit **le taux de rendement actuariel (TRA)** de l'obligation. Le taux de rendement actuariel correspond donc au taux de rentabilité qu'on obtiendrait en gardant l'obligation jusqu'à son échéance, et en réinvestissant les intérêts au même taux actuariel.

Sachant que les intérêts versés périodiquement aux obligataires sont fixes, une hausse du taux de rendement courant du marché, entraînera une baisse de la valeur des obligations actuellement en circulation afin que ces derniers puissent fournir un rendement comparable aux obligations nouvellement émises comportant le même degré de risque. A l'inverse, une baisse du taux de rendement courant du marché provoquera une hausse de la valeur des obligations actuellement en circulation afin que leur rendement soit ramené à un niveau comparable au taux de coupon actuellement exigé par les investisseurs sur de nouvelles émissions d'obligations .

Le tableau suivant résume les paramètres influençant l'émission d'une obligation²³⁰ :

Tableau 15: Les paramètres qui influencent l'émission obligataire

Lorsque le prix de l'obligation est ...	Supérieur à sa valeur nominale	Egal à sa valeur nominale	inférieur à sa valeur nominale
Les obligations sont échangées ...	Au-dessus du pair	Au pair	Au-dessous du pair
Cela se produit lorsque le taux de coupon est ...	> au TRE	= au TRE	< au TRE

La méthode actuarielle est très pratique, son inconvénient, elle n'utilise qu'un seul et même taux, une sorte de taux moyen pondéré pour actualiser les flux intervenant pourtant à des périodes bien différentes.

Donc, pour que cette méthode soit représentative, il faudrait :

- Qu'il y ait un seul taux par type d'instrument et cela jusqu'à échéance, ce qui ne reflète pas du tout la réalité.

²³⁰J. Berk – P. DeMarzo, Finance d'entreprise , Pearson education, Paris 2008, p225.

- Ou bien avoir un instrument qui ne génère qu'un seul flux futur, c'est le cas des obligations à coupon zéro. Ces obligations ont un taux de rendement par construction égal au taux actuariel

1.1.2. La valeur d'une obligation entre deux dates d'intérêt :

L'utilisation de l'équation (5) pour évaluer une obligation n'est possible que si les calculs sont réalisés à une date d'intérêt ou à un moment précis de l'émission des titres, car, cette dernière expression préjuge que tous les versements d'intérêt futurs, de même que le remboursement du principal, s'effectuent sur un nombre entier de périodes de la date d'évaluation.

Concrètement, l'investisseur a la possibilité d'avoir une obligation à n'importe quel jour de l'année, ce qui nécessite la mise en place d'une procédure permettant d'évaluer une obligation entre deux dates d'intérêt. Principalement, la procédure sous-entendue se produit en deux étapes:

1. On détermine d'abord la valeur de l'obligation à la date du dernier versement d'intérêt en ayant recours à l'expression (5).
2. Par la suite, on accumule la valeur trouvée à l'étape 1 jusqu'à la date d'achat de l'obligation en utilisant l'intérêt composé. Le résultat obtenu représente le montant total que devra déboursier l'investisseur qui achète une obligation entre deux dates d'intérêt. Il tient compte des intérêts courus à la date d'acquisition de l'obligation, c'est-à-dire des intérêts qui devront être payés au vendeur du titre.

1.2. La durée d'une obligation :

La durée est une réponse au problème de la mesure de la dimension temporelle d'une obligation. la question qui se pose est de savoir comment mesurer à une date donnée la durée de vie d'une obligation ?

La notion de durée a été introduite en 1938 par F.MACAULAY, dans un ouvrage sur les taux d'intérêt, comme étant une mesure de la durée de vie d'une obligation. Depuis les années 70, elle sert de mesure de l'exposition d'un titre à revenu fixe au risque de taux d'intérêt.

La durée se définit comme la durée moyenne, exprimée en années, des flux financiers (remboursements et coupons), actualisés au taux du marché. Elle exprime pour un emprunt

donné, la durée à la fin de laquelle un emprunt dont capital et intérêts sont payés infine produit le même rendement actuariel²³¹.

Frederick Macaulay en (1936) proposa le premier concept de duration comme mesure des caractéristiques temporelles d'un titre par rapport au concept de maturité ou de durée de vie moyenne. Ce concept intègre non seulement le montant et la séquence des paiements des coupons, mais aussi le remboursement du capital (quelle que soit la modalité de remboursement retenue).

Cet indicateur est présenté ainsi²³² :

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{t \cdot Ft}{(1+i)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{Ft}{(1+i)^t}}$$

Avec :

- D : duration
- T : taux de marché (taux actuariel)
- Ft : flux actualisé de la période i

1.2.1. Propriétés de la duration²³³ :

- La duration s'exprime en nombre d'année, à noter que la duration d'une obligation est toujours inférieure à son échéance. Donc, plus l'échéance d'une obligation est lointaine, plus l'écart entre l'échéance et la durée devient important.
- Il existe une relation inverse entre le taux du coupon et la duration. En effet, plus le taux de coupon d'une obligation est élevé, plus sa durée est courte.
- Il existe une relation inverse entre le taux de rendement exigé par l'investisseur et la duration. En effet, plus le taux de rendement exigé par les investisseurs est élevé, plus la durée d'une obligation est courte.

²³¹ Joseph Antoine, Marie-Claire Capiau-Huart, Titres et Bourse, 2ème édition, tome 2, p349.

²³² Broquet C, Cobbaut R, Vanderberg A, Gestion de Portefeuille, Ed Deboeck Université, Bruxelles, 1997, page 425.

²³³ Corynne Jaffaux, Bourse et financement des entreprises, éditions Dalloz, 1994, page 204

- La durée d'une obligation qui se vend au pair ou à prime, croît à un rythme décroissant avec l'échéance.
- La durée d'une obligation qui se vend à l'escompte, augmente à un rythme décroissant avec l'échéance, atteint un certain maximum, puis elle se met à diminuer.

1.2.2. La duration d'un portefeuille d'obligations :

La durée d'un portefeuille constitué de plusieurs obligations correspond à la moyenne pondérée des durations individuelles des obligations incluses dans ce portefeuille, soit²³⁴ :

$$DP = \frac{\sum_{t=1}^n V_i * D_i}{\sum_{t=1}^n V_i}$$

Où : **DP** : Durée d'un portefeuille d'obligations .

- i : Valeur marchande de l'obligation i .
- T_i : Durée de l'obligation i .
- N : Nombre d'obligations incluses dans le portefeuille.

1.3. La sensibilité d'une obligation:

Hicks en 1938 dans Value & capital a donné la définition de la sensibilité, qui est la variation du cours d'une obligation suite à une hausse ou baisse du taux d'intérêt²³⁵, elle représente la dérivée première de la valeur de l'obligation par rapport au taux d'intérêt, divisée par la valeur de l'obligation²³⁶.

$$S = - \frac{1}{(1+i)} \times \frac{\sum_{t=1}^n \frac{t * Ft(t)}{(1+i)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{Ft}{(1+i)^t}}$$

La sensibilité peut dès lors s'écrire :

$$S = - \frac{D}{1+i}$$

²³⁴ Joseph Antoine, Marie-claire Capiau-huart, op-cit, p348

²³⁵ Philippe Spieser, la bourse, Vuibert 2^{ème} édition, juin 2004, page 25

²³⁶ Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, le marché financier français, 4^{ème} édition 2001, Economica, page 98

Il existe une relation inverse entre les fluctuations de taux d'intérêt et le prix d'une obligation. une augmentation du taux d'intérêt, induit une baisse relative du prix de l'obligation. Ce qui justifie le signe négatif dans la formule.

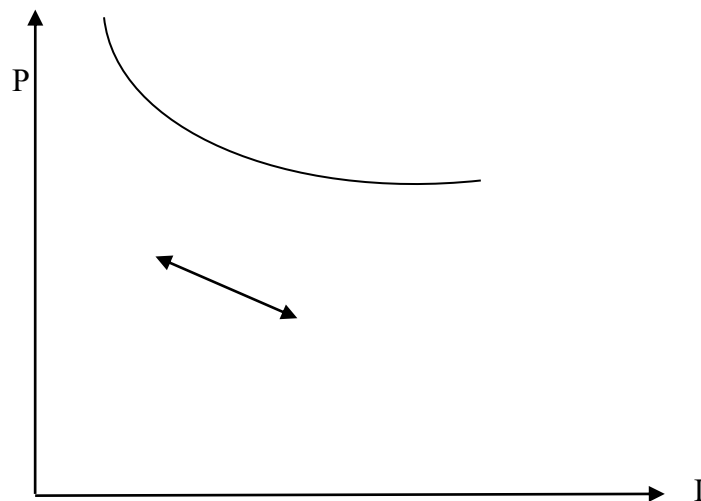
Cependant, cette approximation du prix n'est valable que pour de très faibles variations du taux de rendement actuariel. En effet, la relation précédente est linéaire alors que le prix est une fonction monotone décroissante convexe.

Le concept de convexité étudié ci-après améliore la *qualité de l'approximation*.

Si on pense à partir d'une analyse économique que les taux vont baisser, on va s'efforcer de bénéficier au maximum de cette baisse (car les prix des obligations vont monter). Or, plus la duration est longue, plus la sensibilité est forte, plus on bénéficiera d'une baisse de taux d'intérêt, dans cette hypothèse on va acheter des titres qui ont la duration la plus longue possible²³⁷.

Fiabilité de l'indicateur de la sensibilité :

Figure 11: la relation entre P et i



La sensibilité est une approximation linéaire de la variation du prix de l'obligation, due à l'écart entre le prix constaté et le prix estimé, c'est la pente de la tangente à la courbe reliant P à i (schéma ci-dessus)²³⁸

²³⁷ Didier Marteau, gestion des risques sur opérations de marché, éditions ESKA, 1997, page 20.

²³⁸ Jérémy Morvan, marchés et instruments financiers, 2^{ème} édition, Dunod, 2014, page 75.

- ✚ Plus la variation de taux est importante , plus l'erreur d'estimation de la variation de P est elle-même importante , la sensibilité est donc un outil de gestion du risque qui n'est utilisé que pour une gestion à court terme , pour les petites variations de taux.
- ✚ La sensibilité est fonction du taux d'actualisation (i), il est donc nécessaire de la recalculer régulièrement .
- ✚ La sensibilité est un indicateur pessimiste pour le porteur , elle tend à sous-évaluer le gain dû à une hausse des taux et à surévaluer la perte pour une baisse des taux.

1.4.La convexité :

Le calcul de la sensibilité ne donnera une très bonne approximation de la variation des prix qui pour des variations faibles des taux d'intérêts. Toutefois pour des variations conséquentes de taux d'intérêt, cette sensibilité fournit une estimation de la variation des prix des obligations beaucoup moins précises. Cette perte de précision est due au fait que la sensibilité considère la relation entre le prix de l'obligation et le taux de rendement actuariel est linéaire or elle est convexe.

En d'autres termes, l'adoption d'une différentielle de premier ordre n'est pas une approximation réaliste de la variation des prix. Afin de pallier cette insuffisance, la notion de convexité s'impose dans l'analyse du comportement des prix, cette nouvelle mesure **tient compte de la courbure de la relation entre le prix et le taux de rendement actuariel** et souligne l'écart avec le prix obtenu à partir de la sensibilité, elle varie d'un point à l'autre de la courbe. De plus, elle est différente pour chaque obligation. Le calcul de la convexité fait intervenir la dérivée seconde du cours d'une obligation par rapport au taux d'intérêt²³⁹ :

$$\text{Convexité (Cv)} = \frac{1}{P} \frac{d^2 P}{di^2}$$

L'expression de la convexité obtenue à travers un développement mathématique est donnée comme suit :

$$Cv = \frac{1}{P(1+i)^2} \frac{\sum_{t=1}^n (t^2+t)Ft}{(1+i)^t}$$

La combinaison de la sensibilité et de la convexité permet d'obtenir une approximation du prix de l'obligation pour une petite fluctuation de taux d'intérêt.

²³⁹ Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, le marché financier français, 4^{ème} édition 2001, Economica, page 99

En effet, la variation relative du prix d'une obligation provoquée par un changement du taux de rendement exige par le marché peut alors se calculer comme suit²⁴⁰ :

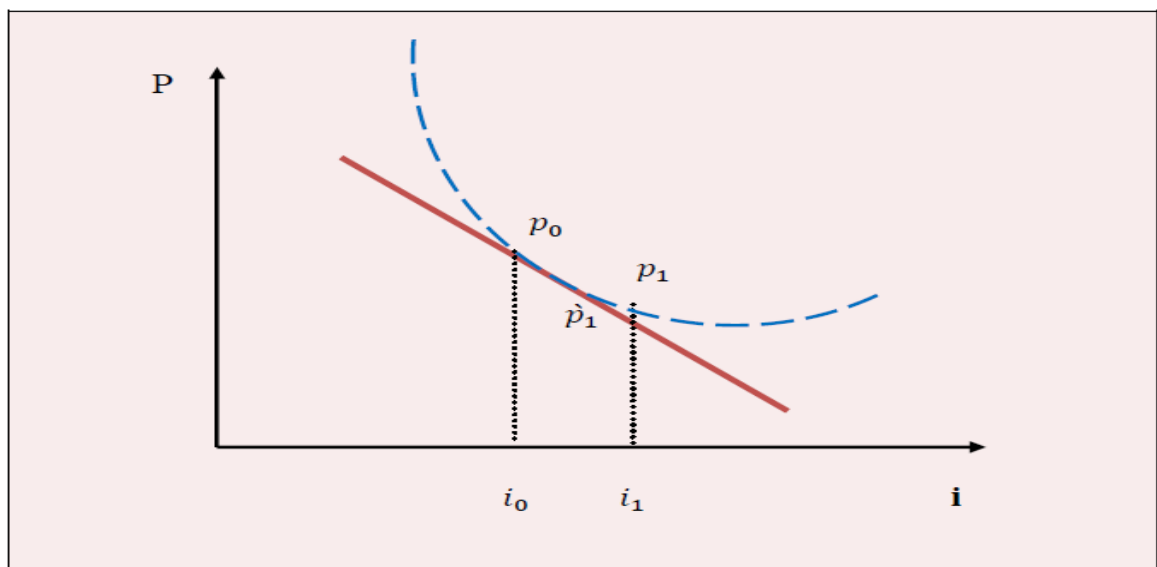
$$\frac{\Delta P}{P} = -D * (\Delta i) + (0.5) (Cv) (\Delta i)^2$$

1.4.1. Propriétés de la convexité²⁴¹ :

- La convexité est une valeur toujours positive, elle est fonction croissante de la duration d'un titre obligataire
- Plus la maturité est lointaine (élevée), plus la convexité est forte
- La convexité est plus accusée pour des taux de rendement faibles
- Plus le taux d'intérêt est faible, plus la convexité est forte (zero coupon).

Le graphique ci-dessous nous montre l'écart entre l'approximation par la sensibilité et le prix exact

Figure 12: écart entre approximation du prix par la sensibilité et le prix exact



Source : Leibowitz, M.L et Weinberger,A, « Contingent immunization, Part », Financial analysts journal 1982 , page 20 .

²⁴⁰Denis Morissette, op-cit ; p110.

²⁴¹P .Alphonse. G. Desmuliers. P. Grandin.M.Levasseur. op-cit, p 226.

2. La gestion d'un portefeuille obligataire :

Le processus de la gestion d'un portefeuille obligataire est le résultat des décisions dont certaines sont plus importantes que d'autres, ces décisions sont basées essentiellement sur le choix des objectifs et des décisions stratégiques prises par le gestionnaire du portefeuille.

La prise de décision, en revanche, n'est pas suffisante pour réussir la gestion de portefeuille, cette dernière réclame encore un contrôle permanent et une évaluation rigoureuse de la performance.

2.1. Le choix des objectifs :

Les raisons de détention du portefeuille doivent tout d'abord être explicitées par le gestionnaire du portefeuille, après quoi, ce dernier établira son objectif de gestion qui est exprimé généralement, sous forme d'un taux de rendement cible, pour lequel un certain degré de risque est admis.

2.2. Les décisions stratégiques :

Le gestionnaire d'un portefeuille de titres a le choix entre une variété de stratégies d'investissement. La stratégie adoptée répond aux exigences et aux préférences formulées par l'investisseur, quant à la liquidité, l'échéance et la période d'investissement désirée et au risque toléré, une stratégie passive est peu risquée et tente de répondre aux exigences de la liquidité, de maturité, d'horizon désiré et de minimisation de risque. Par contre une stratégie dynamique ou active a pour but d'assurer un rendement supérieur au tirant profit des variations prévues de aux d'intérêt

Le but est d'atteindre une composition de portefeuille, qui répond aux objectifs de gestion. En effet, cibler des objectifs conduit à déterminer des stratégies de gestion les plus appropriées, nous distinguons la gestion active de la gestion passive²⁴².

2.2.1. La stratégie de gestion active :

Il existe une variété de stratégies dynamiques de gestion de portefeuille de titres pouvant être adaptée et modifiée selon les circonstances générales et les contraintes propres aux investisseurs.

²⁴² Faouzi Rassi, Guy Hérouard, Guy Mercier, marché et gestion obligataires, éditions ESKA, 1990, page 59

Les techniques ont connu un essor considérable depuis que le marché obligataire a enregistré des fluctuations fréquentes et importantes de taux d'intérêt et de prix, les investisseurs partisans de ce genre de stratégie recherchent la **maximisation du rendement** pour une ou plusieurs périodes d'investissement, basée sur les opportunités qu'offrent les variations de prix et /ou d'intérêt.

La stratégie de gestion active peut être subdivisée en quatre catégories, à savoir :

La stratégie basée sur les anticipations des taux d'intérêt :

Les anticipations des fluctuations des taux d'intérêt poussent le gestionnaire du portefeuille, qui cherche à tirer profit à modifier la durée de son portefeuille selon ses prévisions, il essaie donc de maîtriser la sensibilité du son portefeuille selon qu'il prévoit une hausse ou une baisse des taux d'intérêt. La modification de la sensibilité du portefeuille peut se faire en substituant les obligations existantes dans le portefeuille par d'autres, ayant une sensibilité plus faible (ou plus élevée), afin d'atteindre la sensibilité cible du portefeuille.

La stratégie basée sur les mouvements des courbes de taux d'intérêt :

Cette stratégie consiste à composer un portefeuille en vue de tirer profit des variations prévues de la forme des courbes de taux d'intérêt. Le modèle de déplacement anticipe de la structure des taux déduira la stratégie adéquate :

- **Le déplacement parallèle** : Lorsque le changement des taux est identique pour toutes les échéances (court, moyen, et long terme).
- **Le déplacement non parallèle** : Lorsque le changement des taux est différent d'une échéance à l'autre. On distingue :
 - **Les twists** : Ces déplacements non parallèles accompagnent soit un aplatissement de la courbe (l'écart entre les taux à long terme et les taux à court terme diminue), soit un raidissement de la courbe (l'écart entre les taux à long terme et les taux à court terme augmente).
 - **Les déplacements butterfly** : lorsque les fluctuations des taux d'intérêt à long terme ou à court terme à la hausse ou à la baisse sont supérieures à la variation des taux intermédiaires.

La stratégie basée sur les écarts de taux : Appelée aussi *Swap inter marché*

Est basée sur la comparaison de deux secteurs proches du marché obligataire, autrement dit cette stratégie consiste à composer un portefeuille pour bénéficier des changements de l'écart de rendement entre deux ou plusieurs compartiments du marché obligataire.

La stratégie basée sur les caractéristiques propres de chaque obligation :

Cette stratégie consiste à identifier les obligations mal évaluées. Il s'agit d'un swap par lequel le gestionnaire échange une obligation par une autre ayant les mêmes caractéristiques.

Elle est fondée sur des simulations, faisant varier les caractéristiques propres à une obligation selon les différentes situations de taux d'intérêt.

2.2.2. La stratégie de gestion passive :

Une stratégie passive de gestion d'un portefeuille obligataire consiste à limiter ou à minimiser l'importance des prévisions des grandeurs économiques, comme celle des taux d'intérêt. C'est à cet endroit que réside la différence fondamentale entre une stratégie passive et une stratégie active, On distingue trois catégories de stratégie de gestion passive, en l'occurrence :

La gestion indicielle :

La méthode de l'indice d'un marché d'obligations comme cadre de référence de ses placements il s'agit d'obtenir une efficacité équivalente de celui du marché, c'est-à-dire des rendements semblables à ceux du marché des obligations en tenant de reproduire ces résultats essentiellement en composant un portefeuille semblable à un indice donné comme ceux de Mc Leod, YOUNG, WEIR et WOOD GUINDY, au Canada ou encore le Salomon Brothers Bond index, aux Etats Unis²⁴³.

Cette stratégie consiste à constituer un portefeuille pour répliquer la performance d'un indice obligataire en faisant référence à un autre indice obligataire sélectionné. L'application de cette stratégie passe par deux étapes :

- **Le choix de l'indice de référence** : différents facteurs influencent le choix de l'indice notamment, l'aversion au risque du gestionnaire et la concordance de l'indice au compartiment recherché. En effet, il est obligatoire de connaître les différentes formes d'indices qui existent.

²⁴³²⁴³ Faouzi Rassi, Guy Hérouard, Guy Mercier, marché et gestion obligataires, éditions ESKA, 1990, page 67

- **La construction d'un portefeuille** : après avoir déterminé l'indice de référence, le gestionnaire procède à la constitution du portefeuille qui reproduirait la performance d'un marché donné.

L'immunisation de portefeuille :

Cette stratégie consiste à choisir des titres qui procurent des revenus supérieurs ou égaux à ces engagements. Parmi les types de cette stratégie : l'immunisation pour satisfaire un seul engagement, l'immunisation multi-périodique.

La gestion de l'écart de durée :

Nous pouvons aussi analyser une autre variante de stratégie passive par une technique destinée à protéger la valeur nette d'une institution financière, telle qu'une banque contre le risque de variation de taux d'intérêt.

Le concept de durée est utilisé par MITCHELL pour développer les caractéristiques, les avantages et les limites de la gestion de l'écart de durée dans une banque, il s'obtient par la différence entre la durée des actifs d'une banque et la durée de ses dettes. La gestion de l'écart de durée a pour but de maîtriser les degrés de variabilité de la valeur nette d'une banque soumise aux variations du taux d'intérêt.

Enfin, L'analyse des différentes stratégies passives permet de faire ressortir les caractéristiques générales, qui se résument ainsi :

- Minimiser l'utilisation de la prévision de taux d'intérêt, afin de limiter leur répercussion éventuellement défavorable sur la gestion du portefeuille .
- Minimiser le risque de défaut ou d'insolvabilité des titres en portefeuille, afin de satisfaire les exigences de qualité.
- Assurer des flux monétaires aussi certains que possibles et des fluctuations de prix limitées, afin de répondre de manière adéquate aux exigences de liquidité, de maturité, de minimisation de risque et de période d'investissement désirée.

Aujourd'hui, du fait des fortes fluctuations d'indices boursiers, la gestion indiciaire ne donne pas toujours toute satisfaction aux investisseurs²⁴⁴.

²⁴⁴ Patrick Navatte, instruments et marchés financiers, édition management, 1992, page 150

3. Evaluation des produits dérivés

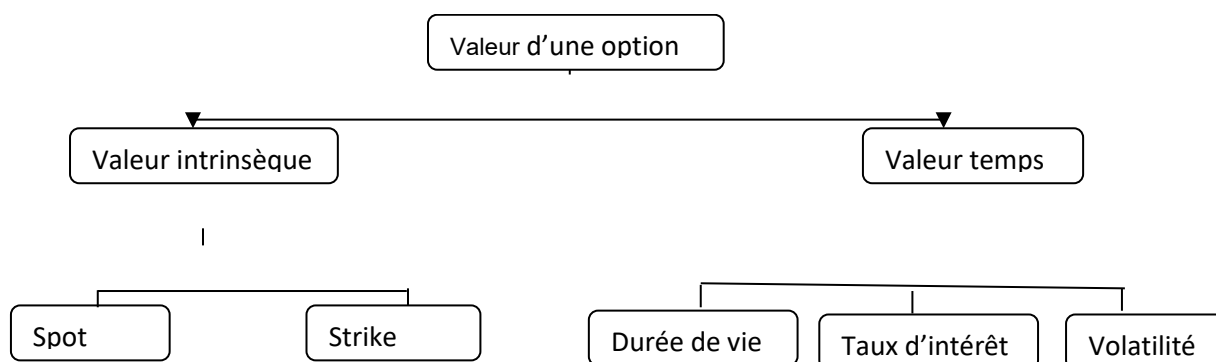
L'évaluation d'un instrument financier est un enjeu fondamental pour les opérateurs de marché. L'évaluation des options n'est pas originale. Toutefois, pour l'option comme pour l'action, les flux futurs sont inconnus. La solution est apportée par une scénarisation des évolutions du cours au comptant du sous-jacent qui se voient affecter une probabilité de réalisation avant d'être actualisées.

Les produits dérivés sont des instruments authentiques de gestion mis à la disposition des gestionnaires de portefeuilles, en leur offrant à la fois, la flexibilité et la possibilité d'une gestion précise et sélective de l'exposition au risque. Néanmoins, ces produits doivent être eux-mêmes correctement valorisés pour que cet apport à la gestion financière soit possible et bénéfique.

3.1. Evaluation des contrats d'options :

L'appréciation exacte de la valeur d'une option nécessite le recours à un modèle d'évaluation précis. Le modèle le plus populaire pour l'évaluation des options est le modèle de Black and Scholes.

Figure 13: les déterminants de l'évaluation d'une option



3.1.1. Les deux composantes de la valeur de l'option :

La valeur d'une option se compose ainsi d'une valeur intrinsèque et d'une valeur temps aussi appelée (**valeur spéculative**)

L'évaluation d'une option est ainsi fonction de plusieurs paramètres :

- Les paramètres exogènes sont le spot, la volatilité du sous-jacent et le taux d'intérêt. Ces derniers ne sont pas fixés sur le marché des options mais sur le marché au comptant et sur le marché monétaire.

- Les paramètres endogènes sont la durée de vie de l'option et le prix de l'exercice .ils sont fixés contractuellement.

❖ La valeur de parité ou valeur intrinsèque :

Elle se mesure par la différence entre le cours de l'action sous-jacente et le prix d'exercice (PE)²⁴⁵ . Cette valeur ne peut jamais être négative du fait que l'option représente un droit et non pas une obligation. Lorsque l'option est en dehors de la monnaie, la valeur sera nulle. Rappelons qu'une option peut être : à la monnaie, dans la monnaie, et en dehors de la monnaie²⁴⁶.

❖ La valeur temps ou valeur spéculative :

La valeur temps, qui est la différence positive entre la prime de l'option et sa valeur intrinsèque, existe dans la mesure où les investisseurs estiment que l'exercice de l'option à une date ultérieure engendrera un profit supérieur à celui qu'il procurait actuellement.

Plusieurs facteurs importants contribuent à la détermination de cette valeur, à savoir : Le prix d'exercice de l'option, la durée restante, la volatilité des titres sous-jacent, le niveau des taux d'intérêt du marché²⁴⁷.

✚ Le prix d'exercice :

Plus le prix d'exercice d'un call est élevé, ou plus le prix d'exercice d'une option de vente est bas, plus il devient difficile de réaliser un bénéfice dans cette position. C'est dans le cas d'une option à la monnaie que la valeur temps est la plus élevée.

✚ La durée restante :

Plus la date d'échéance est proche, plus la valeur temps de l'option diminue.

✚ La volatilité :

La volatilité est une mesure de la variabilité relative d'un actif financier, elle s'exprime en pourcentage annualisé,

²⁴⁵Joseph antoine, Marie-claire capiau-huart, titres et bourse ,2ème édition, tome 2, Bruxelles 1998, p 350

²⁴⁷Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, le marché financier français, 4^{ème} édition 2001, Economica, page 337

En calcul simplifié, elle s'estime comme la différence entre le niveau le plus haut et le niveau le plus bas d'un actif divisée par la moyenne arithmétique de ces niveaux.

De manière rigoureuse, elle correspond à l'écart type des taux de return de la dernière année. cette appréciation nous donne la volatilité historique .

Les praticiens utilisent d'avantage la volatilité implicite qui résulte des cours cotés sur le marché, elle st obtenue par l'itération de l'équation de Black& Scholes en y introduisant d'autres éléments.

Plus la volatilité d'une valeur sous-jacente est élevée, plus les possibilités sont grandes d'enregistrer des fluctuations de cours pendant la durée de l'option, et par conséquent, réaliser un gain ou perte si l'option sera exercée ou non.

Le taux d'intérêt du marché :

L'émetteur d'une option d'achat s'immunisera en conservant la valeur sous-jacente en portefeuille. Le cout de financement en résultant est répercuté dans la prime de l'option. Cependant, l'émetteur d'un put, bénéficie d'un avantage au niveau des taux d'intérêt. Le tableau suivant énumère les principaux facteurs susceptibles d'influencer le niveau de la prime d'un call ou d'un put :

Tableau 16: Facteurs influençant le niveau de la prime

	La prime du call augmente	La prime du put augmente
Lorsque le prix d'exercice	↓	↑
Lorsque la durée restante	↑	↑
Lorsque la volatilité	↑	↑
Lorsque le taux d'intérêt	↑	↓

Le spot : Est le cours au comptant de l'actif sous-jacent. il varie quotidiennement, il est lié négativement au call. En effet plus le spot augmente plus le call est exerçable tandis que le put a de moins en moins de chances d'être exercé.

3.1.2. Le modèle d'évaluation de Black et Scholes:

Black Scholes proposent un modèle d'évaluation des options en temps continu .ce modèle pose plusieurs hypothèses sur le données utilisée et le fonctionnement des marchés financiers selon la théorie de l'efficience²⁴⁸

- Le cours de l'actif sous-jacent suit un mouvement brownien géométrique sans distribution de dividendes²⁴⁹ .
- La distribution des rentabilités du sous-jacent suit une loi normale.
- Absence d'opportunité d'arbitrage sur les marchés financiers.
- Les marchés sont réputés efficients
- Les couts de transactions et les impôts sont nuls
- La volatilité du sous-jacent est stable dans le temps²⁵⁰
- Le taux d'intérêt est stable dans le temps .
- La vente à découvert st autorisée.

Le modèle est conçu pour valoriser les options à l'européenne, à long terme (d'échéance supérieure à un an).il vaut pour une unité de sous-jacent

Black and Scholes ont élaboré un modèle classique pour l'évaluation des contrats d'option, Primitivement, ce modèle a été entendu juste pour déterminer la valeur des options d'achat sur actions (call actions), ensuite, il a été généralisé et adapte pour les autres sous-jacents²⁵¹ :

$$\text{Call} = A \cdot N(d1) - E \cdot \exp(-r \cdot t) \cdot N(d2)$$

²⁴⁸ Jérémy Morvan, marchés et instruments financiers, 2^{ème} édition, Dunod ,2014, page 163 .

²⁴⁹ Sébastien BOSSU, Philippe HENROTTE, finance des marchés, éditions Dunod, 2008, page 225.

²⁵⁰ Didier Marteau, gestion des risques sur opérations de marché, éditions ESKA,1997,page 59

²⁵¹ Joseph antoine, Marie-claire capiau-huart, op-cit, p 352.

Avec :

$$d_1 = \left[\ln \left(\frac{A}{E} \right) + r \cdot t + \frac{1}{2(\sigma^2 \cdot t)} \right] / (\sigma \cdot t^{1/2})$$

$$d_2 = \left[\ln \left(\frac{A}{E} \right) + r \cdot t - \frac{1}{2(\sigma^2 \cdot t)} \right] / (\sigma \cdot t^{1/2})$$

A = cours actuel du sous-jacent

t = durée jusqu'à l'échéance

E = prix d'exercice

r = taux d'intérêt sans risque

C = prime du call

σ = volatilité

N(.) = fonction de répartition selon la loi normale

Exp(.) = fonction exponentielle

Ln(.) = fonction logarithmique népérienne.

3.2. Le pricing des futurs :

Un contrat "**future**" représente un engagement entre les parties, de livrer ou de prendre livraison d'une quantité déterminée d'un instrument financier à une date future précise, et à un prix convenu à l'avance.

Les standards des contrats sont déterminés sur une bourse reconnue, ou se fait toujours le traitement d'un contrat "future", parmi ces standards, on précise :

- L'actif financier sous-jacent .
- La quantité de l'actif par contrat.
- Le mode de cotation .
- L'échéance de livraison.
- Le mode de livraison (physique et/ou cash).

- L'écart minimum de prix (le "tick") .
- L'écart maximum quotidien .
- La marge initiale.

- **Détermination du prix d'un "Future" :**

La compréhension des contrats futurs est complexe, puisque les actifs financiers sous-jacents aux contrats proposés sont souvent notionnels.

Lors de la prise de position sur un marché à terme, en tant qu'acheteur ou un vendeur, le donneur d'ordre effectue un dépôt, appelé « dépôt », auprès de la chambre de compensation

- Si la position d'un intervenant évolue défavorablement, il réalise une perte potentielle. La chambre de compensation lance alors un appel de marge , l'intervenant doit faire un dépôt (en plus du dépôt) afin de couvrir la perte potentielle.
- Si l'intervenant ne peut pas répondre à l'appel de marge, la chambre de compensation clôt sa position en puisant dans le dépôt pour couvrir les pertes.

Inversement, si la situation d'un intervenant s'améliore après qu'il ait répondu à un appel de marge, la chambre de compensation effectue un appel de marge créditeur.

Le paiement entre les contreparties de la différence entre la valeur du taux de référence à l'échéance du contrat et la valeur du taux résultant du prix convenu au moment de la conclusion du contrat ne peut s'effectuer qu'en "Cash". En effet, il n'y a pas de livraison d'un taux d'intérêt.

L'écart de taux est appliqué au montant sous-jacent en tenant compte de la situation des comptes d'appel de marge pour calculer le règlement final de la transaction.

Les valeurs mobilières peuvent engendrer des interactions et des interdépendances qu'il convient d'identifier et d'évaluer. En effet, l'évaluation des titres constitue la première phase du processus de décision. Nous avons vu dans cette section les principales méthodes d'évaluation des différentes valeurs mobilières permettant à un investisseur rationnel de sélectionner un portefeuille optimal. Ainsi, d'autres mécanismes et méthodes performantes pourront être développés dans le cadre d'une gestion dynamique ou encore d'analyse du risque de portefeuille.

En effet, la pertinence de la méthode d'évaluation choisie déterminera toujours la portée des résultats obtenus.

Conclusion :

L'évaluation de l'entreprise se dresse alors, comme une étape incontournable et primordiale dans le processus d'introduction en bourse, elle aura pour mission de déterminer le prix de l'action dont dépend le succès de l'opération, prix auquel se fera la première cotation en bourse.

En Algérie, beaucoup de chef d'entreprises sont confrontées a des difficulté pratiques de l'exercice d'évaluation de leurs entreprises , notamment en l'absence d'un marché efficient handicapant l'application de méthodes significatives, à l'image de la méthode de Gordon-Shapiro très prisée lorsqu'il s'agit d'introduction en bourse , ou encore la méthode des comparables à défaut d'entreprises cotées sur le marché boursier Algérien .

Chapitre 03 : Structure et organisation du marché financier Algérien

Introduction

Le marché financier a été créé dans les années 90 dans un contexte de libéralisation de l'économie Algérienne pour répondre aux besoins accrus en matière d'investissement et soutenir la mise en œuvre du processus de privatisation des entreprises publiques, alors que les capacités d'endettement au niveau interne et externe présentent des limites.

En d'autre terme ce marché permettra de drainer l'épargne durable du public et des institutions financières pour financer l'économie sans recourir systématiquement au financement par endettement, qu'il soit bancaire ou par le biais du trésor public.

A travers ce chapitre on essaie de traiter successivement la chronique de la mise en place de la bourse des valeurs mobilières en Algérie, sa structure son organisation, son fonctionnement et son degré de développement.

Section 1 : Chronique de la mise en place de la bourse d'Alger

Pour relever le défi de la restructuration de l'économie nationale et du système financier en Algérie, le marché financier a commencé à se former dès l'engagement des réformes économiques destinées aux entreprises publiques et la création d'un tissu économique constitué de sociétés privées.

Le code de commerce de 1975 stipulait dans son article 688 que les entreprises publiques sont des sociétés par actions dont la propriété revient à l'Etat et ne sont en aucun cas cessibles.

En 1988, des nouvelles lois relatives aux sociétés publiques économiques ont été promulguées à savoir :

- La loi n° 88-01 du 12 /01/1988 relative à l'orientation des entreprises publiques économiques .
- La loi n° 88-03 et 04 du 12/01/1988 modifiant et complétant l'ordonnance n° 75-95 du 26/09/1975 portant code de commerce et fixant les règles particulières applicables aux entreprises publiques économiques.

Ces lois stipulaient que les EPE deviennent soit des entreprises publiques autonomes sous forme de sociétés par actions (SPA), soit des sociétés à responsabilité limitée (SARL) et dont les fonds de participation détiennent la gestion de la totalité de leurs actions à la place de l'Etat. Ces actions ne sont cessibles qu'entre les fonds de participation et les entreprises publiques économiques.

Ainsi ces lois ont permis de franchir un premier pas dans la mise en place d'un marché financier qui s'est concrétisé par la création d'une Société de Valeurs Mobilières (SVM) le 09 décembre 1990.

1. Création d'une Société de Valeurs Mobilières (SVM)

La SVM a pris la forme d'une société par actions dont les actionnaires sont les fonds de participation, son capital social a été fixé à 320 000.00 DA souscrit et réparti en parts égales entre les huit fonds de participation. La SVM a été créée afin de mettre en place un marché de valeurs mobilières opérationnel, mais à cause de nombreux obstacles et lacunes telles que l'obscurité de sa mission et l'insuffisance de son capital social, elle n'a pas pu atteindre le but espéré.

Pour remédier aux insuffisances du nouveau marché financier mis en place en 1990, trois décrets exécutifs ont été promulgués le 28/05/1991 ils se rapportent successivement à :

- L'organisation des transactions des valeurs mobilières (premier décret exécutif n° 91-169) où la mission de la société de bourse a été éclaircie et définie .
- Les types de valeurs mobilières ainsi que les conditions de leur émission par les sociétés de capitaux (deuxième décret exécutif n° 91-170) .
- La commission de bourse (troisième décret exécutif n° 91-171) en lui attribuant la principale mission qui est l'organisation du marché des valeurs mobilières.

En 1992, la société des valeurs mobilières a pris officiellement la dénomination de « Bourse des Valeurs Mobilières » (BVM) et son capital social a augmenté pour atteindre 9 320 000.00 DA, son rôle a été également cité clairement et avec précision.

2. Promulgation du décret législatif instituant la bourse des valeurs mobilières :

Le 23 mai 1993, un décret législatif relatif à la bourse des valeurs mobilières a été promulgué. Ce décret a joué un rôle important dans l'histoire de la bourse d'Alger car il fut le premier à :

- Instituer la Bourse des valeurs mobilières
- Définir la Bourse en tant que cadre d'organisation et de déroulement des opérations sur les valeurs mobilières émises par l'Etat, les autres personnes morales de droit public ainsi que les sociétés par action.
- Définir les organismes composant la Bourse :
 - ✚ La commission d'organisation et de surveillance des opérations boursières (COSOB)
 - ✚ La société de gestion de la Bourse des valeurs (SGBV)
 - ✚ Les intermédiaires en opération de Bourse (IOB).

La SGBV est une société par actions dont les actions sont totalement détenues par les IOB agréés qui étaient constituées par les banques et les sociétés d'assurance :

- **Errachad el Mali** (constitué par la BEA, la CNMA et la CCR)
- **SOFICOP** (constitué par la BNA, la BDL et la SAA)
- **SOGEFI** (constitué du CPA, de la CNEP et de la CAAT)

- **SPDM** (constitué par la BADR et la CAAR)
- **Union Brokerage IOB** privé, (filiale de l'Union Bank)

3. Les étapes de la mise en place du marché des capitaux Algériens :

La mise en place d'un marché des capitaux en Algérie est passée par trois étapes :

3.1. Phase de démarrage :

Dans cette phase, il a été convenu d'introduire les titres d'une manière progressive à la cote, ce qui devait permettre aux différents intervenants, de faire leur apprentissage et de se familiariser avec les mécanismes du marché afin de maîtriser l'ensemble du dispositif.

Cela a été suivi par la mise en place d'un cadre réglementaire permettant une meilleure gestion et un meilleur contrôle des opérations.

Pendant cette période de démarrage, il a été prévu d'élargir le cadre de cotation de négociation en faisant de multiples séances de bourse par semaine, en acceptant tout les types d'ordres autorisés par le règlement de la bourse.

3.2. Phase de développement:

Cette phase visait à donner un élan à l'activité boursière en Algérie, et ce par l'augmentation de la capitalisation boursière et du volume des transactions. De plus, le marché financier Algérien devait voir le lancement de nouveaux produits financiers.

3.3. Phase d'émergence :

La phase d'émergence constituera l'aboutissement de la stratégie du marché des capitaux Algérien. Elle suit la réalisation des principaux objectifs arrêtés, dans les phases de démarrage et de développement et elle vise à garantir la, transparence, la sécurité et l'efficacité nécessaire pour répondre à l'offre, massive des titres d'entreprises à privatiser.

Il sera entrepris également des actions pour permettre l'alignement de la bourse d'Alger sur les standards internationaux, ainsi que la délocalisation de la négociation en Algérie et la réalisation de liens avec les places boursières étrangères.

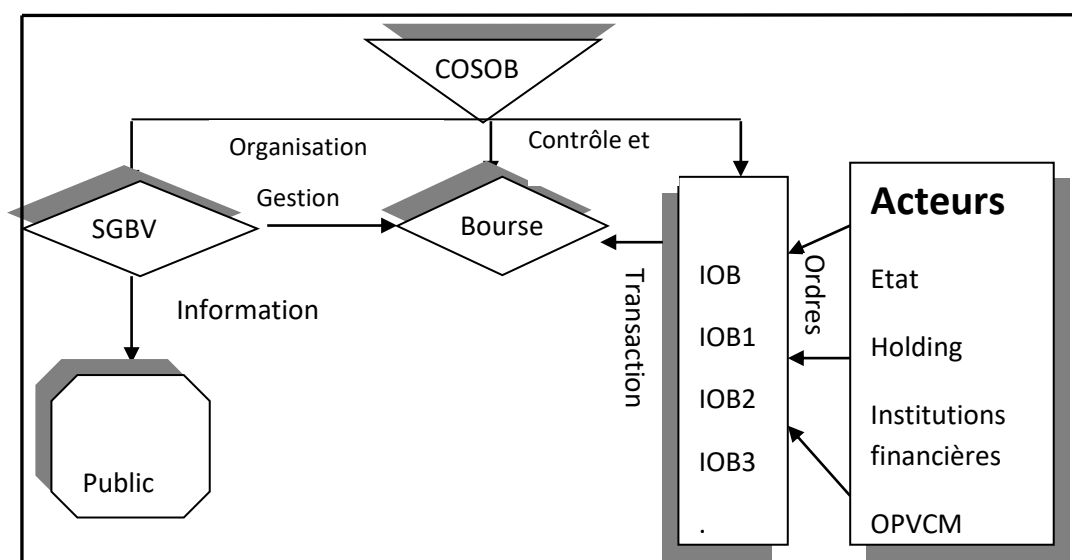
Toutes ces démarches ont pour objectif d'ancrer le marché financier Algérien dans l'économie nationale et entraînera l'émergence de la place financière d'Alger au niveau régional et international.

4. Structure et organisation de La Bourse des valeurs mobilières en Algérie :

Pour permettre la concrétisation réel d'un marché des capitaux en Algérie, la bourse des valeurs mobilières d'Alger a été mise en place en janvier 1998, à la suite d'un partenariat entre la Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB) d'Algérie et une agence d'exécution québécoise (Canada), Coopers & Lybrand.

L'organisation de la bourse des valeurs mobilières d'Alger et la mission de ses acteurs

Figure 14: Le système algérien mis en place pour l'organisation du marché boursier



Source : SONATRACH. La revue N°8, Octobre 1997.P18

Le schéma ci-dessus représente les différents acteurs intervenant sur le marché boursier, qui sont :

- La société de gestion des valeurs mobilières (SGBV).
- La commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB).
- Les intermédiaires en opération de bourse.
- Les autres acteurs sont : L'Etat, les holdings, les entreprises, les institutions financières, OPCVM, particuliers.

Le rôle de chaque intervenant sera détaillé, en prenant en compte les textes législatifs et réglementaires relatif à la bourse d'Alger.

5. Les acteurs et intervenants dans la bourse des valeurs mobilière d'Alger :

La bourse des valeurs mobilières est un marché organisé et réglementé où se rencontrent des offreurs et des demandeurs de capitaux, elle joue le double rôle d'être à la fois un lieu de financement des entreprises et un lieu de placement pour les investisseurs.

En Algérie, elle a été instituée par le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 modifié et complété par la loi 03-04 du 17 février 2003, qui la définit comme étant le cadre d'organisation et de déroulement des opérations sur valeurs mobilières émises par l'État, les autres personnes morales de droit public ainsi que les sociétés par actions.

Ainsi la bourse des valeurs mobilières est un **marché** :

- ❖ Réglementé et surveillé par une autorité de régulation indépendante dénommée La commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse **COSOB**.
- ❖ Gérée par une Société de gestion de la bourse des valeurs **SGBV**.
- ❖ Animé par les intermédiaires en opérations de bourse **IOB**.
- ❖ Sécurisé par le Dépositaire central des titres dénommé **Algérie clearing** et par les teneurs de comptes-conservateurs de titres TCC.
- ❖ Alimenté par les sociétés par actions cherchant un financement par appel public à l'épargne, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières OPCVM et par l'Etat pour ses emprunts obligataires.

5.1. La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse COSOB :

Instituée par le décret législatif n°93-10 modifié et complété par la loi n°03-04 du 17 février 2003 qui a doté la COSOB de la personnalité morale et de l'autonomie financière elle a aussi renforcée les pouvoirs réglementaires de surveillance et de contrôle de la commission.

La COSOB, elle a été installée en Février 1996

La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) représente l'autorité du marché des valeurs mobilières, elle a pour mission d'organiser et de surveiller le marché des valeurs mobilières en veillant notamment²⁵² :

²⁵² Mansour MANSOURI, la bourse des valeurs mobilières d'Alger, éditions distribution Houma, 2002, page 14.

- A la protection des investisseurs en valeurs mobilières
- Au bon fonctionnement et à la transparence du marché des valeurs mobilières.

Pour accomplir ses missions, la COSOB est composée :

- D'un Président nommé par un décret présidentiel pour un mandat de 04 ans.
- six membres nommés par arrêté du Ministre des Finances pour une durée de 04 ans.

Pour assurer ces missions, elle est dotée des pouvoirs :

- Réglementaire .
- Surveillance et de Contrôle .
- Disciplinaire et Arbitral.

5.1.1. Le pouvoir réglementaire

La Commission édicte des règlements concernant notamment :

- Les obligations d'informations par les émetteurs lors de l'émission de valeurs mobilières pour appel public à l'épargne, d'admission en bourse ou d'offres publiques .
- L'agrément des intermédiaires en opérations de bourse ainsi que les règles professionnelles qui leur sont applicables.
- Les conditions de négociation et de compensation des valeurs mobilières inscrites en bourse.
- Les règles relatives à la tenue de compte conservation des titres
les règles relatives à la gestion du système de règlement/livraison des titres
- La gestion de portefeuille de valeurs mobilières.
Les règlements édictés par la Commission sont approuvés par le Ministre des Finances et publiés au journal officiel.

5.1.2. Le pouvoir de surveillance et de contrôle

Ce pouvoir permet à la Commission de s'assurer en particulier :

- Le respect des dispositions législatives et réglementaires par les intervenants du marché.
- Que les sociétés faisant appel public à l'épargne se conforment aux obligations d'information auxquelles elles sont soumises.
- Du bon fonctionnement du marché.

5.1.3. Le pouvoir disciplinaire et arbitral

Il est institué au sein de la COSOB une chambre disciplinaire et arbitrale composé d'un Président, de deux (02) membres élus parmi les membres de la COSOB et de deux (02) magistrats désignés par le Ministre de la Justice.

En matière disciplinaire, la chambre est compétente pour instruire tout manquement aux obligations professionnelles et déontologiques des intermédiaires en opérations de bourse ainsi que toute infraction aux dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables.

En matière arbitrale, la chambre est compétente pour instruire tout litige technique résultant de l'interprétation des lois et règlements régissant le fonctionnement du marché boursier intervenant:

- Entre les intermédiaires en opérations de bourse .
- Entre intermédiaires en opérations de bourse IOB et Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV).
- Entre intermédiaires en opérations de bourse et leurs clients.
- Entre intermédiaires en opérations de bourse et sociétés émettrices.

5.2. La société de gestion de la bourse des valeurs SGBV:

Le décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières a institué la société de gestion de la bourse des valeurs mobilières, qui a été mis en place le 25 mai 1997.

La bourse des valeurs mobilières est un marché organisé et réglementé où se déroulent les négociations sur les valeurs mobilières cotées, émises par les sociétés par actions, l'Etat, les collectivités locales et les organismes publics.

La SGBV, communément dénommée Bourse d'Alger, est une société par actions détenue par les intermédiaires en opérations de bourse, elle est chargée d'organisation des séances de négociation et la gestion du système.

❖ Les fondateurs de la SGBV²⁵³ :

- Les banques nationales : BDL, BEA, BADR, CPA, BNA, CNEP.
- Les compagnies d'assurance nationales : CAAR, CCR, SAA, CAAT , CNMA.

²⁵³ Guide de la bourse et des opérations boursière, la bourse d'Alger 1998, page8

- Une banque privée : Union Bank

❖ **Les actionnaires de la SGBV:**

- Banque de Développement Local (BDL).

- Banque Extérieure d'Algérie (BEA).

- Banque de l'Agriculture et du Développement Rural (BADR).

- Crédit Populaire d'Algérie (CPA).

- Banque Nationale d'Algérie (BNA).

- Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance (CNEP Banque).

Les missions confiées à la société de gestion de la bourse des valeurs mobilières sont²⁵⁴:

- L'organisation pratique des opérations d'introduction en bourse des sociétés .
- L'organisation matérielle des séances de négociation.
- L'enregistrement des négociations et la gestion du système de cotation .
- L'organisation des opérations de compensation des transactions sur valeurs mobilières.
- La publication d'informations relatives aux transactions boursières.
- L'édition d'un bulletin officiel de la cote.

La Bourse d'Alger comprend une cote officielle segmentée en deux marchés selon la nature du titre, le marché des titres de capital (actions) et le marché des titres de créance (obligations).

La SGBV, organise hebdomadairement, deux séances de négociation les lundis et les mercredis réservées aux valeurs mobilières émises par les sociétés par actions.

La cotation des obligations assimilables du Trésor est assurée quotidiennement du dimanche à jeudi.

Les séances de bourse débutent à 09h30 et se clôturent à 11h30.

5.3. Intermédiaire en Opération de Bourse IOB :

Les intermédiaires en bourse qui ont été désignés dans une première phase comme représentants des banques et des compagnies d'assurances ont suivi plusieurs formations au niveau national et international pour mener à bien leurs activités.

²⁵⁴ Guide de fonctionnement de la bourse, édité par la COSOB, page 2

Dans une deuxième phase : à partir de 1998 et suivant les textes législatifs de 1993, les banques et les compagnies d'assurances n'étaient plus autorisées à exercer la fonction d'IOB, il ya eu donc la création de société par action qui ont pris en charge toutes les opérations d'intermédiation boursières avec la collaboration des banques telle que²⁵⁵ :

- la Société financière en conseil et placement **SOFICOP Spa (constitué par la BNA, BDL et la compagnie d'assurance SAA)**
- La Société générale financière par abréviation **SOGEFI (constitué par le CPA, la CNEP et la compagnie d'assurance CAAT)**
- **Errached el Mali** (Constitué par la BEA , la CNMA et la CCR).
- La société de placement des valeurs mobilières BADR/CAAR par abréviation **SPDM. B/C**(constitué par la BADR et la compagnie d'assurance CAAR).
- Union Bank Brokerage Spa **UBB** , IOB privé (filiale de l'Union Bank).
- Algiers Investment Partenership-AIP Spa en qualité d'intermédiaire en opération de bourse

Dans une troisième phase et à partir de 2004 , les IOB précédemment citées ont été successivement liquidées et radiées par décision n°05/003 du 20/03/2005, 05/004 du 20/03/2005, 05/005 du 20/03/2005, 05/006 du 20/03/2005, 05/007 du 20/03/2005 et 04/012 du 13/09/2004²⁵⁶ et remplacées par les banques agréées autant qu'IOB suivant la loi de finances 2003.

Dans une quatrième phase, L'activité d'I.O.B pouvait être exercée par des sociétés commerciales ayant pour objet principal l'intermédiation en opérations de bourse, ainsi que les banques et les établissements financiers, ayant reçu l'agrément de la COSOB²⁵⁷.

L'activité d'Intermédiaire en Opération de Bourse est réglementée, surveillée et contrôlée par la Commission d'organisation et de Surveillance du marché, elle est soumise à l'agrément de celle-ci.

Actuellement la place financière d'Alger compte onze IOB représentant les six Banques publiques : **BADR, BDL, BEA, BNA, CNEP-Banque, CPA** et quatre banques privées : **BNP**

²⁵⁵ Le marché des capitaux, marché des valeurs du trésor et marché financier, édité par la société interbancaire de formation, SIBF, page 40.

²⁵⁶ Décisions de radiation des IOB, prises par la COSOB, page 01.

²⁵⁷Règlement COSOB n° 15-01 du 25 Joumada thania 1436 correspondant au 25 avril 2015 relatif aux conditions d'agrément, aux obligations et au contrôle des intermédiaires en opérations de Bourse

Paribas El Djazaïr, Société Générale Algérie²⁵⁸, Banque Al Baraka d'Algérie, Al Salam Bank Algeria et une société commerciale privée **Tell Markets²⁵⁹**.

5.3.1. Les missions de l'intermédiaire en Opération de Bourse:

L'IOB désigne tout intermédiaire agréé qui intervient pour négocier pour le compte de ses clients, ou pour son propre compte des valeurs mobilières et autres produits financiers cotés et droits s'y rapportant.

Il peut exercer, également, une ou plusieurs des activités suivantes²⁶⁰:

- Le conseil en placement de valeurs mobilières.
- La gestion individuelle de portefeuille en vertu d'un contrat écrit.
- La gestion de portefeuille d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Le placement de valeurs mobilières et de produits financiers.
- La garantie de bonne fin et la prise d'émission de titres.
- La négociation pour le propre compte de l'intermédiaire
- La conservation et l'administration de valeurs mobilières.
- Le conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de fusion et de rachat d'entreprises.
- Toute autre activité définie par la COSOB.

Il existe deux catégories d'IOB admises par la réglementation ; IOB de pleine activité et IOB d'activité limitée.

Pour l'IOB de pleine activité : I a le droit de négocier des valeurs mobilières admises en bourse et autres produits financiers. De plus il peut effectuer des placements pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, ou bien faire de la gestion de portefeuille. L'IOB de pleine activité a le droit d'exercer toute activité désignée par la COSOB.

Quant à l'IOB d'activité limitée : Son activité est limitée juste à l'intermédiation dans la négociation des valeurs mobilières.

²⁵⁸ Agréée le 24 novembre 2015 par la décision de la COSOB n° CAB/037/2015.

²⁵⁹ Agréée le 24 novembre 2015 par la décision de la COSOB n° CAB/037/2015

²⁶⁰ http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/publications-guide_fonct_bourse.pdf, page 02, consulté le 15/05/2017, à 20h00.

5.4. Le dépositaire central

La mise en place d'un dépositaire central des titres s'inscrit dans le cadre du parachèvement de l'édifice institutionnel du marché des capitaux. Elle vise en particulier à moderniser le système de dénouement des transactions sur titres effectuées en bourse ou en hors bourse en permettant notamment une évolution du régime des titres vers un système dématérialisé.

En effet, le fonctionnement du système de dénouement des transactions boursières ainsi que le mode de gestion des titres avant la création d'Algérie clearing laissent apparaître quelques insuffisances qui ne favorisent nullement l'investissement en valeurs mobilières, la forme matérialisée et nominative des titres ainsi que le traitement des opérations.

a- Les titres matérialisés sont source de coûts :

- Impression des certificats, création d'un service titres chez chaque société émettrice pour gérer les radiations et les inscriptions d'actionnaires.
- **Lourdeur:** gestion matérielle au quotidien (annulation de certificats vendus, mise en circulation de nouveaux certificats pour les acheteurs...).
- **Les erreurs:** Des vendeurs qui n'encaissent pas leurs dividendes, des dividendes payés à tort...

Par ailleurs, la circulation des titres sous forme matérialisée peut exposer les titres à des opérations frauduleuses et à des falsifications.

b- La forme nominative des titres est contraignante:

En effet, il faut un service titre chez chaque société émettrice pour gérer le registre des actionnaires, procéder à l'émission et à l'annulation de certificats à chaque changement de propriété et assurer le suivi des modifications relatives aux différents détenteurs de titres (nom, adresse, capacité juridique) ainsi que les changements de propriété non consécutifs à une transaction en bourse (donation, succession...).

Aussi , Le traitement des opérations sur titres est très lourd on note ²⁶¹:

- Une lenteur dans l'acheminement des ordres de bourse, de l'agence bancaire locale jusqu'au marché, via l'IOB.
- Une lenteur dans le processus de dénouement et de remise des titres matériels à l'acheteur et des fonds au vendeur.

²⁶¹ Bulletin n°4, émis par la COSOB, relatif à la constitution du dépositaire central des titres, juillet 2003 ,page 5

- Une lenteur dans les mises en paiement des dividendes.

Une réforme s'impose et la mise en place du dépositaire central des titres a contribué à assurer en particulier :

- ✓ Une circulation plus rapide des titres (réduction du délai de dénouement des transactions, facilitation du processus de transfert de propriété des titres...).
- ✓ Une sécurité du système de règlement / livraison des titres qui va être géré par des professionnels.
- ✓ Une liquidité accrue du marché dans la mesure où les transactions peuvent se dénouer dans des délais plus rapides.
- ✓ Un rapprochement du fonctionnement du marché des capitaux des standards internationaux dans ce domaine, ce qui pourrait constituer un signal fort en direction des investisseurs .

5.4.1. Le dépositaire centrale Algérie clearing :

Le dépositaire central des titres en Algérie ayant pris pour dénomination sociale "Algérie Clearing", a été institué par le décret législatif N°93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété par la loi N°03-04 du 17 février 2003, relatif à la Bourse des valeurs mobilières. Son activité est placée sous la supervision de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB).

Algérie Clearing est une véritable pièce maîtresse du marché financier Algérien. Cet organisme veille à une plus grande sécurité dans le déroulement des opérations sur titres, une plus grande célérité dans le dénouement des transactions ainsi qu'une gestion professionnelle des titres tout en appliquant une mise à niveau par rapport aux standards internationaux.

Avec un capital social de 240 millions de dinars Algériens, le Trésor Public et la Banque d'Algérie étant actionnaires de droit, il a été créée par les six banques publiques (BNA, CPA, BADR, BEA, CNEP Banque et BDL) et les trois sociétés émettrices (Groupe SAIDAL, ERIAD Setif, EGH.EL AURASSI)²⁶², pour exercer les missions du Dépositaire Central des Titres en Algérie grâce à la gestion d'un système de règlement-livraison automatisé et intégré au service de tous les professionnels de la place.

²⁶² Mabrouk HOCINE, code des banques ,Berti éditions, Alger 2016, Art.19 quinquies , loi n°03-04 du 17 janvier 2003,relative au capital du dépositaire central, page 584.

5.4.2. Mission du dépositaire central des titres :

- Ouverture et Administration des Comptes Courants Titres pour les TCC (Teneur de Compte Conservateur) adhérents
- Centralisation de la conservation des titres en facilitant ainsi leur transmission entre les intermédiaires financiers .
- Mise en œuvre des opérations sur titres à l’initiative des émetteurs (paiement dividende, augmentation de capital, ...) .
- La dématérialisation des valeurs mobilières et leur codification selon la norme internationale I.S.I.N (International Securities Identification Number) .
- Publication des informations relatives au marché.

La mise en place et le développement de cet organisme contribuera à réduire les coûts et les délais des opérations de règlement / livraison et autres opérations sur titres (encaissement des dividendes, intérêts, exercice des droits...).




5.4.3. Les phases de l’inscription en compte des titres sont:

- Le titulaire de titres choisit un teneur de compte-conservateur, avec lequel il signe une convention d’ouverture de compte de titres, conforme à la convention cadre définie par la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB);
- Le titulaire de titres remet ses certificats matériels au teneur de compte-conservateur pour inscription à son compte. Le teneur de compte-conservateur requiert la société émettrice, via Algérie Clearing, de créditer son compte chez le dépositaire, à concurrence du nombre d’actions représentées. La société émettrice s’assure de la validité de la requête , les certificats sont authentifiés par rapprochement avec les inscriptions sur le registre des actionnaires .
- Dès que les titres sont crédités, sur instruction de l’émetteur, sur le compte courant du teneur de compte-conservateur chez Algérie Clearing, les avoirs de l’investisseur sont sous la responsabilité du teneur de compte-conservateur. Dès lors et quel que soit le type d’opération envisagée, c’est à ce dernier que le titulaire s’adressera.

Le Dépositaire Central assure la circulation des titres par des mouvements qui se réalisent par virement de compte à compte, ouvert au nom de ses adhérents.

Le dépositaire central offre également à ses adhérents la possibilité de distinguer leurs avoirs selon diverses catégories de titulaires ; Les adhérents sont dans l'obligation d'opérer cette distinction.

La circulation des titres s'effectue entre :

-  Les teneurs de comptes conservateurs.
-  Les spécialistes en valeurs du trésor.
-  Les teneurs de comptes conservateurs et les intermédiaires en opérations de bourse.

5.4.4. Les adhérents au dépositaire central²⁶³ :

Peuvent être adhérents au dépositaire central des titres :

- Les teneurs de comptes-conservateurs habilités par la COSOB.
- Les intermédiaires en opérations de bourse IOB, agréés par la COSOB et les spécialistes en valeur de trésor SVT habilité par la direction générale du trésor.
- Les personnes morales émettrices des titres admis aux opérations du dépositaire centrale des titres.
- Toute autre entité opérant dans le domaine des titres, après approbation du conseil d'administration du dépositaire central.

5.4.5. La dématérialisation :

La dématérialisation est la transformation de supports d'informations matériels (certificats) en écritures comptables (ouvertures de comptes titres).

Conformément aux dispositifs statutaires des sociétés cotées, applicables depuis la création du dépositaire, l'inscription en compte des titres auprès des teneurs de compte-conservateurs est le préalable pour négocier ses titres en bourse²⁶⁴. Cette obligation a été dictée par la COSOB.

Depuis la création d'Algérie clearing, elle ne cesse d'œuvrer à la dématérialisation des titres dont :

a- La dématérialisation du titre Saidal

Le tableau ci-dessous résume le nombre d'action du titre Saidal dématérialisé depuis la création de la COSOB en 2004 jusqu'en 2017 .

²⁶³ Les intervenants du marché, document fourni par la COSOB, page 7.

²⁶⁴ Article 715bis 37 du code de commerce Algérien, Berti édition, 2011-20012 , page 198.

Tableau 17: Dématérialisation du titre Saidal

Emetteur	Groupe Saidal			
Années	Nombre d'actions dématérialisées	Pourcentage (%)	Nombre d'actions cumulées	Pourcentage cumulé (%)
2004	36 793	1,84	36 793	1,84
2005	303 848	15,19	340 641	17,03
2006	86 663	4,33	427 304	21,37
2007	56 429	2,82	483 733	24,19
2008	44 217	2,21	527 950	26,40
2009	44 986	2,25	572 936	28,65
2010	33 745	1,69	606 681	30,33
2011	56 209	2,81	662 890	33,14
2012	33 380	1,669	696 270	34,81
2013	17 348	0,867	713 618	35,68
2014	13 972	0,699	727 590	36,38
2015	12 291	0,615	739 881	36,99
2016	14 927	0,746	754 808	37,74
2017	24 555	1,228	779 363	38,97
TOTAL	779 363	38,97	—	—

Source : Algérie clearing

Suite à l'émission de 2 000 000 d'actions matérialisées par la société Saidal en 1999, et la création d'Algérie clearing en 2013 , cette dernière n'a cessée son activité de dématérialisation des valeurs mobilières.

En 14 ans d'activité, elle n'a pue dématérialisée que 779 363 actions représentant 39% titres émis.

La vitesse de dématérialisation est lente , c'est due principalement à la difficulté des IOB a récupérer les supports matériel (certificats papiers) afin que Algérie clearing ne le transforment via l'ouverture de compte titres .soit par négligence des détenteurs d'actions soit par manque d'information.

Figure 15: Evolution du nombre d'actions du titre Saidal dématérialisé



Source : Algérie clearing

b- La dématérialisation du titre EGH EL Aurassi

Le tableau ci-dessous récapitule le nombre d'action du titre Egh El Aurassi dématérialisé depuis la création de la COSOB en 2004 jusqu'en 2017 .

Tableau 18: Dématérialisation du titre EGH EL Aurassi

Années	E.G.H El Aurassi			
	Nombre d'actions dématérialisées	Pourcentage (%)	Nombre d'actions cumulées	Pourcentage cumulé (%)
2004	126 257	10,52	126 257	10,52
2005	132 784	11,07	259 041	21,59
2006	56 791	4,73	315 832	26,32
2007	102 997	8,58	418 829	34,90
2008	22 114	1,84	440 943	36,75
2009	49 581	4,13	490 524	40,88
2010	22 775	1,90	513 299	42,77
2011	10 015	0,83	523 314	43,61
2012	9 391	0,78	532 705	44,39
2013	5 507	0,46	538 212	44,85
2014	7 988	0,67	546 200	45,52
2015	11 253	0,94	557 453	46,45
2016	19 140	1,60	576 593	48,05
2017	7 165	0,60	583 758	48,65
TOTAL	583 758	48,65	—	—

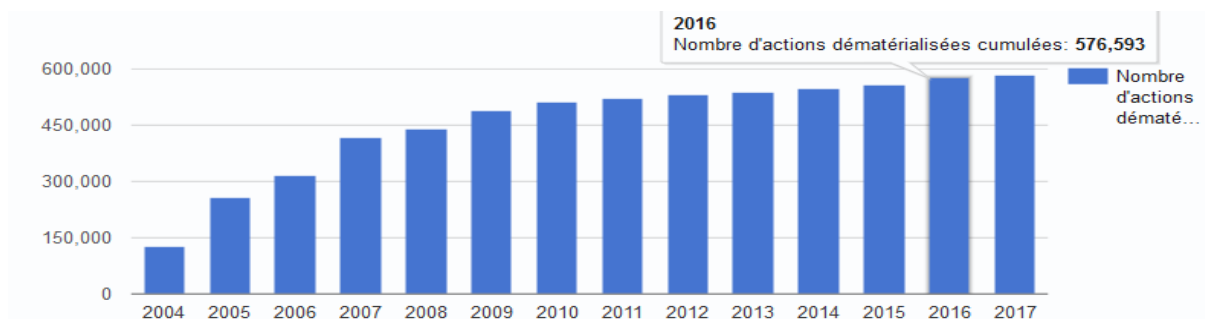
Source : Algérie clearing

Le nombre d'actions en circulation est de 1 200 000

La dématérialisation des actions de E.G.H El Aurassi au 31/12/2017 ne représente que près de 50% des actions émises soit 583 758 actions sur 1200 000 d'actions émises.

Ce faible taux de dématérialisation est dû à la lenteur de la remise des titres physiques par les actionnaires aux intermédiaires en opérations de bourse .

Figure 16: Evolution du nombre d'actions du titre EGH El Aurassi Dématérialisés



Source : Algérie clearing

Le faible taux de dématérialisation des titres physiques n'est pas sans risque sur les avoirs en titres des investisseurs, dans la mesure où les titres peuvent être égarés ou détériorés, de même cette situation rend le paiement des dividendes sur les résultats difficile vu que de nombreux investisseurs, ne se manifestent plus aux prés des guichets des banques.

Depuis 2003, les transactions en bourse sont réalisées sur des titres dématérialisés uniquement, les détenteurs de certificats papiers souhaitent vendre leurs actions doivent les dématérialiser avant de pouvoir les vendre en bourse et cela leur occasionne une perte de temps, notamment, en cas de besoin pressant de liquidité.

Ce constat nous amène à poser des questions sur l'efficacité de la stratégie de dématérialisation **volontaire** adoptée jusque là, et penser sérieusement à rendre obligatoire la dématérialisation avec une loi telle que pratiquée par de nombreux pays.

c- L'empreint national pour la croissance économique ENCE:

La dématérialisation de deux lignes de l'emprunt national pour la croissance économique ENCE, émis par le trésor sur le marché primaire en les inscrivant sur compte²⁶⁵ :

🚩 L'ENCE ligne 1 : (Annexe n°1)

- Code ISIN : DZ0000030019
- Valeur nominal : 1 000 000 DA
- Quantité dématérialisée : 115 083

²⁶⁵ Avis n°18/2017, Algérie clearing

- Durée de l'emprunt : 03 ans
- Le taux d'intérêt : 5%
- Date d'échéance : 16/05/2019

L'ENCE ligne 2 : (Annexe n°2)

- Code ISIN : DZ0000030027
- Valeur nominal : 1 000 000 DA
- Quantité dématérialisée : 40 000
- Durée de l'emprunt : 05 ans
- Le taux d'intérêt : 5,75%
- Date d'échéance : 16/05/2021

Cet emprunt a permis à l'état de lever cinq cent milliards de dinars dans le but de réaliser un grand programme d'investissement et absorber un maximum de fonds activant dans le marché parallèle.

Les fonds levés par cet emprunt obligataire ont réellement servis à la résorption du déficit budgétaire.

6. Les promoteurs en bourse

Un promoteur en bourse peut être soit un IOB-conseiller soit une société de conseil financier inscrite auprès de la COSOB dont la mission est d'accompagner toute société qui envisage de s'introduire sur le marché PME de la bourse d'Alger.

L'activité de promoteur en bourse peut être exercée par :

- Une banque ou un établissement financier .
- Un intermédiaire en opérations de bourse .
- Une société spécialisée en ingénierie financière ou en conseil juridique.

6.1. Le rôle du promoteur en bourse :

Le promoteur en bourse intervient en amont et en aval de l'admission de la société à la cote :

Avant l'introduction en bourse :

- Prépare l'introduction sur le marché PME .

- Effectue les diligences nécessaires .
- Conseil la société qui veut s'introduire en bourse et l'aide à préparer son dossier.

Après l'introduction en bourse :

- Contrôle en permanence que la société cotée sur le marché PME remplit ses obligations d'informations périodiques.
- Rappel à la société ses obligations d'information, lui fournit le conseil nécessaire pour remédier au manquement et il en informe la COSOB .

6.1.1. Les promoteurs en bourse inscrits auprès de la COSOB :

- Le 24 septembre 2013, la COSOB a autorisé l'inscription des deux promoteurs en bourse, à savoir ***SPA Grant Thornton Algérie*** et ***SARL RMG Consulting***.
- La COSOB a inscrit un autre promoteur en bourse le 24/11/2015, il s'agit de la ***société Dey Capital***²⁶⁶
- Aussi, Grant Thornton et Ernest& Young Advisory Algérie²⁶⁷

Depuis 2003, la COSOB à reconnu un nouveau statuts **d'évaluateurs, se sont des sociétés de conseil pour** la reconnaissance de l'évaluation des sociétés dont les titres seraient admis en bourse , elles sont six :

- ✓ HUMILIS Finance
- ✓ Ernest&Young Advisory Algérie
- ✓ Centre de techniques de l'information et de la communication CETIC
- ✓ KPMG
- ✓ Grant Thornton Algérie
- ✓ Centre d'ingénierie et d'expertise financière CIEF

²⁶⁶ Rapport annuel 2015 de la société de gestion des valeurs, page 05

²⁶⁷ Rapport d'activité 2016 édité par la COSOB, page 35.

Section 2 : Introduction des valeurs mobilières à la bourse d'Alger

L'objectif ultime de toute entreprise, quel que soit son secteur d'activité ou son champ d'action, est la croissance de ses richesses.

Dans un marché caractérisé par une concurrence accrue où il faut sans cesse conquérir de nouvelles parts de marché, cet objectif se heurte souvent à l'insuffisance des fonds propres, nécessaires à la mise en œuvre des stratégies de développement de l'entreprise.

L'introduction en Bourse constitue en cela une réelle opportunité. Elle offre aussi de multiples avantages que ne perçoivent pas toujours les chefs d'entreprises et les actionnaires.

Perçue comme complexe, contraignante voire onéreuse, l'introduction en Bourse constitue pourtant une étape majeure de la vie d'une entreprise.

Elle nécessite néanmoins, des connaissances spécifiques portant sur le processus à suivre, les textes légaux et réglementaires applicables, les intervenants et les travaux préparatoires.

a- Les principaux avantages d'une introduction en bourse pour l'entreprise :

- ✓ Lever des fonds pour financer sa croissance et consolider ses fonds propres.
- ✓ Diversifier les sources de financement.
- ✓ Structurer l'entreprise et affiner son plan de développement .
- ✓ Fidéliser ses collaborateurs et faciliter le recrutement.
- ✓ Renforcer son leadership.
- ✓ Créer une monnaie d'acquisition.
- ✓ Accroître sa visibilité et sa notoriété à travers sa cotation en bourse.
- ✓ Réduction de l'endettement.²⁶⁸

b- Les principaux avantages pour les actionnaires²⁶⁹ :

- ✓ Valoriser la société au cours du temps.
- ✓ Bénéficier d'un bassin de liquidité.
- ✓ Réaliser une partie de son patrimoine

²⁶⁸ Séminaire, évaluation d'entreprises dans le cadre d'une introduction en bourse, Mr hadj ali samir, le 25 avril 2013, Alger.

²⁶⁹ Séminaire, les avantages et les bénéfices d'une introduction en bourse, Duco wildeboer, Farah achouri, Nyse euronext, page 08, le 25 avril 2013, Alger.

- ✓ Faciliter la transmission de la société

1. Processus d'introduction en bourse :

L'introduction en bourse consiste à rendre les titres d'un émetteur négociables en bourse, les titres cotés sont ainsi liquides et peuvent être échangés en bourse à tout moment.

L'introduction en bourse peut se faire soit par le biais d'une ²⁷⁰:

- ✚ Cession d'action, ou offre publique de vente, d'une fraction du capital social de l'entreprise.
- ✚ Emission de nouvelles actions qui seront souscrites par les nouveaux actionnaires suite à une augmentation de capital.
- ✚ Emission d'un emprunt obligataire auprès des institutionnels et/ou du grand public.

L'introduction en bourse permet de :

- ✓ Lever les fonds nécessaires pour le financement du développement de l'entreprise.
- ✓ Diversifier les sources de financement de l'entreprise.
- ✓ Gagner en notoriété vis-à-vis des fournisseurs, des clients et des salariés, la cotation donnera de la crédibilité à l'entreprise.
- ✓ Faire bénéficier aux actionnaires fondateurs d'une meilleure valorisation de leurs participations grâce au marché.
- ✓ Donner aux actionnaires une porte de sortie du capital de la société
- ✓ Faire bénéficier la société et ses actionnaires de multiples incitations fiscales (plus values et droit d'enregistrement exonérés d'impôt)
- ✓ Adopter les bonnes pratiques de la gouvernance et assurer la pérennité de l'entreprise.

2. L'Appel Public à l'Épargne (APE)

L'Appel Public à l'Épargne (APE) est une technique de financement par le marché qui permet de lever des capitaux importants, pour la société, grâce à la participation d'investisseurs.

L'appel public à l'épargne est une procédure réglementaire régie par le code de commerce et encadrée par la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse

²⁷⁰ Introduction en bourse, guide fourni par la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse COSOB, page 04.

(COSOB²⁷¹) qui constitue l'autorité du marché des valeurs mobilière. Par conséquent, les sociétés sont soumises à de nombreuses obligations, notamment d'information.

Sont réputées faire appel public à l'épargne, les sociétés dont les titres sont admis aux négociations en Bourse, à dater de leur inscription, ou qui pour le placement de leurs titres quels qu'ils soient, ont recours soit à des banques, des établissements financiers ou des intermédiaires.

L'appel public à l'épargne peut se faire pour l'une des opérations suivantes :

1. L'augmentation de capital .
2. L'ouverture de capital .
3. L'émission d'un emprunt obligataire.

2.1.Les acteurs d'une introduction en bourse par l'APE :

L'opération d'appel public à l'épargne en vue d'une introduction en Bourse fait appel à plusieurs intervenants dont les acteurs suivants :

- **La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) :**

Outre le traitement du dossier d'admission et l'octroi du visa, la COSOB veille à la protection des épargnants et au respect du principe de transparence.

- **La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV) :**

Elle se charge de l'organisation pratique des introductions en bourse ainsi que de l'organisation matérielle des séances de négociation.

- **Le Dépositaire Central des titres (Algérie Clearing) :**

Il assure l'inscription et la codification des titres admis à ces opérations selon la norme internationale I.S.I.N, ainsi que le règlement et la livraison des titres.

- **Les Intermédiaires en Opérations de Bourse :**

ils assurent l'accompagnement et l'assistance des sociétés dans leur processus

d'introduction ainsi que le placement des titres. Ils détiennent le monopole de la négociation en Bourse.

²⁷¹ Les entités de droit Algérien pouvant faire APE sont : l'Etat, les collectivités locales, les autres personnes morales de droit public ainsi que les SPA.

- **Le Promoteur en bourse**

Il est chargé d'assister les PME lors de l'émission de leurs titres, dans la préparation de l'opération d'admission et de s'assurer en permanence qu'elles respectent leurs obligations d'information légales et réglementaires.

2.2.L'introduction en bourse, par appel public à l'épargne, peut se faire sur le²⁷² :

✚ **Marché principal** qui est réservé pour les sociétés par actions ayant un capital minimum libéré d'une valeur de 500.000.000 DA

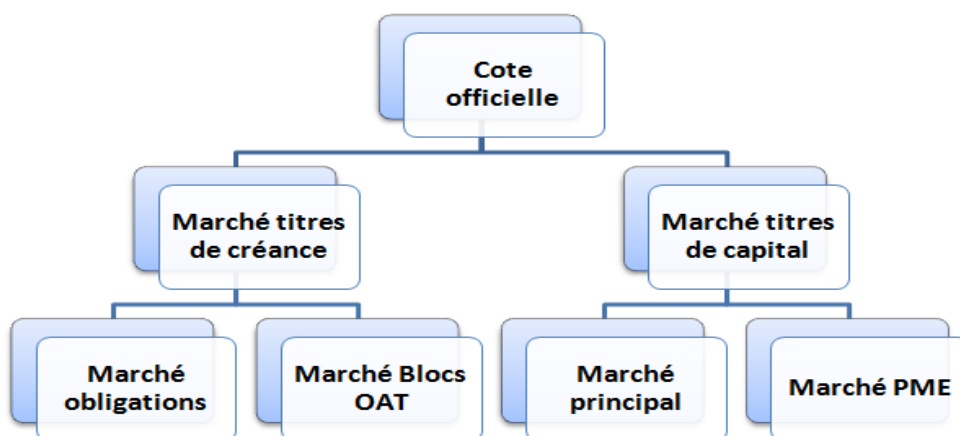
✚ **Marché des PME** qui est réservé aux petites et moyennes entreprises.

✚ **Marché des obligations** qui est un marché des titres de créance émis par les sociétés par actions, les organismes publics et par l'Etat.

Outre ces marchés, la cote officielle de la Bourse d'Alger dispose également d'un

Marché de Blocs OAT dédié exclusivement aux obligations assimilables du Trésor qui y sont admises de droit.

Figure 17: Organisation de la Bourse d'Alger



Source : Rapport d'activité 2013 de la bourse d'Alger , page 06.

3. Conditions d'admission en bourse

Toute société qui demande l'admission de ses valeurs mobilières aux négociations à l'un des marchés de la Bourse doit remplir les conditions suivantes :

²⁷² Guide d'introduction en bourse , édité par la SGBV, édition 2015,page 05

a- Conditions communes

- La société doit être organisée sous forme de Société Par Actions (SPA) .
- Tenir la COSOB informée des cessions ou abandons d'éléments d'actifs intervenus avant son introduction .
- Justifier l'existence d'une structure d'audit interne devant faire l'objet d'une appréciation du commissaire aux comptes dans son rapport sur le contrôle interne de la société. Dans le cas contraire, la société doit s'engager à mettre en place cette structure au cours de l'exercice qui suit l'admission de ses titres aux négociations en bourse .
- Assurer la prise en charge des opérations de transfert de titres .
- S'engager à respecter les conditions de divulgation d'information définies dans les règlements de la COSOB.

b- Conditions spécifiques

Les conditions spécifiques à l'introduction en bourse sont représentées dans le tableau ci-dessous :

Tableau 19: Conditions spécifiques d'admission en bourse

Conditions	Marché principal	Marché PME	Marché obligataire
Capital minimum libéré	500 millions de DA	Aucune exigence	Aucune exigence
Nombre d'exercices certifiés	03 dont le dernier bénéficiaire	02	Aucune exigence

c- Conditions d'introduction en Bourse sur le :

-Marché principal

- Diffuser dans le public des titres de capital représentant au moins 20% du capital social de la société, au plus tard le jour de l'introduction.
- Les titres de capital diffusés dans le public doivent être répartis auprès d'un nombre minimal de 150 actionnaires.

-Marché des obligations

- L'encours des titres de créance pour lesquels l'admission aux négociations en Bourse est demandée doit être au moins égal à 500 000 000 DA, le jour de l'introduction.

-Marché PME

- La société doit procéder à une ouverture de son capital social à un niveau minimal de 10%, au plus tard le jour de l'introduction.
- Les titres de capital de la société diffusés dans le public doivent être répartis auprès d'un nombre minimal de 50 actionnaires ou 03 investisseurs institutionnels, au plus tard le jour de l'introduction.

-Marché Blocs OAT

- Les obligations assimilables du Trésor sont admises de droit.

4. Processus d'introduction en Bourse

L'introduction en bourse comprend trois phases importantes :

- ✚ Phase de pré-introduction.
- ✚ Phase d'introduction.
- ✚ Phase de post-introduction.

4.1.Phase de pré-introduction

C'est la phase qui précède l'introduction en Bourse et la première étape que doit suivre tout émetteur qui fait un appel public à l'épargne.

4.1.1. Décisions qui sont à l'origine de l'opération

Seule une assemblée générale peut prendre la décision d'effectuer une émission par appel public à l'épargne. Elle ne peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire que les pouvoirs tendant à la rendre effective.

4.1.2. Préparation juridique de la société et de l'actionnariat

L'introduction d'une société en Bourse nécessite, sur le plan juridique, un examen minutieux, car l'entreprise est souvent amenée à effectuer des changements de statut, de forme juridique et de structure de capital, afin de respecter les conditions d'admission à la cote.

4.1.3. Choix de l'établissement accompagnateur

a. Sur le marché principal et marché des obligations

L'entreprise, qui demande l'admission de ses valeurs aux négociations sur le marché principal ou sur le marché des obligations, est tenue de désigner un IOB accompagnateur qui aura pour mission de l'assister, de l'accompagner et la conseiller tout au long du processus d'introduction.

Outre la fonction de conseil et d'assistance, l'IOB accompagnateur a pour tâche de décider avec l'entreprise d'une procédure de placement, d'une politique de marketing et éventuellement de la constitution d'un syndicat de placement qui permettra une plus large diffusion des titres optimisant ainsi les chances de placement.

Le choix de l'IOB peut se faire sur la base de critères objectifs ou subjectifs.

Critères objectifs

- **L'efficacité** : L'entreprise se renseigne sur la capacité de son accompagnateur à l'assister à travers sa réputation et son expérience en matière d'introduction en Bourse.
- **Le coût** : C'est un critère déterminant dans le choix de l'entreprise car l'introduction en Bourse est une opération dont les coûts sont relativement élevés, l'entreprise cherche à minimiser ses charges tout au long du processus.

❖ Critères subjectifs

Dans la plupart des cas et surtout en Algérie, l'IOB accompagnateur est une banque. La domiciliation d'une entreprise auprès d'une banque depuis plusieurs années et la relation de confiance qui s'est créée au fil du temps, peut jouer un rôle important dans le choix de l'entreprise, car la banque connaît les habitudes de son client, sa structure financière ainsi que ses perspectives de croissance.

b. Sur le marché des PME

L'entreprise candidate à une introduction sur le marché des PME a pour obligation de choisir un promoteur en Bourse qui va l'accompagner lors de son processus d'admission et tout au long de son parcours sur ce marché, pour une période de cinq (05) ans.

Le promoteur en Bourse est ainsi chargé de conseiller l'entreprise dans la préparation de l'opération d'admission, il est également, chargé de contrôler la PME et de s'assurer en permanence qu'elle respecte ses obligations d'information légales et réglementaires.

4.1.4. Elaboration d'un calendrier d'introduction

Avec la participation de son IOB accompagnateur ou de son promoteur en Bourse, la société doit faire preuve d'une organisation minutieuse. A cet effet, l'élaboration d'un calendrier

d'introduction résumant les principales étapes par lesquelles l'entreprise doit passer, garantira une meilleure préparation et moins d'appréhension à aborder une nouvelle étape du processus.

4.1.5. Evaluation de l'entreprise

L'entreprise doit procéder à son évaluation économique par un membre de l'ordre des experts comptables, autre que le commissaire aux comptes de la société, ou par tout autre expert dont l'évaluation est reconnue par la COSOB sauf membre de cette dernière. Cette évaluation servira à fixer le prix de cession des titres.

4.1.6. Elaboration du projet de notice d'information et de prospectus

Toute société qui émet des valeurs mobilières, en faisant publiquement appel à l'épargne, est tenue d'élaborer une notice destinée à l'information du public. Cette notice, soumise au visa de la COSOB, doit contenir les éléments d'information qui permettent à l'investisseur de fonder sa décision, dont :

- La présentation et l'organisation de l'émetteur .
- Sa situation financière .
- L'évolution de son activité .
- L'objet et les caractéristiques de l'opération projetée.

La société est également tenue d'élaborer un prospectus qui résume les énonciations contenues dans la notice d'information en fournissant les renseignements les plus importants et les plus significatifs concernant l'émetteur et l'opération projetée.

4.1.7. Dépôt du dossier d'admission²⁷³

L'admission des titres en Bourse doit faire l'objet d'une demande d'admission auprès de la COSOB, accompagnée d'un dossier, en double exemplaire, comportant les documents juridiques, économiques, financiers et comptables, et du dépôt d'un projet de notice d'information.

Le dépôt du projet de notice d'information est accompagné :

- D'un projet de prospectus .
- D'une copie des statuts ou du règlement intérieur de l'émetteur.

²⁷³ Notice d'information définie par instruction COSOB n° 97-03 du 30 novembre 1997 portant application du règlement COSOB n°96-02 du 22 juin 1996 relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne.

- Du procès verbal de l'organe habilité ayant décidé ou autorisé l'émission .
- Des états financiers prévus par l'instruction COSOB n°98/01 .
- Un exemplaire original de la convention liant le promoteur en Bourse à la PME .
- Règlement de la redevance prévue par la réglementation.

Le projet de notice d'information est présenté par un représentant de l'émetteur ou par un intermédiaire financier.

Lorsque le projet est présenté par un intermédiaire, il doit comporter l'indication du responsable avec lequel les services compétents de la COSOB peuvent prendre contact auprès de la société.

4.1.8. Visa de la COSOB

a .Utilisation du projet de notice avant attribution du visa

Sur demande de l'émetteur, la COSOB peut autoriser l'utilisation du projet de notice d'information avant d'y apposer son visa aux conditions suivantes:

- Le projet de notice d'information ne peut être utilisé que par les banques, les établissements financiers ou les intermédiaires en opérations de bourse qui participent au placement des valeurs mobilières décrit dans le projet .
- Le projet de notice d'information n'est utilisé que pour recueillir les intentions des souscripteurs .
- l'intermédiaire financier qui utilise le projet de notice d'information met un exemplaire à la disposition de toute personne qui en fait la demande et tient un registre des noms et adresses des personnes auxquelles il le remet .

b. Délai d'attribution du visa

A compter de la date d'accusé de réception du projet de notice d'information, la COSOB dispose d'un délai de deux (02) mois pour accorder ou refuser son visa ou, si elle demande une information complémentaire, d'un délai d'un (01) mois suivant sa réception.

c. Validité du visa

Si l'opération projetée n'est pas réalisée dans un délai de douze (12) mois, à compter de la date d'octroi du visa, l'émetteur est tenu de solliciter de nouveau le visa de la COSOB.

d. Refus de visa

La COSOB peut refuser son visa pour les raisons ci-après :

- La notice d'information n'est pas conforme aux règlements et instructions de la COSOB .
- La notice d'information n'est pas accompagnée des documents prévus par les règlements de la COSOB .
- La notice est incomplète ou inexacte sur certains points ou omet de mentionner des faits qui devraient être indiqués .
- Les demandes de modifications notifiées par la COSOB ne sont pas satisfaites .
- La protection de l'épargnant l'exige.

4.1.9. Adhésion au Dépositaire Central des Titres (DCT)

Préalablement à l'introduction en Bourse, la société est tenue d'adhérer au dépositaire central afin d'inscrire tout son capital, dans le cas d'une émission d'actions, ou le montant de l'emprunt dans le cas d'une émission d'obligation.

4.1.10. Etablissements de contrats et conventions

L'introduction en Bourse fait intervenir plusieurs acteurs (IOB, Promoteur, Syndicat de placement, SGBV, Dépositaire,...). A cet effet, il est nécessaire d'établir des contrats et des conventions pour définir les obligations de chacune des parties.

4.1.11. Campagne marketing et road show

Afin de réussir le placement de ses titres, l'émetteur lance une campagne de publicité en utilisant tous les médias (radio, télévision, journaux,...) et en distribuant ses prospectus²⁷⁴ et ses notices d'information à travers tous le réseau d'agences bancaires participant à l'opération .

Aussi, le road show est la période durant laquelle les dirigeants d'une société sont mobilisés pour de nombreuses réunions avec les investisseurs, ces réunions peuvent se dérouler sous forme de face à face, pour les investisseurs les plus importants, ou de grands rassemblements pour le grand public.

Le principal but de cette campagne est d'informer d'éventuels investisseurs de la qualité de l'entreprise, de son produit, de son marché, de ses résultats et de sa stratégie. Elle permet aussi de récolter les intentions de participation des investisseurs à la souscription du titre.

²⁷⁴ Un prospectus est un document bref synthétique, il résume en quelques pages les informations les plus importantes et les plus significatives contenues dans la notice d'information, il est destiné aux intermédiaires, leurs représentants et le public.

4.1.12. Période de souscription (Période de l'offre)

Durant toute la période de souscription, les investisseurs présentent leurs ordres d'achat directement auprès des agences bancaires autorisées à participer à l'opération, moyennant le dépôt d'un montant représentant la contre-valeur de la quantité de titres demandés.

Sans préjudice des sanctions prévues par la législation en vigueur, la COSOB peut ordonner l'interruption du placement dans les cas suivants :

- Si elle estime que l'intérêt des épargnants le commande .
- Si l'émetteur n'a pas respecté les règlements et instructions de la COSOB.

4.2.Phase d'introduction

C'est la phase où démarre la procédure d'introduction, après que l'entreprise ait obtenu l'autorisation par la COSOB d'effectuer son entrée sur le marché. Elle peut être réalisée, selon la nature de l'opération, par l'une des procédures suivantes :

 Procédure ordinaire .

 Procédure d'offre publique de vente.

a- Procédure ordinaire

La procédure ordinaire est celle qui permet à la SGBV, lorsqu'une valeur réunissant les conditions d'introduction notifiée par la COSOB, de procéder à l'inscription directe de la valeur à la cote pour être négociée dans les conditions de cotation pratiquées sur le marché, à partir d'un cours d'introduction validé par la SGBV, sur la base des conditions de marché.

La procédure ordinaire est utilisée, également, pour les valeurs assimilables à des titres déjà cotés, pour les PME dont les titres ont fait l'objet d'un placement préalable auprès d'investisseurs institutionnels, ainsi que pour les titres de créance émis par l'Etat, les collectivités locales ou par les sociétés par actions.

b- Procédure d'Offre publique de Vente (OPV)

L'offre publique de vente est une opération qui consiste en la mise en vente des titres de capital émis par des sociétés par actions selon des conditions précises de quantité et de prix, et ce, dans un cadre réglementé et édicté par la COSOB.

Le règlement général de la Bourse d'Alger a défini deux (02) modes d'OPV :

- OPV à prix minimal .
- OPV à prix fixe.

b-1- OPV à prix minimal

La procédure d'offre publique de vente à prix minimal est la procédure qui consiste à mettre à la disposition du public, le jour de l'introduction, un nombre déterminé de titres à un prix minimal auquel les introducteurs sont disposés à les céder.

b.2- OPV à prix fixe

La procédure d'offre publique de vente à prix fixe est celle qui consiste à mettre à la disposition du public, le jour de l'introduction, un nombre déterminé de titres à un prix ferme prédéterminé.

Si les introducteurs le demandent, la SGBV peut procéder à l'emploi d'une offre publique de vente à prix fixe nominatif . Dans ce cas, les ordres d'achat doivent être nominatifs et tout acquéreur ne peut émettre qu'un seul ordre d'achat déposé auprès d'un seul intermédiaire en opération de bourse.

Avec l'accord de la SGBV, les introducteurs peuvent prévoir que les ordres d'achat émis, en réponse à l'offre publique de vente à prix fixe, soient répartis en différentes catégories. Ces catégories peuvent être différenciées en fonction de la quantité de titres demandés ou de la qualité des donneurs d'ordres (institutionnels, particuliers, salariés, personnes morales, personnes physiques, autres ...).

La SGBV arrête, en concertation avec les introducteurs, le résultat de l'offre et fixe, le cas échéant le taux de réduction applicable aux ordres en présence.

b.3- Déroulement de l'OPV

Après la clôture de la période de souscription et la centralisation des ordres d'achat émanant des IOB, la SGBV procède dans un premier temps à leur validation de façon à détecter les ordres d'achat non conformes.

La SGBV, après vérification de la satisfaction des conditions d'introduction, déclare l'offre positive et procède à l'allocation des ordres selon des techniques de répartition conformes aux modalités arrêtées avec les introducteurs.

Dans le cas où les conditions d'introduction ne sont pas réunies, l'offre est déclarée infructueuse, la SGBV refusera l'introduction du titre en Bourse.

b.4- Divulgence des résultats

Si l'offre est déclarée positive, le résultat de l'opération est rendu public au cours d'une séance spéciale de Bourse tenue à la SGBV. Cette dernière procèdera à la publication de l'avis de résultat, une synthèse des résultats de l'opération, dans une édition du Bulletin Officiel de la Cote (BOC).

b.5- Dénouement de l'opération

Le dénouement de l'opération sera assuré par le Dépositaire Central des Titres, et ce, trois (03) jours ouvrables après la tenue de la séance de divulgation des résultats.

c- Première cotation du titre

La SGBV fera paraître un avis ultérieur qui sera publié au BOC indiquant la date de la première séance de cotation du titre. Il confirmera, également, le cours de référence retenu pour la première séance de négociation, arrêté au prix de l'OPV à prix fixe et à la limite du dernier ordre servi de l'OPV à prix minimal.

d- Cérémonie de première cotation

Le processus d'introduction s'achève par une cérémonie organisée par la SGBV, le jour de la première cotation du titre sur l'un de ses marchés, et ce, pour fêter une étape décisive du développement de l'entreprise.

Sont présents à cette cérémonie, les dirigeants et les actionnaires fondateurs de l'entreprise, ainsi que l'ensemble des acteurs du marché, en l'occurrence COSOB, IOB, DCT, sociétés cotées,...etc. La SGBV associe également la presse à cette cérémonie offrant ainsi, la possibilité de communiquer plus largement sur l'introduction en Bourse.

En perpétuant une vieille tradition du parquet de la Bourse, l'émetteur célébrera la cotation de son entreprise, en sonnant la cloche à l'ouverture de la séance de Bourse.

La SGBV procèdera à la diffusion des résultats de cette première cotation au BOC, comme elle procèdera également, à la diffusion d'un communiqué de presse sur son site web ainsi qu'à son fichier de contacts presse.

C'est uniquement à partir de cette date que l'entreprise est considérée comme étant une société cotée.

4.3.Phase post-introduction

Une fois l'introduction réalisée et la société cotée, des obligations d'information et de communication envers les actionnaires lui sont imposées par la réglementation.

L'entreprise peut également assurer un suivi de sa valeur ainsi cotée. Ce suivi se fera à court terme par des techniques de soutien de cours.

4.3.1. Engagement de l'émetteur à la publication de l'information

Toute société cotée en bourse doit :

- Porter à la connaissance du public tout changement ou fait important susceptible, s'il était connu, d'exercer une influence significative sur le cours des titres.
- Diffuser les états financiers annuels comprenant :
 - Le bilan .
 - Le tableau des comptes de résultats .
 - Le projet d'affectation du résultat .
 - Les notes annexées aux états financiers.
 - Le tableau des flux de trésorerie.

Les états financiers portent sur le dernier exercice et sont présentés en comparaison avec ceux de l'exercice précédent. Ces états qui doivent être publiés dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale sont établis selon les principes du plan comptable national et le nouveau système comptable et financier (SCF) et selon les exigences supplémentaires fixées par la COSOB.

- Diffuser les états comptables semestriels comprenant :
 - Le tableau des comptes de résultats .
 - Les notes annexées aux états comptables semestriels.
- Déposer auprès de la COSOB et de la SGBV, un rapport annuel contenant les états financiers annuels, le rapport du (ou des) commissaire(s) aux comptes et autres informations requises par instruction de la COSOB, au plus tard, dans (30) jours avant la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. **(art 7 règlement n° 02/00).**

- Déposer auprès de la COSOB et de la SGBV un rapport de gestion semestriel, comprenant des états comptables semestriels et l'attestation du (ou des) commissaire (s) aux comptes dans les quatre-vingt-dix (90) jours suivant la fin du premier semestre de l'exercice précédent.
- Faire parvenir ou mettre à la disposition des actionnaires, le rapport semestriel et de le publier dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale. Dans le cas où la situation de l'émetteur le justifierait, la COSOB peut prolonger ce délai.

Le défaut de dépôt et de publication des communiqués de presse, du rapport annuel et du rapport semestriel dans les délais fixés exposerait les émetteurs à l'application des sanctions prévues par la législation et la réglementation.(art 21 règlement n° 02/00).

5. Fonctionnement du contrat de liquidité²⁷⁵

Afin d'éviter toute dépréciation intempestive du titre nouvellement coté, les intermédiaires-introducteurs exercent souvent une activité de soutien des cours, consistant à racheter des titres sur le marché secondaire.

Ainsi, les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle, peuvent, pour une durée qui ne peut excéder douze (12) mois, acheter en Bourse, leurs propres actions dans le cadre du contrat de liquidité, en vue de favoriser la liquidité et réguler le cours des actions.

Dans le cadre du mandat qui lui est confié par l'émetteur, l'IOB agit en totale indépendance. Il apprécie seul l'opportunité de ses interventions sur le marché. Cependant, il ne peut pas intervenir pour influencer la formation des cours, ni pour soutenir ou compenser des déséquilibres portant sur des quantités importantes, contre carrer ou amplifier la tendance du marché ni utiliser les titres et espèces disponibles sur le compte de liquidité pour un usage autre que celui défini dans le contrat.

6. Les avantages fiscaux liés à l'opération d'introduction et la négociation des titres en bourse

L'accès à l'investissement et au financement boursier procure beaucoup d'avantages à toutes les entreprises dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation, aussi à tous les souscripteurs ou détenteurs de titres.

²⁷⁵ Guide d'introduction en bourse , édité par la SGBV, édition 2015,page 22

Le législateur Algérien a prévu des avantages fiscaux afin de dynamiser l'activité auprès de la bourse d'Alger, Conformément aux différentes lois de finances :

✚ «Sont exonérés de l'impôt sur le revenu global (IRG) ou de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS) les produits et les plus-values de cession des actions et titres assimilés réalisés dans le cadre d'une opération d'introduction à la bourse. Sont exemptées des droits d'enregistrement les opérations portant sur les opérations d'introduction à la bourse »²⁷⁶.

✚ « Les sociétés dont les actions ordinaires sont cotées en Bourse bénéficieront d'une réduction de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS) égale au taux d'ouverture de son capital social en bourse pour une période de cinq (5) ans, à compter du premier janvier 2014 »²⁷⁷.

✚ Suivant l'article 63 de la loi n°14-10 du 08 Rabie El Aouel 1436 correspondant au 30 décembre 2014 portant loi de finances pour **2015** :

- Sont exonérés de l'impôt sur le revenu global (IRG) ou de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS), pour une période de cinq (5) ans à compter du 1er janvier 2013, les produits et les plus-values de cession des actions et titres assimilés cotés en bourse ainsi que ceux des actions ou parts d'organismes de placement collectifs en valeurs mobilières .
- Sont exonérés de l'impôt sur le revenu global (IRG) ou de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS), les produits et les plus-values de cession des obligations, titres assimilés et obligations assimilés du Trésor cotés en bourse ou négociés sur un marché organisé, d'une échéance minimale de cinq (5) ans émis au cours d'une période de cinq (5) ans à compter du 1er janvier 2013 , Cette exonération porte sur toute la durée de validité du titre émis au cours de cette période.
- Sont exemptées des droits d'enregistrement, pour une période de cinq (5) ans, à compter du 1er janvier 2013, les opérations portant sur des valeurs mobilières cotées en bourse ou négociées sur un marché organisé ».

276Article. 32 de la loi n°09-09 du 13 Moharram 1431 correspondant au 30 décembre 2009 portant loi de finances pour 2010.

277 Article 66 de la loi n°13-08 du 27 Safar 1435 correspondant au 30 décembre 2013 portant loi de finances pour 2014.

7. Négociation et cotation des titres

Négociation du titre sur le marché hors bourse

Si l'émetteur ne **souhaite pas** introduire son titre en bourse, il a la possibilité de le faire négocier sur le marché hors bourse.

Les conditions d'admission et les règles de fonctionnement régissant ce marché sont moins drastiques que le marché de la bourse.

Négociation des titres en bourse

La bourse d'Alger est un marché centralisé, où se négocient les valeurs mobilières des entreprises cotées, Si l'émetteur souhaite admettre son titre à la bourse, il doit remplir les conditions d'admission fixées par les règlements et instructions de la COSOB. Parmi elles : l'encours de l'emprunt doit être au moins de 100 Millions de dinars et que celui-ci doit être réparti entre au moins 100 détenteurs le jour de l'introduction du titre en bourse.

Avant l'annonce du début de la séance de cotation, seuls les représentants des IOB sont invités à saisir les ordres de bourse (achat ou vente) des clients au niveau du parquet

- La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières organise hebdomadairement deux séances de négociation les lundis et mercredis réservées aux valeurs mobilières émises par les sociétés par actions.
- La cotation des Obligations Assimilables du Trésor est assurée quotidiennement du dimanche au jeudi.
- Les séances de Bourse débutent à 9h30 et se clôturent à 11h30.
- Les ordres de Bourse sont centralisés par les Intermédiaires en Opérations de Bourse dans des registres centraux. Les IOB sont tenus d'introduire dans les meilleurs délais les ordres formulés par la clientèle (**Annexe n°3**).

1. Introduction d'un ordre de bourse

Un ordre de bourse est une instruction d'acheter ou de vendre des titres donnée par un client appelé donneur d'ordre à un intermédiaire habilité (teneur de compte conservateur ou intermédiaire en opérations de bourse) qui le transmet sans délai sur le marché et s'assure de son exécution.

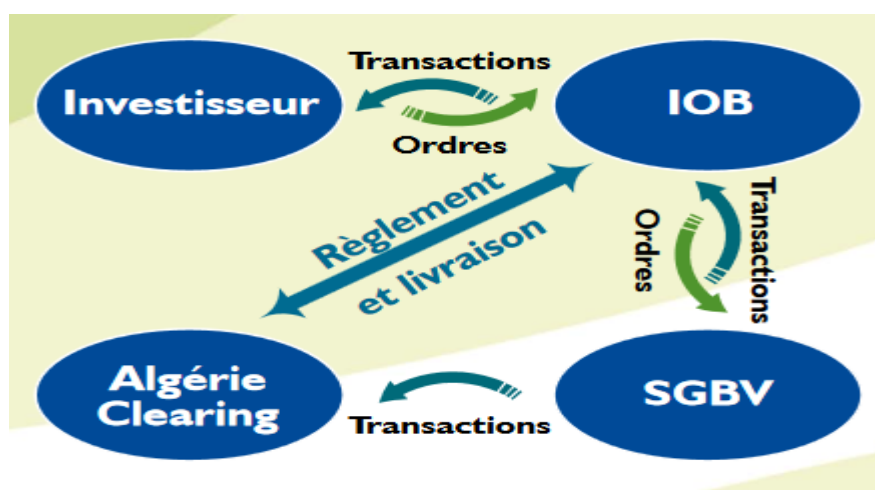
L'introduction d'un ordre acheteur ou vendeur en Bourse passe impérativement par le biais d'un Intermédiaire en Opérations de Bourse agréé.

L'ordre de bourse doit renseigner certaines indications nécessaires à sa bonne exécution dont :

- L'identité du donneur d'ordre .
- Le sens de l'opération : achat ou vente .
- L'intitulé ou le nom de la valeur sur laquelle porte l'ordre.
- Le volume ou le nombre de titres objet de la négociation .
- Le cours maximum (achat) ou minimum (vente) que l'investisseur est prêt à payer ou accepte de recevoir contre l'exécution de son ordre .
- La durée de validité de l'ordre. Cette dernière ne peut en aucun cas excéder 30 jours à compter de la date de son établissement .
- La signature du donneur d'ordre.

2. L'acheminement des ordres :

Figure 18: Acheminement des ordres



Source : Prospectus , les ordres de bourse émis par la SGBV

3. Typologie des ordres de bourses²⁷⁸ :

Conformément aux dispositions réglementaires régissant la pratique boursière, les ordres de Bourse peuvent prendre l'une des formes suivantes selon les indications de cours ou les indications de validité :

3.1. Indications de cours

La Société de gestion des valeurs mobilières accepte deux types de cours :

²⁷⁸ Dépliant, les ordres de bourse, fourni par la SGBV, Imp Anep Rouiba 2015

Ordre «à cours limité» :

L'ordre «à cours limité» est un type d'ordre de Bourse. L'acheteur ou le vendeur précise une limite de cours, au-dessus ou en-dessous de laquelle il est prêt à acquérir ou à vendre le titre.

Ordre «au mieux» :

L'ordre «au mieux» est un ordre d'achat ou de vente auquel n'est assortie aucune indication de cours. Cet ordre est exécuté en priorité au mieux des possibilités du marché.

NB : Le comité de négociation qui s'est réuni en 2014 a maintenue la suspension des ordres au mieux jusqu'à ce que, le marché atteigne une plus grande maturité²⁷⁹.

3.2. Indications de validité

La Société de gestion des valeurs mobilières SGBV accepte quatre types de durée de validité :

Ordre «de jour» : L'ordre réputé «de jour» est un ordre d'achat ou de vente valide uniquement pour la séance de Bourse suivant sa transmission à l'intermédiaire en opérations de bourse.

Ordre «à révocation» : l'ordre est valide jusqu'à la dernière séance de cotation du mois civil au cours duquel il a été transmis à l'intermédiaire en opérations de bourse.

Ordre «à durée limitée» : L'ordre «à durée limitée» est un ordre d'achat ou de vente qui comporte une date limite de validité d'une durée maximale de 30 jours et qui s'analyse comme valide jusqu'à l'issue de la séance de Bourse mentionnée.

Ordre «à exécution» : L'ordre «à exécution» est un ordre d'achat ou de vente qui ne comporte aucune limite de validité. Sa durée de présentation au marché est limitée à trois semaines de calendrier.

3.3. Stipulation spéciale

Ordre «tout ou rien» : Un ordre «tout ou rien» est un ordre d'achat ou de vente qui ne peut être exécuté partiellement. Ce type d'ordre a été provisoirement gelé à l'effet de favoriser la liquidité des titres cotés en Bourse.

4. Exécution d'un ordre de bourse²⁸⁰

Une fois l'ordre réceptionné par l'IOB, il est présenté à la bourse pour exécution.

²⁷⁹ Bilan d'activité 2014 de la société de gestion de la bourse des valeurs, édité en janvier 2015, page 27 .

²⁸⁰ Guide investir en bourse, édité par la COSOB, page 10.

Les séances de bourse s'effectuent au niveau du parquet de la bourse les lundis et les mercredis de 9h30 à 11h00, pour les actions et les obligations corporatives, et du dimanche à jeudi pour les OAT.

Les négociations se font automatiquement par le biais d'un système de cotation électronique avec la méthode du fixing.

5. Les modes de cotation prévus

Le marché boursier Algérien est dirigé par des ordres, l'établissement des cours résulte de la confrontation pendant la séance de bourse de l'ensemble des ordres d'achats et de ventes présentés sur le marché par les négociateurs²⁸¹.

Le règlement général de la Bourse d'Alger prévoit deux modes de cotation, à savoir :

La cotation au fixing et la cotation en continu.

Toutefois, depuis le démarrage effectif des activités de la Bourse d'Alger, le mode de cotation au fixing a été seul actionné à raison de deux séances par semaine les lundis et mercredis.

La cotation au fixing consiste en l'application d'un seul cours coté à l'ensemble des transactions pour chaque titre lors d'une séance de négociation.

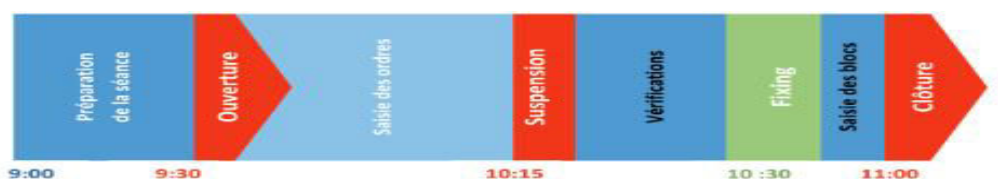
Ce cours permet de :

- Maximiser les volumes des titres échangés
- Réduire le déséquilibre du côté acheteur ou vendeur
- Et enfin, minimiser la volatilité du cours par rapport au cours de clôture de la dernière séance de bourse.

A la fin de la séance, sont réalisées les opérations de blocs qui représentent les ordres d'achat et de vente portant sur un grand nombre d'actions et/ou d'obligations. Ces transactions doivent respecter les cours cotés sur le marché.

Le déroulement d'une séance de cotation est synthétisé comme suit :

Figure 19: Déroulement d'une séance de cotation



²⁸¹ Fonctionnement de la bourse, fascicule fourni par la COSOB, page 04 .

6. Dénouement des transactions

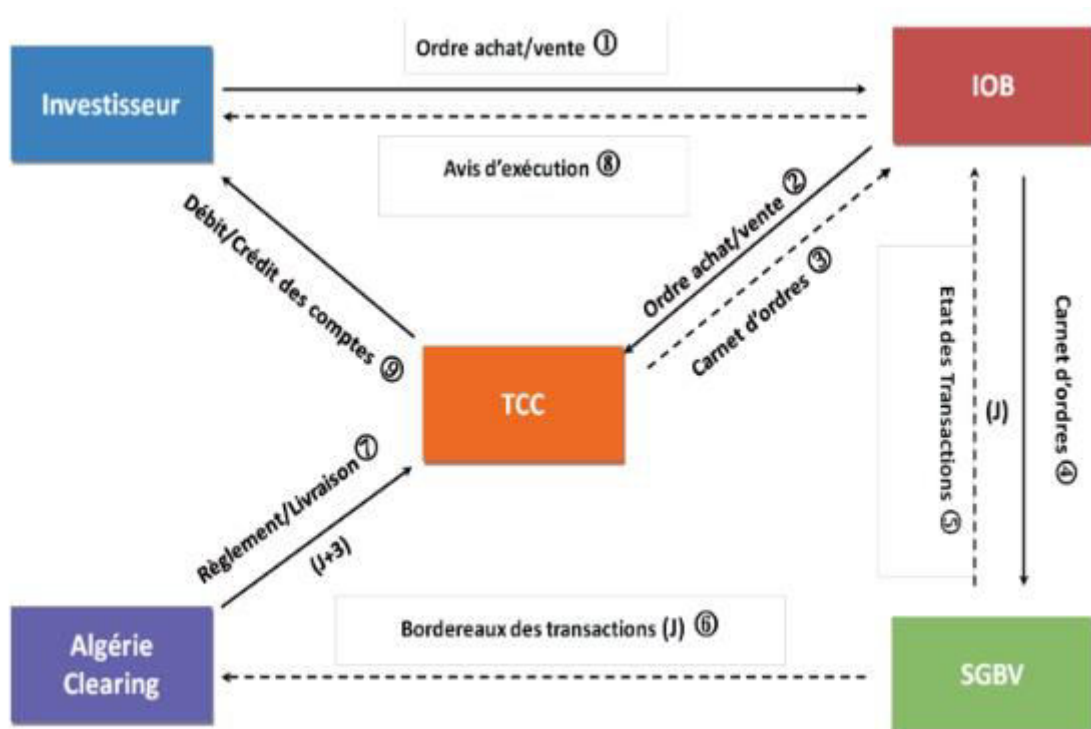
Une fois la séance close, la SGBV publie les résultats de la séance de bourse au niveau de son parquet, à la télévision et sur son site internet afin d'informer le public.

Après l'exécution de l'ordre, le transfert des titres vendus et le règlement des titres achetés est opéré. Les deux opérations s'effectuent de manière simultanée par le système d'Algérie Clearing, le dénouement s'effectue à J+3 (ouvrable) pour les valeurs mobilières et à J+1 pour les OAT (ouvrable).

Depuis la mise en place d'Algérie Clearing, les valeurs mobilières sont dématérialisées. Elles sont inscrites en comptes titres et gérées par les Teneurs de Comptes-Conservateurs(TCC).

L'acquisition et/ou la vente de titres via la bourse peut être schématisée comme suit :

Figure 20: Acquisition/Vente de titres à travers la bourse



Source : la COSOB.

7. Les Frais liés à l'opération de bourse en Algérie²⁸²

Une introduction en bourse génère des coûts qui sont variables en fonctions de la :

- Taille de l'opération.
- Technique d'introduction en bourse et du marché sélectionné.
- L'ampleur donnée à la communication financière.

Ils comprennent notamment :

- ✚ Les commissions et honoraires d'accompagnement, de placement et de conseil financier et juridique.
- ✚ Frais de publicité et de la communication.
- ✚ Les redevances aux intervenants à savoir la COSOB, la SGBV, le dépositaire central et l'IOB chef de fil, qui sont rémunérées comme suit :

a- Pour l'entreprise Emettrice :

7.1. Visa de la notice d'information

La redevance versée à la COSOB est fixée à 0,075% du montant de l'émission ou de l'offre publique plafonnée à (05) millions de dinars.

7.2. Admission en bourse

Le taux de la commission perçue par la SGBV est fixé à 0,05% du montant nominal admis. Le montant de cette commission ne peut être supérieur à 2 500 000 DA

7.2.1. Inscription d'un titre à la cote

Les frais sont fixés comme suit :

Titres de capital

- Inscription initiale.....400 000 DA
- Inscription additionnelle.....100 000 DA
- Substitution et modification.....100 000 DA

²⁸² Guide d'introduction en bourse , édité par la SGBV, édition 2015,page 22

Titres de créance

- Inscription initiale.....600 000 DA
- Inscription additionnelle.....150 000 DA
- Substitution et modification.....150 000 DA

7.2.2. Maintien à la cote

Titres de capital.....200 000 DA

Titres de créance.....300 000 DA

7.2.3. Frais d'organisation d'OPV

Partie fixe.....1 000 000 DA

Partie variable.....100 000 DA par tranche de 1000 ordres traités

7.3. Frais d'adhésion au Dépositaire Central des Titres

Le taux est fixé à 0,01% du capital social ; le minimum de la perception est de 20 000 DA et le maximum est de 200 000 DA.

7.4. Autres frais IOB chef de fil

Existent également des frais liés aux prestations réalisées par l'IOB accompagnateur ainsi que les autres banques constituant le syndicat de placement (commissions de placement).

b- Pour l'investisseur :

Lors d'exécution d'un ordre de bourse , soit dans le sens achat ou vente , le client doit s'acquitter d'une commission au profit de son **IOB**, le montant de cette commission est de **0,90%** en HT du montant brut pour les **actions** et **0,80%** en HT pour les **obligations** . les règlement de la bourse exigent de l'IOB qu'il indique à l'avance à son client le montant de la commission payable²⁸³ .

Aussi , il faut savoir que la **SGBV** perçoit des frais de transaction pour chaque ordre exécuté en bourse par l'IOB à savoir **0,15%** du montant de la transaction pour les **actions** et **0,10%** du montant de la transaction pour les **obligations**

Un état Récapitulatif des charges liées à l'accès des sociétés émettrices au marché boursier financier Algérien (Voir Annexe n° 04)

²⁸³<http://www.sgbv.dz/?page=rubrique&mod=40&lang=fr>, le 15/03/2015 à 21H17.

En conclusion :

L'accès au financement par le biais du marché financier génère un coût considérable pour l'entreprise émettrice, il représente en moyenne 10% du montant de l'émission pour les titres de capital et un coût 1,11% du montant de l'emprunt obligataire levé.

Pour *réussir* l'opération d'ouverture de capital ou la levée de fond par le biais de l'emprunt obligataire, certaines entreprises n'hésitent pas à mettre l'accent sur des campagnes de communications agressives en faisant appel à la société stratégique qui a coûté à titre d'exemple 2,83% du montant de l'émission pour la société SPA DAHLI.

L'accès au financement boursier est plus onéreux que le financement bancaire pour les entreprises Algériennes sollicitant un crédit à moyen ou long terme (CMT ou CLT).

Section n° 3 : Degré de développement du marché financier Algérien

La taille du marché financier et sa dynamique peuvent être estimées à travers l'évolution de la capitalisation boursière, le nombre d'entreprises cotées en bourse, le ratio de la capitalisation boursière rapporté au PIB, le volume de transaction, et la diversification de ses produits²⁸⁴ reflétant ainsi sa liquidité.

1. Mesures du degré de développement du marché financier

1.1. Evolution de l'indice boursier DZAIRINDEX

L'indice boursier de la bourse d'Alger a enregistré un gain de 8,52% entre le 31/12/2014 et le 31/12/2015, suite à l'augmentation des cours des titres SAIDAL et EGH El-Aurassi

Après une performance remarquable en 2016, la bourse d'Alger a clôturée l'année 2017 avec un recul de 7% en termes d'indice boursier, perdant 90 points à la clôture de l'année, passant de 1293 points à 1203 points dû principalement à la baisse des cours des titres de Biopharm, NCA-Rouiba et Alliance assurances.

1.2. La capitalisation boursière :

La capitalisation boursière indicatrice principale du degré de développement du marché boursier.

Aussi, elle est la valorisation d'une entreprise à partir de son cours boursier. Elle se calcule en multipliant le nombre d'actions composant le capital social de l'entreprise par leur cours.

En conséquence, la capitalisation boursière n'est autre que la somme des capitalisations boursières de l'ensemble des entreprises cotées.

La capitalisation d'une bourse dépend de deux paramètres qui sont le **volume des titres** en circulation et **l'évolution des cours**, eux-mêmes liés directement ou indirectement à celle des **taux d'intérêt**. Le cours de change est un troisième paramètre, non négligeable lorsque l'on procède à des comparaisons internationales²⁸⁵.

Le montant de la capitalisation boursière est un **miroir grossissant** de l'intérêt économique du marché secondaire dans la mesure où :

- ✚ La cotation simultanée d'une société mère et de sa filiale conduit à additionner des actifs au lieu de les consolider.

²⁸⁴ Touil Meriem, Quels enjeux pour le développement du système bancaire et financier algérien ? revue finance & marchés, volume 2, numéro 3 page 51.

²⁸⁵ Le marché financier structures et acteurs, Alain CHOINEL et Gérard ROUYER, huitième édition, CFCB, collection banque ITB, page 48.

✚ Une part significative du capital des sociétés à vocation de rester durablement immobilisée dans les portefeuilles dès lors qu'elle concourt à obtenir le contrôle de la société .Seule la part détenue par le public (flottant) s'échange en bourse régulièrement.

✚ Certains emprunts obligataires sont gelés dans les portefeuilles

Dans ces conditions, l'analyse de la capitalisation boursière est complétée utilement par celle des transactions

1.3. Evolution de la capitalisation boursière en Algérie :

Le tableau ci-dessous trace l'évolution de la capitalisation boursière en Algérie depuis la première cotation jusqu'à la fin d'année de 2017.

Tableau 20: Evolution de la capitalisation boursière en Algérie en DA

Séance	Capitalisation
1999-09-13	11 700 000 000
1999-12-20	19 525 000 000
2000-12-25	21 495 000 000
2001-12-31	14 720 000 000
2002-12-30	10 990 000 000
2003-12-31	10 360 000 000
2004-12-29	10 100 000 000
2005-12-28	10 400 000 000
2006-12-27	6 710 000 000
2007-12-31	6 460 000 000
2008-12-31	6 500 000 000
2009-12-30	6 550 000 000
2010-12-29	7 900 000 000
2011-12-28	14 967 744 130
2012-12-31	13 028 721 575
2013-12-30	13 819 991 460
2014-12-31	14 793 245 795
2015-12-30	15 429 078 190
2016-12-28	45 778 197 740
2017-12-27	40 587 792 120

Source : Société de gestion des valeurs mobilières.

NB : Ces capitalisations boursières ont été obtenues à partir des cours de Bourse arrêtés à la fin de chaque exercice.

L'analyse de la capitalisation boursière de la bourse d'Alger fait ressortir les éléments suivants :

La bourse d'Alger a enregistré une capitalisation boursière de 19 milliards de dinars en 1999, qui a progressée de presque deux milliards de dinars en 2000 atteignant un montant de 21,49 milliards de dinars suite à l'introduction en bourse de trois titres de capital : Saidal ,EGH Aurassi et Eriad Sétif,

Depuis 2001 la capitalisation boursière n'a cessée d'évoluer négativement atteignant un niveau le plus bas enregistré en 2009 , soit 6,55 milliards de dinars.

Pendant cette période la capitalisation boursière a été divisée par trois pour différentes raisons, d'abord la chute des cours, des volumes et des montants transigées des titres cotés ensuite, la radiation du titre D'Eriad Sétif²⁸⁶ de la cotation de la bourse d'Alger et enfin la rupture d'approvisionnement du marché.

Cette chute a été amortie par l'appréciation significative des cours du titre EGH Aurassi en passant de 271,9 DA en 2005 à 360 DA en 2006 et à 402, 8 DA en 2007) et le titre de Saidal qui est passé de 360 DA à 440 en 2007.

L'absence de nouvelles introductions a été fatale pour la capitalisation boursière qui est devenue insignifiante.

Suite à l'augmentation du cours du titre de Saidal passant de 385 DA en 2009 à 520 DA en 2010 soit une appréciation de 35%, la capitalisation a rebondi, elle est passée de 6,55 milliards de dinars à 7,9 milliards de dinars soit une augmentation de 1,35 milliards de dinars .

L'introduction en bourse de la première compagnie d'assurance (augmentation de capital) qui est une entreprise privée, le 07 mars 2011 a eu un impacte positif sur la capitalisation, elle est passée de 6,55 milliards de dinars en 2009 à 14,96 milliards de dinars en 2011 soit une augmentation de 130,31% par rapport à 2008 .

Après une diminution de la capitalisation boursière de 14,88% entre 2011 et 2012, suite à la diminution des cours et du volume d'échanges, elle a repris des couleurs en 2014 elle s'est appréciée de 4,30%, atteignant 15, 429 milliards de DA en 2015 contre 14,793 milliards en 2014, cette légère augmentation s'explique par l'évolution des cours des sociétés cotées, SAIDAL et EGH El-Aurassi.

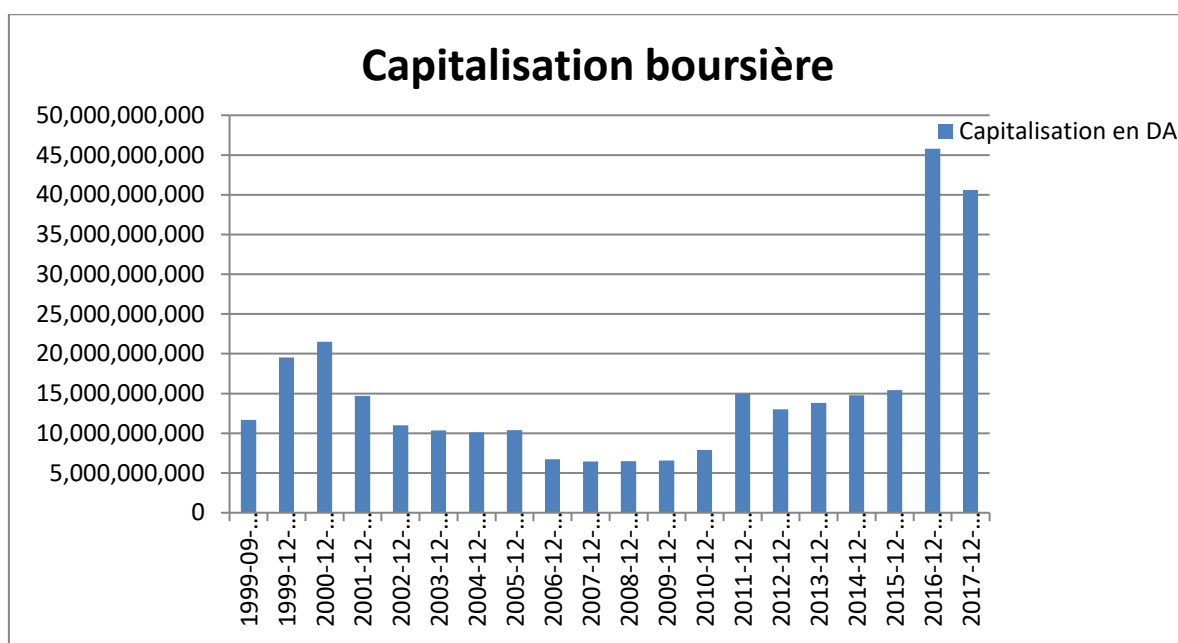
La capitalisation boursière n'a cessée d'évoluer positivement jusqu'en 2016 atteignant 45,78 milliards de dinars son niveau maximale depuis la création de la bourse d'Alger , suite à

²⁸⁶Islame ATIG, Eriad-Sétif : l'aventure en Bourse s'achève pour de vrai , Revue Strategica N° 24-Septembre 2006 ,Page 8.

l'ouverture de capital de NCA Rouiba et Biopharm et leurs introduction à la cote officielle de la bourse d'Alger le 03 juin 2013 et le 20 avril 2016 respectivement.

Après une performance remarquable en 2016, la bourse d'Alger a clôturée l'année 2017 avec un recul de 12,78 % en terme de capitalisation, passant de 45,78 milliards de dinars au 31/12/2016 à 40,59 milliards de dinars à la dernière séance de l'année 2017, soit une baisse de 5,2 milliards de dinars, cette régression s'explique essentiellement par la diminution des cours des titres de : Biopharm, NCA-Rouiba et Alliance assurances, respectivement 16,1%, 10,5%, 9,7%.

Figure 21: Evolution de la capitalisation boursière en Algérie en Dinar Algérien



Source : Confectionné par nos soins sur la base de données fournie par la sgbv.

L'appréciation de la capitalisation boursière est tributaire de nouvelles introductions des titres de capital ainsi à l'amélioration des niveaux des cours.

1.4. Evolution de la capitalisation boursière par rapport au PIB:

Le tableau ci-dessous reprend l'évolution de la capitalisation boursière de la Bourse d'Alger, le produit intérieur brut (PIB) et le rapport des deux paramètres :

Tableau 21: Evolution de la capitalisation boursière par rapport au PIB

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Capitalisation Boursière en Milliards de DA	19,53	21,49	14,72	10,99	10,36	10,10	10,40	6,710	6,46
PIB en Milliards de DA	3 509,8	4 098,8	4 260,8	4 538,0	5 264,2	6 126,7	7 519,0	8460,5	9 374
Capitalisation boursière / PIB %	0,55%	0,52%	0,35%	0,24%	0,20%	0,16%	0,14%	0,08%	0,07%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Capitalisation Boursière (CB) en Md de DA	6,5	6,55	7,9	14,97	13,03	13,82	14,79	15,43	45,78	40,59
PIB en Md de DA*	11 044	9 968	11 992	14 589	16209,6	16 648	17 229	16 702	17 407	18852,3
Capitalisation boursière / PIB	0,06%	0,07%	0,07%	0,10%	0,08%	0,08%	0,09%	0,09%	0,26%	0,22%

Sources :

- Tableau reconstitué à partir de documents de la SGBV, la COSOB et les rapports de la banque d'Algérie notamment le bulletin statistique trimestriel BA n°38, juin 2017.
- *PIB : ONS, l'Algérie en quelques chiffres, résultats 2011-2013, N° 47,44,40,34,31

L'analyse du tableau traçant le rapport capitalisation boursière sur le produit intérieur brut PIB , il permet de connaître la proportion avec la quelle, l'activité Boursière contribue au financement de l'économie nationale.

Depuis les deux premières années de cotation des titres sur le marché boursier Algérien, il n'a participé qu'à hauteur de 0,55% dans la création de richesse au niveau nationale.

Malgré l'évolution du produit intérieur brute d'année en année, suite à la hausse des exportations des hydrocarbures ce qui a entraîné un accroissement artificiel de la valeur du PIB²⁸⁷ et aux programmes initiés par les pouvoirs publics, pour le développement de l'économie nationale²⁸⁸, à travers la création d'entreprises, leurs développement, et l'extension de leur capacités de production, le financement de cette dernière n'a pas pu être réalisé par le biais du marché financier .

²⁸⁷ Gana Brahim, L'impact Du Marché Boursier Sur Le Développement Financier En Algérie : Analyses et Perspectives, Revue Finance & marchés Volume 4, Numéro 2 page 370.

²⁸⁸ SAHNOUNE Okba, la structure économique de l'Algérie au cours de la dernière décennie, 11 avril 2017, université Emir Abdelkader des sciences islamiques, page 08.

De 1999 à 2010, le ratio capitalisation boursière sur le Pib n'a cessé de baisser passant de 0,55% à 0,07% pour la même période, très faible voir négligeable, cela signifie que le développement économique de l'Algérie se fait en dehors de la bourse

De 2011 à 2017, le ratio s'est apprécié, passant 0,07 % à 0,26%, suite à l'introduction en bourse de trois entreprises privées, Alliance assurances, NCA Rouiba, et Biopharm, ce ratio reste toujours faible en absence de volonté des pouvoirs publics d'accélérer l'ouverture de capital d'un lot de cinquante entreprises publiques d'une part et la réticence du secteur privé à diversifier ses sources de financement d'autre part.

Pour exemple au Maroc la capitalisation boursière représentée 55% du produit intérieur brut au 31 décembre 2005²⁸⁹. Il est à noter que sur les marchés développés le poids de la capitalisation boursière dépasse le PIB.

La capitalisation boursière en Algérie n'est pas représentative, elle ne reflète pas la réalité de l'économie Algérienne, elle reste très faible et marginale, sur les trois millions de sociétés actives en Algérie, dont sept cent mille PME, la bourse d'Alger ne compte que cinq entreprises cotées, atteignant un pic 45,78 milliards de dinars en 2016, soit 0,26% du PIB. Après 19 ans d'existence.

2. Comparaison de la capitalisation boursière de la Bourse d'Alger avec les bourses maghrébines :

Dans un environnement favorable, un marché boursier est censé contribuer à la croissance économique, en offrant aux entreprises des ressources nécessaires à leur développement et à la création de richesse, le tableau ci-dessous trace l'évolution de la capitalisation boursière de la bourse D'Alger, Tunis et Casablanca.

Tableau 22: Evolution de la capitalisation boursière dans les pays du Maghreb

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Capitalisation boursière -Casablanca- en Milliards Dollars	13,695	10,9	9,087	8,591	13,153	25,065	27,22	49,36	75,495
Capitalisation boursière -Tunis- en Milliards Dollars	2,706	2,827	2,303	2,131	2,464	2,641	2,876	4,446	5,355
Capitalisation boursière -Alger- en Milliards Dollars	0,027	0,028	0,019	0,014	0,152	0,144	0,143	0,099	0,098

²⁸⁹Source : <http://www.septimanie-export.com/fr/fiches-pays/maroc/indicateurs-economiques>

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Capitalisation boursière -Casablanca- en Milliards Dollars	65,748	62,91	69,152	53,25	52	46,54	53	46	58	67
Capitalisation boursière -Tunis- en Milliards Dollars	6,373	9,12	10,682	10,045	9,187	9,5	9	9	8	8
Capitalisation boursière -Alger- en Milliards Dollars	0,094	0,093	0,107	0,198	0,167	0,177	0,169	0,145	0,415	0,354
Source : Données Banque Mondiale										

L'étude comparative de la capitalisation boursière de la bourse d'Alger avec ses homologues Marocaine et Tunisienne, considérées comme émergentes, démontre son insuffisance voir son inexistence.

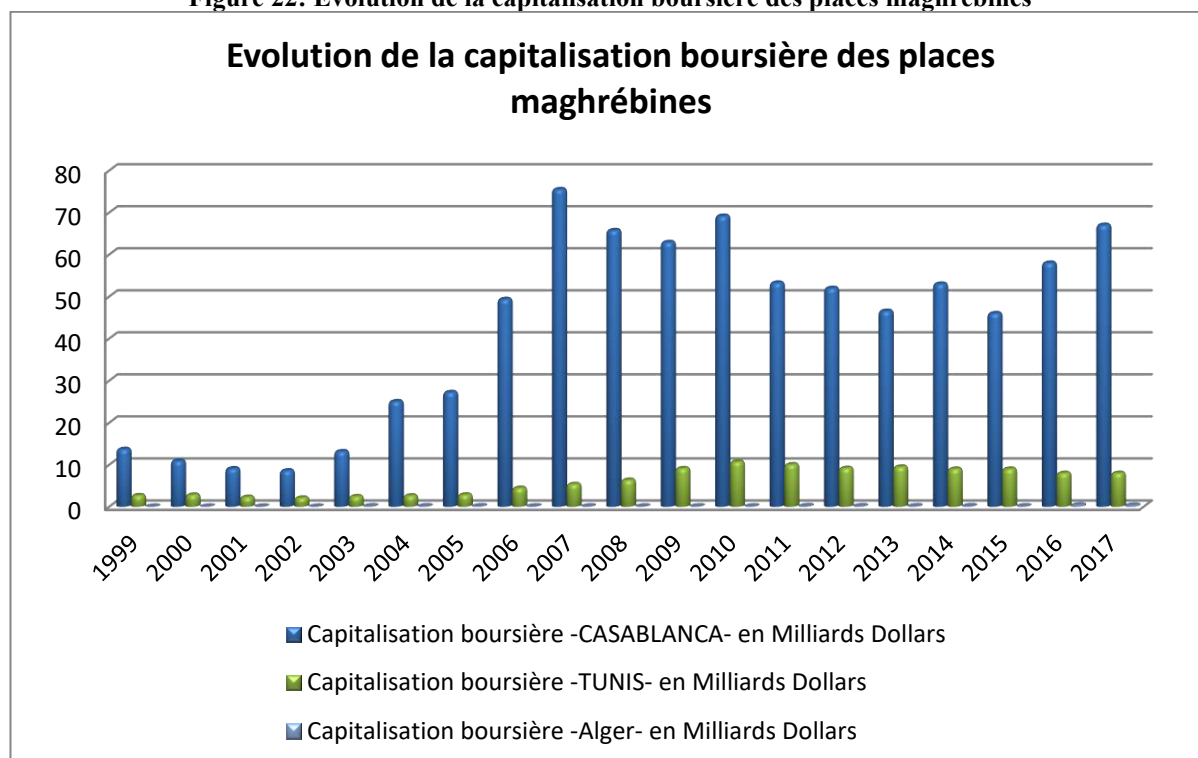
On observe, que la capitalisation boursière de la bourse de Casablanca est beaucoup plus importante que celle de la bourse de Tunis , 67 milliards de dollars en 2017 , contre 8 milliard de dollars respectivement malgré que le nombre de sociétés cotés est similaire.

La capitalisation boursière a atteint 206,5 milliards de MAD, contre 115, milliards de MAD en 2003, soit une progression de 79%, cette forte appréciation est essentiellement le fruit de l'introduction en bourse d'Itissalit Al Maghrib et de la banque centrale populaire ainsi que la revalorisation des cours des autres sociétés cotées.

Elle n'a cessé de progresser positivement jusqu'à 2007 en atteignant une capitalisation boursière record de 75,49 milliards de dollars , un montant jamais atteint suite au programme de réforme et valorisation du marché boursier et l'introduction en bourse d'une dizaine de nouvelles entreprises.

La capitalisation boursière de la Tunisie à la fin 2010 est de 15 282 millions de dinars soit 10 millions de dollars, elle enregistre une progression annuelle de 25% contre 47.3% en 2009. Cette hausse est essentiellement due à la hausse des cours et la consolidation de la profondeur du marché par l'introduction de cinq nouvelles sociétés représentant une capitalisation additionnelle de l'ordre de 1 078,33 millions de dinars. Il s'agit de deux compagnies d'assurances, à savoir les Assurances Salim et la Société Tunisienne de Réassurances « Tunis Ré », la société Carthage Cement, la société Ennakl Automobiles et la société Modern Leasing.

Figure 22: Evolution de la capitalisation boursière des places maghrébines



Source : Données fournies par le tableau n°22.

Afin de souligner l'écart entre le marché boursier Algérien et les deux marchés Tunisien et Marocain, nous allons rapprocher la capitalisation boursière au produit intérieur brut

2.1. Evolution du ratio capitalisation boursière /PIB :

Ce ratio est très important pour connaître la contribution et la place du marché boursier dans le financement de l'économie, le tableau ci-dessous reprend l'évolution de ce ratio pour les trois places financières maghrébines.

Tableau 23: Evolution du ratio capitalisation boursière /PIB des trois bourses maghrébines

Années	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Capitalisation boursière % PIB -Casablanca	34,47	29,44	24,09	21,26	26,4	44,01	45,73	75,2	100,36
Capitalisation boursière % PIB -Tunis	13,01	14,54	11,52	10,13	9,86	9,39	9,93	14,36	15,03
Capitalisation boursière % PIB -Alger	0,55	0,52	0,35	0,24	0,2	0,16	0,14	0,08	0,07

Années	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Capitalisation boursière % PIB -Casablanca	73,97	68,85	75,83	59,28	53,41	50,39	47,92	45,39	55,72	61,11
Capitalisation boursière % PIB -Tunis	15,6	20,96	24,12	21,09	19,73	18,60	18,36	20,44	20,21	22,33
Capitalisation boursière % PIB -Alger	0.061	0.065	0.066	0,1	0,08	0,08	0,09	0,09	0,26	0,22

Source : Données Banque Mondiale.

Le ratio de capitalisation boursière sur le PIB est insignifiant pour l'économie Algérien, durant la période étudiée de 1999 à 2017, ce ratio s'est timidement améliorer en 2016 enregistrant un taux de 0,26% suite à l'augmentation de la capitalisation boursière passant 15,43 milliards de dinars en 2015 à 45,78milliards de dinars en 2016 .

Ce rebond est dû principalement à l'entrer en bourse de la société SPA Biopharm.

Si la Bourse était représentative de l'économie, on pourrait s'attendre à ce qu'une croissance du PIB soit accompagnée d'une croissance des cours et que de faibles volumes suffisaient à impacter les cours.

A titre de comparaison , la capitalisation du marché américain se situe pendant les 15 dernières années entre 100% et 150% du PIB malgré les variations de cours. Cela est caractéristique d'un marché où les agents économiques se financent massivement via la Bourse.

On remarque que la bourse de Casablanca est plus intégrée dans le financement de l'économie que celle de Tunis, elle affiche en 2007, l'une des meilleures performances de son histoire en atteignant un taux de 100% par la cotation de 10 nouvelles entreprises et l'explosion du volume de transaction atteignant 359,8 milliards de dirahams²⁹⁰, puis le ratio a amorcé son déclin pour atteindre un taux de 61,11% en 2017.

2.2. Evolution du nombre de sociétés cotées en bourse :

Le nombre d'entreprises cotées en bourse est important, mais à lui seul il ne peut améliorer la capitalisation boursière et la largeur du marché, cela dépend principalement de la taille des entreprises cotées et de la liquidité de leurs titres .

L'évolution du nombre de sociétés cotées en bourse, notamment la bourse d'Alger, Tunis et le Maroc est illustrée dans le tableau ci-dessous :

²⁹⁰ Rapport annuel de la bourse de Casablanca 2007, page 05.

Tableau 24: Evolution du nombre de sociétés cotés en bourse

Nombre de sociétés cotées	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Maroc	54	53	55	55	52	53	54	63	73
Algérie	2	3	3	3	3	3	2	2	2
Tunisie	44	44	45	46	45	44	45	48	51

Nombre de sociétés cotées	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Maroc	77	78	73	76	77	75	75	75	75	74
Algérie	2	2	2	3	3	4	4	4	5	5
Tunisie	50	52	56	57	59	71	77	78	79	81

Source : Tableau constitué par nous même sur la base de données fournie par les rapports annuels des trois places boursières maghrébine.

Le marché boursier Algérien est pauvre, seul cinq sociétés sont listée à la cote officielle de la bourse d'Alger depuis 2016, elle a démarrée avec deux sociétés en 1998, dont l'une d'entre elle a été radiée de la cote officielle en 2006.

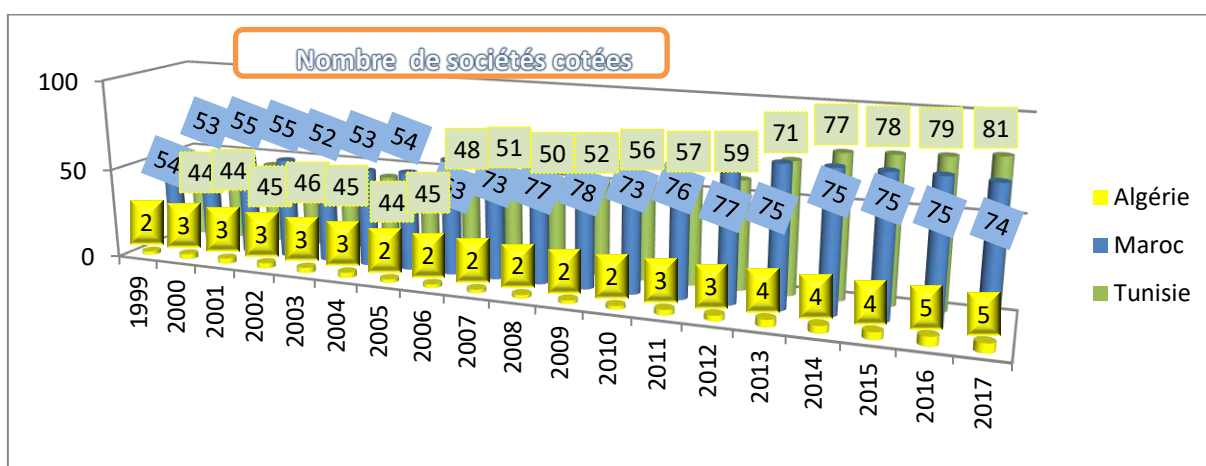
le nombre restreint des sociétés cotées sur la bourse d'Alger, explique et reflète son faible niveau de capitalisation .

Contrairement à la bourse de Casablanca et de la bourse de Tunisie qui enregistrent un nombre croissant et assez important d'entreprises cotés en bourse grâce à l'inclusion financière et aux reformes économiques profondes qu'à connu ces deux pays notamment, par l'ouvertures de leurs économies aux capitaux extérieurs et le programme de privatisation par le biais de marché financier.

Depuis 2014, la bourse de Tunisie passe entête en enregistrant un nombre de société cotées de 77 contre 75 au Maroc , le nombre de société coté en bourse ne cesse d'augmenter atteignant 81 et 74 respectivement pour la bourse de Tunisie et le Maroc en 2017 comme le montre le graphe ci-dessous.

Le graphe ci-dessous illustre l'évolution du nombre de sociétés cotées des trois places boursières maghrébine.

Figure 23: Nombre de sociétés cotées à la bourse d'Alger, Tunis et Casablanca



Sources : Graphe élaboré sur la base de données fournies par le tableau n°24.

Afin d'améliorer la concentration et la performance de la place boursière Algérienne par rapport à ses voisines, la cotation de nouvelles entreprises publiques comme privées est impérative, leur nombre doit augmenter considérablement et rapidement en touchant les secteurs de forte valeurs ajoutées afin de développer les entreprises, dynamiser l'activité boursière et contribuer au développement économique du pays notamment le secteur du financement alternatif.

Le nombre important d'entreprises cotées en bourse est important, mais à lui seul il ne peut améliorer la capitalisation boursière et la largeur du marché, cela dépend principalement de la taille des entreprises cotées et de la liquidité de leurs titres.

3. Evolution du ratio de liquidité des trois places boursière maghrébines en %:

Le ratio de liquidité appelé aussi ratio de rotation des capitaux, est calculé en divisant le volume traité sur le marché central actions par la capitalisation boursière (annexe n°5).

L'évolution du ratio de liquidité de la bourse d'Alger, de Tunis et de Casablanca est détaillée dans le tableau ci-dessous.

Tableau 25: Evolution du ratio de liquidité de la bourse d'Alger, Tunis et Casablanca

Ratio de liquidité%	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
Bourse d'Alger	0,22	1,63	1,71	0,33	0,17	0,08	0,04	0,35	0,22	
Bourse de Tunis	16,52	23,39	14,98	11,62	7,07	9,09	16,15	12,93	12,86	
Bourse de Casablanca	18,00	10,20	10,50	7,40	5,66	7,37	12,59	28,15	36,15	
Ratio de liquidité%	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Bourse d'Alger	0,33	0,21	0,15	1,24	0,28	0,36	0,28	8,11	1,76	0,74
Bourse de Tunis	23,01	14,06	17,21	10,87	14,08	10,36	9,53	11,16	8,55	10,25
Bourse de Casablanca	29,46	7,06	8,98	6,82	6,68	5,86	5,70	6,34	5,50	6,30

Sources : Tableau élaboré sur la base de données fournies par les rapports d'activités annuels des bourses d'Alger, Tunis et de Casablanca.

La liquidité est l'élément central du développement du marché financier, or la bourse de Casablanca souffre d'un manque de liquidité comme l'indique le graphique n°24

Sur les trois marchés, le marché Tunisien représente le marché le plus liquide atteignant un pic de 23% en 2008 et se stabilisant autour de 10% jusqu'en 2017, alors que la liquidité du marché marocain enregistré une légère baisse se situant à 5,7 % en 2003 contre 7,4% en 2002, cette diminution est due à la progression de la capitalisation boursière et à la quasi stabilité du marché central actions.

Le ratio de liquidité a évolué en 2004, passant à 7,4 % , il retrouve ainsi son niveau de 2002, cette évolution est principalement due à la progression des échanges sur le marché central.

Le taux de rotation de capitaux de la bourse de Casablanca a atteint en 2007 un niveau exceptionnel de 36,15 % suite à l'augmentation du nombre de sociétés cotés et du volume transigés, puis il a régressé atteignant un taux de 6,30% en 2017.

En général le ratio de liquidité reste faible pour les trois marchés maghrébins (Algérien, Tunisien et Marocain), bien loin des bourses émergentes comme celles d'Afrique du sud 50,9% et de la Turquie 112,9 % en 2012.

Pour que le marché financier Algérien devienne un marché liquide, les conditions à satisfaire sont :

- **Un nombre assez important de titres émis.**
- **Un nombre tout aussi important d'investisseurs.**

Figure 24: Evolution du ratio de liquidité dans les pays du Maghreb

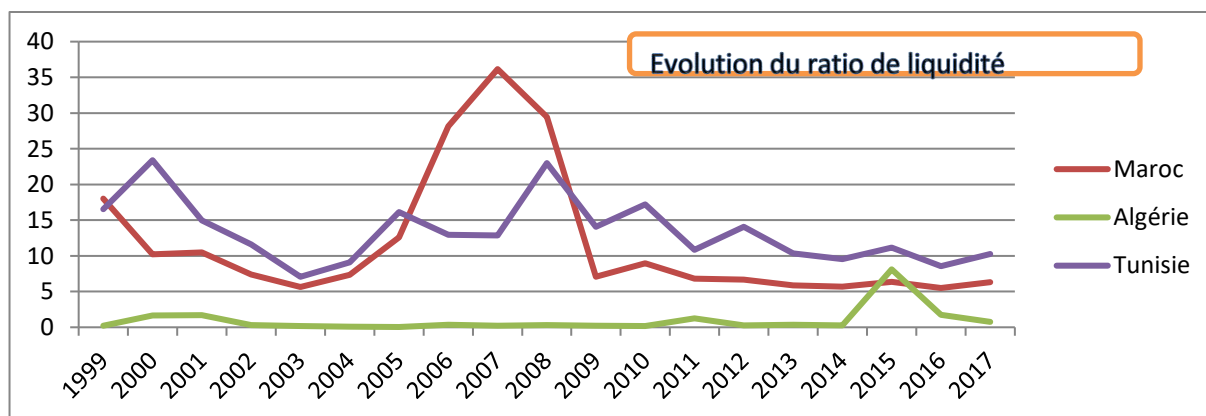
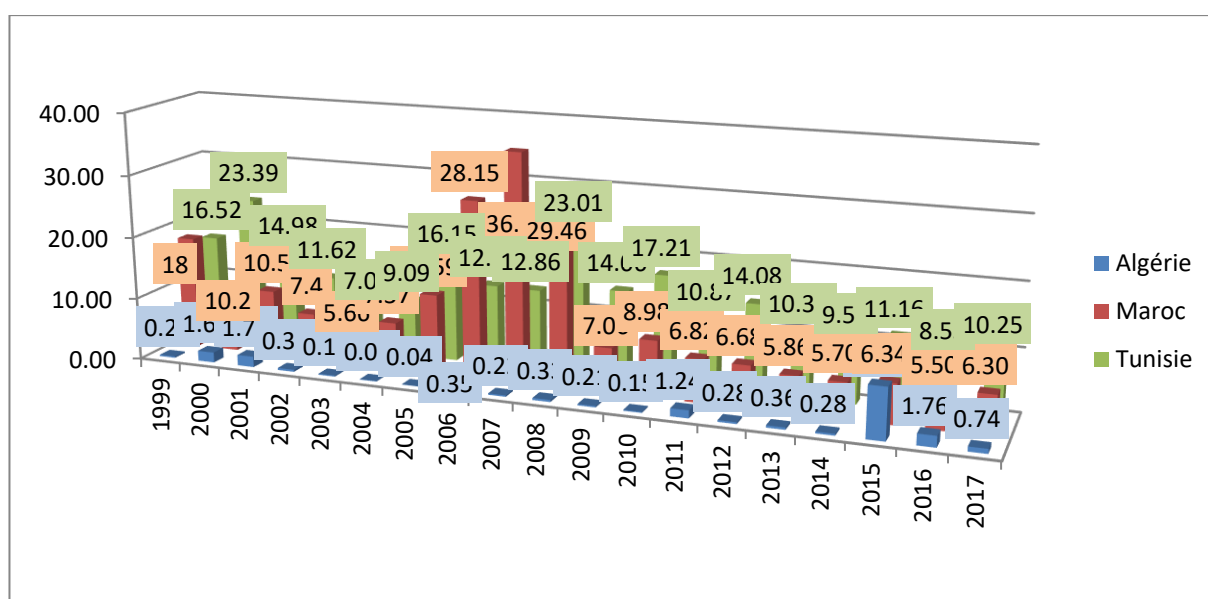


Figure 25: Evolution du ratio de liquidité



4. Etat des lieux du marché des organismes de placement collectif en valeurs mobilières dans les trois pays du Maghreb :

Le marché des OPCVM peine à se développer sur la place d'Alger et demeure pratiquement inexistant. Cette industrie des OPCVM peine à démarrer car son développement est tributaire de la profondeur du marché financier et ce, à travers l'existence d'une masse critique de titres admis en bourse ainsi que la liquidité du marché secondaire. Le capital de la seule sicav existante, en l'occurrence la sicav CELIM Charikat El-Istithmar El-Mali, agréée depuis 1998 lors du démarrage de la bourse, est toujours fermé, et détenu par les seuls actionnaires fondateurs, à savoir la Banque Nationale d'Algérie (BNA), la Banque de Développement Local (BDL), et la Société Algérienne d'Assurance (SAA). Le résultat comptable dégagé au titre de l'année 2011 était de 1.130.839 DA contre 3.676.654 DA en 2010. Quant à l'actif net, il est de 177.518.773 DA contre 174.344.845 DA en 2010 et 176 millions de DA en 2016. La quasi-totalité des fonds de la SICAV sont placés en actions (16,7), en obligations (61,2) et le reste en dépôts à termes.

Le rendement relativement faible de son activité s'explique par l'importance des charges fixes et le manque d'alternatives d'investissement sur le marché secondaire²⁹¹. Donc les investisseurs institutionnels sont timidement présents sur le marché Algérien des capitaux .

En effet, depuis l'agrément de la SICAV Celim en 1998, la COSOB n'a enregistré aucun nouveau dossier d'agrément bien que les déclarations d'intention aient été exprimées par certaines institutions financières²⁹²

²⁹¹ Rapport annuel de la COSOB 2017.

Cette situation peut s'expliquer par le nombre réduit de titres sur le marché, la reprise des opérations d'appel public à l'épargne est susceptible de favoriser le développement des OPCVM.

4.1. Evolution du nombre d'OPCVM en Algérie, Tunisie et le Maroc

Tableau 26: Evolution du nombre d'OPCVM au Maghreb

OPCVM (SICAV et FCP)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Maroc	102	132	145	153	173	177	187	198	238
Algérie	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Tunisie	23	28	34	34	35	34	39	45	57

OPCVM (SICAV et FCP)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Maroc	260	296	320	333	360	373	384	406	421	430
Algérie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Tunisie	76	88	98	106	111	115	119	125	125	123

Source : Tableau confectionné sur la base de données fournie par les rapports d'activités de 1999 à 2017 de la bourse de Tunis, Casablanca et d'Alger

4.2. Volume d'actifs gérés par les OPCVM Algériennes, Tunisiennes et Marocaines en monnaie nationale unité milliards

Tableau 27: Evolution du Volume d'actifs gérés par les OPCVM Algériennes, Tunisiennes et Marocaines en monnaie nationale (milliard DA)

OPCVM (SICAV et FCP)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Maroc	45,2	35,4	43,5	69,5	66,9	81,3	86,5	129,1	132,4
Algérie*	0,136	0,162	0,16	0,158	0,157	0,160	0,161	0,168	0,168
Tunisie	1,1	1,39	1,45	1,51	1,67	1,99	2,35	2,66	3,025

OPCVM (SICAV et FCP)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Maroc*	162,04	193,4	225	229	242	245	301	330	375,6	416
Algérie**	0,168	0,170	0,174	0,177	0,171	0,168	0,173	0,176	0,173	0,177
Tunisie	3,629	4,383	5,107	5,228	4,921	4,569	4,577	4,368	4,544	4,361

Sources : Rapports d'activités de 1999 à 2017 de la bourse de Tunis, Casablanca et d'Alger.

²⁹² Rapport annuel de la COSOB 2016.

** Rapport annuel 2004, 2010, 2017 fourni par la COSOB.

*Indicateurs d'activité des sociétés de gestion d'OPCVM ,de 2010 à 2015 , page 2.

L'analyse du tableau ci-dessus fait ressortir les éléments suivants :

✚ Pour le Maroc, l'actif net sous gestion des OPCVM ne cesse d'augmenter il a atteint 330,12 milliards de dirhams contre 300,54 milliards de dirhams en 2014, enregistrant une progression annuelle de 9,84. Entre 2014 et 2013, l'actif net a progressé de 22,4%.

Sur les 18 sociétés de gestion que compte la place, trois s'accaparent à elles seules 60% des parts de marché avec un actif net sous gestion de 199,46 milliards de dirhams.

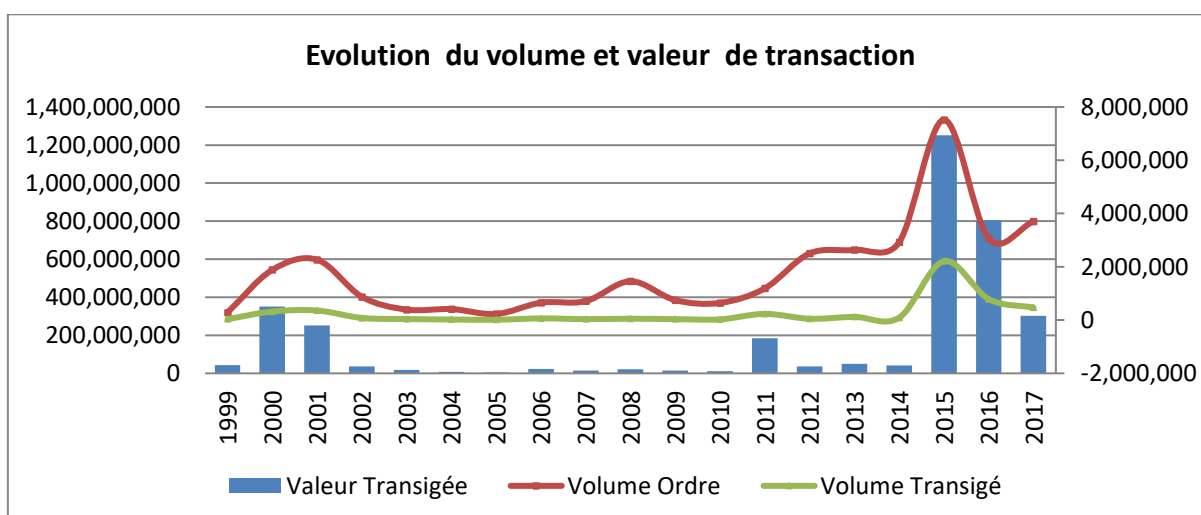
✚ Pour le marché Tunisien, l'actif net géré par les OPCVM a enregistré une progression nette entre 1999 à 2011, passant d'un milliards de dinars à plus que cinq milliards de dinars puis il a reculé pour atteindre un niveau de 4,36 milliards de dinars en 2017. Cette situation est due à l'instabilité politique qui a impacté négativement la confiance des investisseurs.

✚ Le marché Algérien qui est constitué d'un seul OPCVM, en l'occurrence une Sicav, fermée au public, constituée par l'association de deux banques publiques et une assurance, l'actif net infime dû principalement à l'absence d'une vraie politique de développement d'une part, l'insuffisance de produits financiers, le manque de profondeur et l'absence de concurrence d'une autre part.

5. La liquidité du marché boursier Algérien

L'étude de la profondeur du marché du titre de capital peut se faire à travers l'analyse de l'évolution du volume de transaction et de la valeur de transaction

Figure 26 : Evolution du volume et valeur de transaction



- ✚ La faiblesse des valeurs transigées et volume transigé est due principalement à la rareté de titre coté auprès du marché secondaire de la bourse d'Alger.
- ✚ Le déséquilibre structurel flagrant entre le volume de l'offre et de la demande de chaque titre.
- ✚ L'attractivité des dividendes distribués par certaines sociétés cotées (Exemple l'EGH EL AURASSI) dissuade les détenteurs de titre d'aller alimenter le marché, En favorisant leur garde ce qui s'est traduit par une baisse de l'offre sur le compartiment secondaire et par conséquent la régression de la valeur et volume transigés.
- ✚ Le nombre aussi élevé de séances de cotation infructueuses, explique le manque de liquidité des titres sur le marché.
- ✚ La bourse d'Alger est illiquide, il y'a un déséquilibre entre l'offre et la demande, l'offre des titres est supérieure à la demande, par conséquent, le cours de l'action va automatiquement baisser.
- ✚ De 2004 à 2010, le marché a enregistré une absence totale de cotation d'un nouveau titre et l'épuisement des contrats de liquidité, on constate que le volume de titres offert est largement inférieur au volume de titre demandé.
- ✚ La cotation d'un nouveau titre de capital en l'occurrence Alliance assurance en 2011 a renversé la tendance, pour les exercices 2011 et 2012, l'offre été supérieur à la demande de 31% en 2001 et 1938 % en 2012.
- ✚ La liquidité du titre alliance assurance est soutenue par un contrat de liquidité conclu avec l'émetteur avec un volume du bloc de 3000 actions. En 2011, le contrat de liquidité représente 78,21% du volume global transigé.
- ✚ Globalement, l'analyse spécifique de l'offre et de la demande sur le plan du volume, nous indique que le marché a un caractère de demandeur.

On observe, un déséquilibre entre le volume de titre exprimé (**volume de l'offre et de la demande de titre**) d'un côté, et le volume transigé d'un autre coté correspondant à un taux d'exécution moyen de **10,58%**.

Le tableau ci-dessous détail l'écart existant entre le volume de titres exprimé sur le marché secondaire du titre de capital et le volume transigé .

Tableau 28: Evolution du volume de titres présenté sur le marché secondaire

Année	Eriad Sétif			Saidal			El Aurassi		
	Achat	vente	transigé	Achat	vente	transigé	Achat	vente	transigé
1999	55 200		9 854	230 126		24 898	0	0	0
2000	352 814		84 074	1 141 613		165 082	391 301		70 907
2001	326 788		220 019	1 285 878		195 341	654 950		141 575
2002	223 476		4 197	325 698		47 915	324 949		27 320
2003	76 222		8 189	72 448		6 148	244 855		25 356
2004	15 442		2 958	79 727		1 781	316 907		17 444
2005	5 000	4	0	17 373	17 207	5 245	178 005	11 780	8 242
2006	2	5 220	0	136 418		14 266	511 964		49 285
2007	0	0	0	156 345		730	554 805		35 064
2008	0	0	0	44 861	184 758	31 002	1 204 901	22 519	21 101
2009	0	0	0	143 797	138 917	25 521	453 692	12 422	9 179
2010	0	0	0	296 059	28 315	18 038	303 331	16 699	9 382
2011	0	0	0	124 114	130 048	29 804	161 218	9 509	7 718
2012	0	0	0	16 450	417 997	15 031	73 210	88 785	7 048
2013	0	0	0	23 439	197 326	6 701	241 381	19 433	11 702
2014	0	0	0	243 810		22 244	157 962		7 826
2015	0	0	0	273 252		15 739	376 419		9 864
2016	0	0	0	151 887		17 719	151 406		3 491
2017	0	0	0	101 979		4 810	154 400		5 585

Année	Alliance assurances			Nca Rouiba			Biopharm		
	Achat	vente	transigé	Achat	vente	transigé	Achat	vente	transigé
1999	0	0	0	0	0	0	0	0	
2000	0	0	0	0	0	0	0	0	
2001	0	0	0	0	0	0	0	0	
2002	0	0	0	0	0	0	0	0	
2003	0	0	0	0	0	0	0	0	
2004	0	0	0	0	0	0	0	0	
2005	0	0	0	0	0	0	0	0	
2006	0	0	0	0	0	0	0	0	
2007	0	0	0	0	0	0	0	0	
2008	0	0	0	0	0	0	0	0	
2009	0	0	0	0	0	0	0	0	
2010	0	0	0	0	0	0	0	0	
2011	539 327	226 310	194 475	0	0	0	0	0	
2012	27 392	1 879 232	27 392	0	0	0	0	0	

2013	70	1 569 696	40	102 318	384 242	102 238	0	0	
2014	1 069 352		9 682	1 449 627		50 359	0	0	
2015	5 245 062		2 090 461	1 624 761		97 079	0	0	
2016	993 647		231 097	581 095		63 405	1 185 919		473 148
2017	1 250 777		271 052	612 154		37 014	1 581 662		149 684

Année	Achat	Vente	Nbre total d'ordres	Volume transigé global	Taux d'exécution
1999	285 326		285 326	34 752	12,18%
2000	1 885 728		1 885 728	320 063	16,97%
2001	2 267 616		2 267 616	358 935	15,83%
2002	874 123		874 123	79 432	9,09%
2003	393 525		393 525	39 693	10,09%
2004	307 273	104 481	412 076	22 183	5,38%
2005	200 378	28 991	229 369	13 487	5,88%
2006	653 602		653 602	63 561	9,72%
2007	711 150		711 150	35 794	5,03%
2008	1 249 762	207 277	1 457 039	52 103	3,58%
2009	597 489	151 339	748 828	34 700	4,63%
2010	599 390	45 014	644 404	27 420	4,26%
2011	485 478	634 840	1 120 318	231 997	20,71%
2012	117 052	2 386 014	2 503 066	49 471	1,98%
2013	367 208	2 170 697	2 537 905	120 681	4,76%
2014	2 920 751		2 920 751	90 111	3,09%
2015	7 519 494		7 519 494	2 213 143	29,43%
2016	3 063 954		3 063 954	788 860	25,75%
2017	3 700 972		3 700 972	468 145	12,65%

Source : Tableau construit par nous-mêmes sur la base de données fournies par les rapports annuels de la SGBV, COSOB et Algérie clearing .

NB : Pour les années : 1999 à 2004, 2006 et de 2014 à 2017, le volume de l'offre et de la demande des titres se confond avec le volume global des titres présentés sur le marché en absence de statistiques détaillées.

6. Les actions a mener pour améliorer la liquidité du marché boursier :

- Alimentation du marché par des nouvelles entreprises.
- Sensibilisation et communication auprès du grand public.
- Promotion du placement en bourse.
- Incitation à une gestion plus dynamique des placements.
- Action sur la fréquence, la qualité et la disponibilité de l'information financière.
- Développement de notre capacité à attirer des investisseurs nationaux et étrangers.

Conclusion du chapitre

En 19 ans d'activité, la bourse d'Alger a enregistré des résultats largement insuffisants, une très faible contribution du marché financier dans le financement de l'économie qui représente en moyenne 0,18% du PIB, alors que le Maroc est à 40 %, dû en partie à l'absence d'un environnement professionnel du dispositif boursier, l'activité marché (titres) est restée marginale dans les banques publiques sachant que la bourse d'Alger est détenue par les banques publiques qui sont des IOB, le dépositaire central aussi, l'activité du marché n'a pas été suffisamment développée au sein des banques publiques et d'autre part à une rupture des opérations d'ouverture de capital des entreprises publiques et l'absence d'une volonté des opérateurs économiques privés qui se contentent des modes de financement classiques.

D'un autre point de vue, les 0,22% du PIB représente en réalité la proportion des capitaux valorisés à la valeur marchande des sociétés cotées en bourse. Cette valorisation n'est pas représentative puisque les cinq sociétés cotées : Saidal, EL Aurassi, Alliance assurances, NCA ROUIBA, Biopharm, ne constituent pas l'économie nationale.

La bourse d'Alger n'arrive pas à drainer un nombre suffisant d'entreprises pour dégager un niveau important de représentativité de l'économie nationale.

L'accès au financement boursier est plus onéreux que le financement bancaire pour les entreprises Algériennes sollicitant un crédit à moyen ou long terme (CMT ou CLT).

On constate un grand retard dans le développement du marché financier en Algérie par rapport à la dynamique des bourses régionales et internationale, ce retard est très significatif, car si on introduit un titre par mois, soit une dizaine par an, il nous faut 10 ans pour atteindre 100 titres, un challenge, sommes nous en mesure de le faire ? alors que le besoin de financement dépasse la centaine d'entreprises publiques et privées éligibles.

Chapitre 4 : Les émetteurs de valeurs mobilières sur le marché financier Algérien

Introduction :

Depuis la création du marché financier Algérien, un nombre limité d'entreprises privées et publiques a eu accès au segment du marché du titre de capital seulement sept entreprises ont tentées d'y accéder soit par le procédé d'offre publique de vente, ou par augmentation de capital social ou par son ouverture.

Sept sociétés ont tentées l'expérience du financement par le biais de la bourse dont six entreprises ont réussies à placer leurs offres auprès du marché primaire et négocier dans le marché secondaire (**l'EGH El-Aurassi , Le groupe pharmaceutique Saidal, ERIAD Sétif, Alliance assurances, NCA Rouiba et Biopharm**), les actions de la septième entreprise qui est la **Cimenterie de Ain Kebira** n'ont pas pu intégrer le marché secondaire cela est dû à l'échec de la souscription (marché primaire) d'action auprès du grand public (2,36%).

Les secteurs d'activités qui ont fait appel au marché financier Algérien par appel public à l'épargne sont le :

- ✚ **Secteur de la santé** : 02 Entreprises dont une privée (**Saidal et Biopharm SPA**).
- ✚ **Secteur d'agroalimentaire** : 02 entreprises dont une privée (**ERIAD Sétif et NCA Rouiba**).
- ✚ **Secteur des assurances** : Une compagnie d'assurance privée (**Alliance assurance**).
- ✚ **Secteur de l'hôtellerie et tourisme** : Une entreprise publique (**EGH El-Aurassi**).

Section 1 : Les entreprises émettrices des actions sur le marché financier Algérien

1. L'offre publique de vente l'EGH El-Aurassi

L'entreprise de gestion de l'hôtel El-Aurassi, par abréviation EGH El-Aurassi, est une entreprise publique économique, société par actions, dotée d'un capital social de 1 500 000 000 DA réparti en 6 000 000 d'actions de valeur nominale de 250 DA

Il a été inauguré et ouvert à la clientèle le 02 mai 1975, faisant partie initialement du patrimoine des entreprises nationale SONATOUR, puis ALTOUR ensuite ONCC (office national des congrès et conférences).

Le 12 février 1991, l'hôtel change de statut juridique puisqu'il est transformé en entreprise publique économique, société par actions au capital de 40 millions de dinars, ensuite les actions de l'hôtel ont été intégralement transférées au profit du Holding Public services²⁹³

1.1.Décision à l'origine L'offre publique de vente l'EGH El-Aurassi

Conformément à la décision de conseil national des participations de l'Etat lors de sa réunion du 5 février 1998, dans le cadre du processus de privatisation et de l'ordonnance n°95-22 du 26 août 1995 relative à la privatisation des entreprises publiques éligibles au programme de privatisation adopté par le gouvernement, notamment les articles 25 et 26, l'assemblée générale extraordinaire du 21 juin 1998 de l'EGH El-Aurassi a adopté les résolutions n° 1 et 2, sur proposition du conseil d'administration, autorisant l'EGH El-Aurassi à introduire une partie de son capital en bourse.

La part du capital à céder est de 20% représentant 1 200 000 actions au prix fixe de 400 DA l'action²⁹⁴

1.2.But de l'offre :

Le but affiché est la privatisation partielle de l'hôtel El-Aurassi conformément au décret sur la privatisation des entreprises publiques.

1.3.Caractéristiques de l'OPV

L'offre publique de vente porte sur 1 200 000 actions sur un total de 6 000 000 d'actions ordinaires de valeur nominale de 250 DA, soit 20 % du capital social d'EGH El-Aurassi²⁹⁵. Au terme de cette opération, la participation de l'Etat s'établira à 80 % par le biais de la Holding public services

1.3.1. Forme et catégorie de titres (annexe n°6):

Les actions objet de l'offre publique de vente, sont ordinaires, nominatives, entièrement libérées à la souscription et librement cessible.

²⁹³ Ordonnance n°95-25 relative à la gestion des capitaux marchands de l'Etat.

²⁹⁴ Décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires EGH El-Aurassi du 13-04-1998, résolution n°3

²⁹⁵ Notice d'information de l'offre publique de vente de EGH El-Aurassi, page6

1.3.2. Condition de délivrance des actions :

Les modalités et délais de délivrance des actions obéissent aux règles suivantes :

L'offre publique de vente est répartie selon les quotas suivants :

- OPCVM, les compagnies d'assurances et réassurances, les caisses , les établissements de crédits, les intermédiaires en opérations de bourse 15%
- Toute autre personne morale et autres commerçants20%
- Salariés de l'hôtel El-Aurassi05%
- Autres personnes privées.....60%

Plafond de la demande :

Le plafond de la demande est fixé aux :

▪ *Personnes physiques :*

- Salariés de l'hôtel100 actions
- Autre personnes privées.....2 000 actions

▪ *Les Personnes morales :*

- OPCVM, compagnies d'assurances , établissements de crédits, les intermédiaires 100 000 actions avec un minimum de 10000 actions .
- Toute autre personne morale ou commerçants 20 000 actions avec un minimum de 200 actions.

1.4. Contrat de liquidité :

Un contrat de liquidité signé entre l'hôtel El-Aurassi et le crédit populaire d'Algérie en vue d'assurer et de réaliser des opérations de contrepartie sur le titre El-Aurassi.

Les actions de SGH El Aurassi ont été introduites en bourse pour la négociation le 4 février 2000, ce titre est toujours listé à la cote officielle de la bourse d'Alger devenant l'une des actions les plus anciennes .

2. Ouverture du capital du groupe pharmaceutique SAIDAL par OPV (annexe n°7)

A la suite de la restructuration de la pharmacie centrale Algérienne, l'entreprise nationale de production pharmaceutique fut créée par décret 82/161 du mois d'avril 1982.

En avril 1997 le complexe dédié à la production d'antibiotiques de Médéa, et qui appartenait à la SNIC (société nationale des industries chimiques), lui fut intégré.

En février 1989 le passage à l'autonomie de cette société donna naissance à SAIDAL, qui avait été choisie parmi les premières entreprises nationales pour devenir une société par action, elle avait pour principale mission d'assurer le monopole de la production et de la distribution de médicaments afin d'approvisionner de manière suffisante le marché Algérien.

depuis 1996, la holding public chimie pharmacie détient 100% du capital de Saïdal , en 1997 l'entreprise a mis en œuvre un plan de restructuration, qui s'est traduit par la transformation de l'entreprise en un groupe industriel, le 02 février 1998.

2.1. But de l'offre :

Le but de l'offre était, la privatisation partielle de SAIDAL par le biais du marché financier conformément au décret sur la privatisation des entreprises publiques économiques.

2.2. Caractéristiques de l'offre :

2.2.1. Montant de l'offre publique d'achat :

Le montant de l'opération porte sur la cession de **20%** du capital social soit 500 000 000 DA, répartis en **2 000 000 d'actions** de forme nominale d'une valeur unitaire de 250 DA²⁹⁶, sur un total de 10 000 000 d'actions, au prix fixe de 800DA l'action. la participation de l'Etat s'établira à 80% par le biais de la holding public chimie pharmacie.

Nombre d'actions dont l'Etat est propriétaire	8 000 000	80%
Nombre d'actions cotées en bourse	2 000 000	20%
Total	10 000 000	100%

2.2.2. Forme et catégorie des titres :

Les actions objet de cette offre publique de vente, sont des actions ordinaires de forme nominative entièrement libérées et matérialisées.

2.2.3. Période de l'offre :

La période de l'offre est fixée du 15 février 1999 au 15 mars 1999.

²⁹⁶ Notice d'information de l'offre publique de vente de SPA SAIDAL, page 05.

2.2.4. Etablissements domiciliataires²⁹⁷ :

- La SOGEFI, société générale financière, société par actions agissant en tant que chef de fil du groupe d'intermédiaires en opérations de bourse.
- Les IOB accrédité pour mener à bien cette OPV sont :
 - La SOFICOP, société financière en conseil et placement .
 - ERRACHED EL MALI
 - SPDM société de placement en valeurs mobilières

Ces sociétés financières ont assurées le placement des actions par le biais de l'ensemble des guichets des banques implantés sur le territoire national (CPA, CNEP, BEA, BADR, BDL, CNMA).

2.2.5. Conditions de délivrances des actions :

Les modalités et délais de délivrance des actions obéissent aux règles suivantes :

L'offre publique de vente est répartie selon les quotas suivants :

- OPCVM, les compagnies d'assurances et réassurances, les caisses , les établissements de crédits, les intermédiaires agréés en valeurs mobilières 30%
- Toute autre personne morale30%
- Salariés du groupe SAIDAL05%
- Autres personnes privées.....35%

Plafond de la demande

- Personnes physiques salariées du groupe Saidal, autres personnes privées40 actions
- Les Personnes morales2 000 actions
- OPCVM, les compagnies d'assurances et réassurances, les caisses , les établissements de crédits, les intermédiaires agréés en valeurs mobilières300 000 actions avec un minimum de 4 000

Le titre de capital de SAIDAL a été introduit à la cote officielle de la bourse d'Alger en septembre 1999, conformément aux conditions d'admission prévues par le règlement général de la bourse , le cours d'introduction était de 800 DA

²⁹⁷ Notice d'information de l'offre publique de vente de SPA SAIDAL, page 7.

3. Augmentation de capital social en numéraire d'ERIAD Sétif Spa

Créée en 1983, à la suite de la restructuration de la société nationale des semouleries, meuneries, fabriques de pâtes alimentaires et couscous Ex SEMPAC, puis érigée en société par actions le 02 avril 1990, l'entreprise des industries alimentaires céréalières et dérivés de Sétif a pour objet la transformation de céréales et la production et commercialisation des produits dérivés semoules, farines...

Le capital social de ERIAD Sétif Spa , qui était de 100 000 000 DA en 1990, a été porté à 400 000 000 DA fin 1997 représenté par 4 000 000 d'actions de 100 DA chacune²⁹⁸

3.1.Décision à l'origine de l'opération

En sa séance du 05 février 1998, le conseil national des participation de l'Etat (CNPE), a décidé d'introduire à la bourse des valeurs d'Alger, par augmentation de capital l'entreprise publique économique dénommée ERIAD Sétif .

Elle s'en est suivie, le 29 avril 1998, la délibération de l'assemblée générale extraordinaire d'ERIAD Sétif qui a fixé le cadre général de l'augmentation du capital par appel public à l'épargne, et l'admission des actions à la cotation.

3.2.But de l'émission

Le produit net de l'émission servira principalement à financer la réalisation d'investissements d'extension et de modernisation des installations de production.

3.2.1. Montant et prix de l'émission :

A l'issue de la réalisation de l'appel public à l'épargne , le capital social devrait passer de 4 000 000 d'actions à 5 000 000 d'action

Les titres a placer auprès du public sont 1 000 000 d'actions nouvelles de nominal 1 000 DA , représentant 20% du capital social après augmentation au prix de 2 300DA l'action.

3.3.Caractéristiques de l'émission :

Les actions objet de l'émission sont nominatives, ordinaires entièrement libérées à la souscription et librement cessible.

3.3.1. Période de souscription :

²⁹⁸ Notice d'information d'augmentation de capital d'ERIAD Sétif par appel public à l'épargne page 4

La totalité des actions, ouvertes à toute personne physique ou morale, ont été souscrites entre le 02 novembre 1998 et le 15 décembre 1998

3.3.2. Etablissements domiciliataires

Les souscripteurs ont été reçus par les guichets des banques désignés ci-après :

- La banque d'agriculture et du développement rural BADR.
- La banque de développement local BDL.
- La banque nationale d'Algérie BNA.
- Le crédit populaire d'Algérie CPA.
- La caisse nationale de mutualité agricole CNMA.

3.3.3. Chef de fil d'ERAD Sétif :

La société a eu comme banque accompagnatrice et chef de fil la banque d'agriculture et du développement rural BADR.

La première cotation à la bourse d'Alger a eu lieu le 13 septembre 1999 avec l'entreprise publique agroalimentaire ERAD SETIF qui a ouvert avec succès 20% de son capital , rappelons que cette dernière a procédé à une opération de rachat des actions .

Contrairement à l'OPV de l'hotel El Aurassi, l'augmentation de capital d'Eriad Sétif n' a pas connu le même engouement , seulement 44% des titres ont été placés auprès du grand public, le reste a fait l'objet d'une prise ferme de la part du syndicat de garantie.

Les principales raisons d'un tel désintéressement résident dans le fait que cette société manquait de notoriété d'une part, le prix exorbitant de l'offre fixé à 2300DA d'une part, découragé beaucoup d'investisseurs.

4. L'augmentation du capital social de SPA Alliance assurance

Alliance Assurances est une Société privée par Actions au capital initial de 500 millions DA créée en décembre 2004 par un groupe d'investisseurs nationaux. Le capital de la compagnie a été porté à 800 millions DA divisé en 4 000 000 actions d'une valeur nominale de 200 DA au courant de l'année 2009.

L'assemblée générale de société Alliance assurance réunie en séance extraordinaire le 21 juin 2010 a approuvée l'augmentation du capital de la société proposée par le conseil d'administration réuni en date du 20 juin 2010, cette augmentation est destinée à mettre en

conformité les statuts de la compagnie avec le décret exécutif 09-375 du 16/11/2009 modifiant et complétant le décret exécutif 95-344 du 30/10/1995 relatif au capital minimum des sociétés d'assurances. et ce par l'émission d'actions nouvelles par appel public à l'épargne.

En novembre 2010, Alliance Assurances a procédé à l'augmentation de son capital par offre de souscription. Le montant de l'offre portait sur 31% du capital social, soit 1,44 milliard de dinars Algériens répartis en 1.804.511 d'actions.

4.1. But de l'émission :

Le but de l'émission des actions Alliances est de porter le capital social au minimum légal requis par la loi²⁹⁹.

Aussi, la levée de fonds va lui permettre de se développer, et de participer à la relance du marché financier Algérien.

4.2. Caractéristiques de l'émission :

4.2.1. Montant de l'émission :

L'émission portait sur **31%** du capital social, soit **1,44 milliard** de dinars Algériens répartis en **1 804 511 actions** ordinaires nouvelles d'une valeur nominale de 200 DA par action numérotées de 4 000 001 à 5 804 511, le montant levé à la fin de la souscription est de **1 433 787 488 DA** comme le montre le tableau ci-dessous :

Tableau 29: Augmentation de capital social d'Alliance Assurance par appel public à l'épargne

	Nbre d'actions créées	Prix en DA	Montant levé en DA
Nouveaux actionnaires	1 628 571	830	1 351 713 930
Agents généraux et salariés (décote de 10%)	85 714	747	64 028 358
l'actionnaire historique MTC Spa 5%	90 226	200	18 045 200
Total	1 804 511		1 433 787 488

Sources : Tableau confectionné par nos soins sur la base de données fournies par la notice d'information.

4.2.2. Période de souscription :

Les souscriptions sont ouvertes du 02 novembre 2010 au 01 décembre 2010.

²⁹⁹Décret exécutif 95-344 du 30/10/1995 relatif au capital minimum des sociétés d'assurances

4.2.3. IOB accompagnateur et organismes chargés de collecter les bulletins de souscription :

- ✚ L'opération d'augmentation de capital d'alliance assurance par émission d'action est accompagnée par la banque publique, le crédit populaire d'Algérie CPA .
- ✚ Les bulletins de souscriptions seront collectés par le réseau bancaire partenaire constitué des IOB suivants :CPA – BEA- BDL- CNEP-Banque- BADR -Société générale Algérie et BNP Paribas Algérie (annexe n° 8).

4.3.Segmentation de l'offre (annexe n° 9)

Alliance assurance a réparti l'offre de vente des actions en cinq segments Allant de A à E.

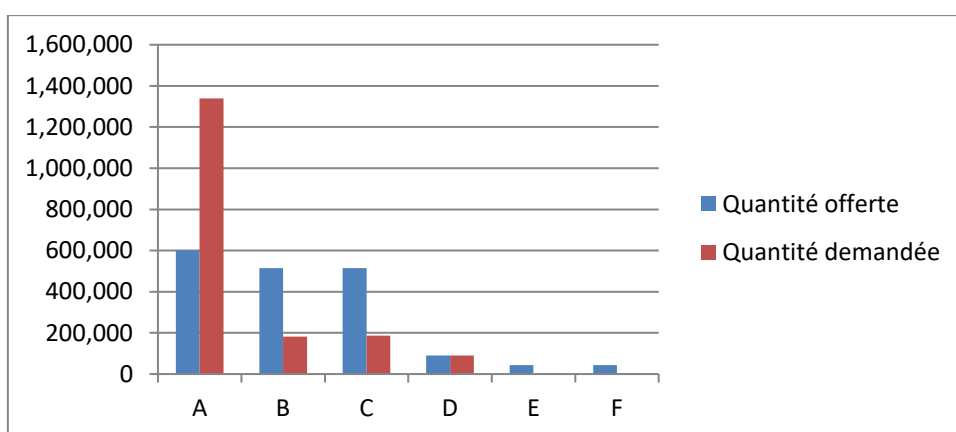
La segmentation initiale de l'offre, établie par l'émetteur, a été modifiée afin de l'adapter à la demande et satisfaire le maximum d'investisseurs, la répartition de l'offre initiale et finale est résumée dans le tableau ci-dessous :

Tableau 30: Répartition d'offre et demande du titre Alliance assurance

Code	Segment	Répartition Initiale		Répartition Finale	
		En Actions	%	En Actions	%
A	Personnes physiques	600 000	33,30%	1 338 346	74,17%
B	Investisseurs institutionnels	514 286	28,50%	181 625	10,07%
C	Personnes morales de droit Algérien	514 285	28,50%	186 022	10,31%
D	Personne morales DPS	90 226	5,00%	90 226	5,00%
E	Agents généraux d'alliances assurance	42 857	2,40%	3 635	0,20%
F	Salariés d'alliance assurance et ses filiales	42 857	2,40%	4 657	0,26%
	TOTAL	1 804 511	100,00%	1 804 511	100,00%

L'Offre publique d'alliance assurance n'a pas suscité un grand intérêt pour les institutionnels et personnes morales dont la demande a été largement inférieure (-18%) aux attentes de la compagnie, le reliquat a été affecté au segment A(personne physiques) dont la demande du titre a dépassé toute attente en enregistrant une demande supérieures à ce qui a été prévu de 40%.

Figure 27: Offre et demande du titre Alliance assurance par segment



Source : Confectionné par nos soins sur la base du tableau n°30

4.3.1. Les souscriptions par segment :

Les souscriptions des actions d'alliance assurance s'est étalé jusqu'au 01 décembre 2010, date de la fin des souscriptions, après la centralisation des bulletins de souscription auprès de la SGBV, Il a été enregistré un volume de souscription validé de 2 521 384 actions représentant 140% du volume global des titres offerts

L'opération des souscription a connu une participation massive du segment A (personnes physique) , dont le montant de la demande été supérieur de 40% par rapport au quota réservé.

Le tableau ci-dessous récapitule les souscriptions réparties par segment :

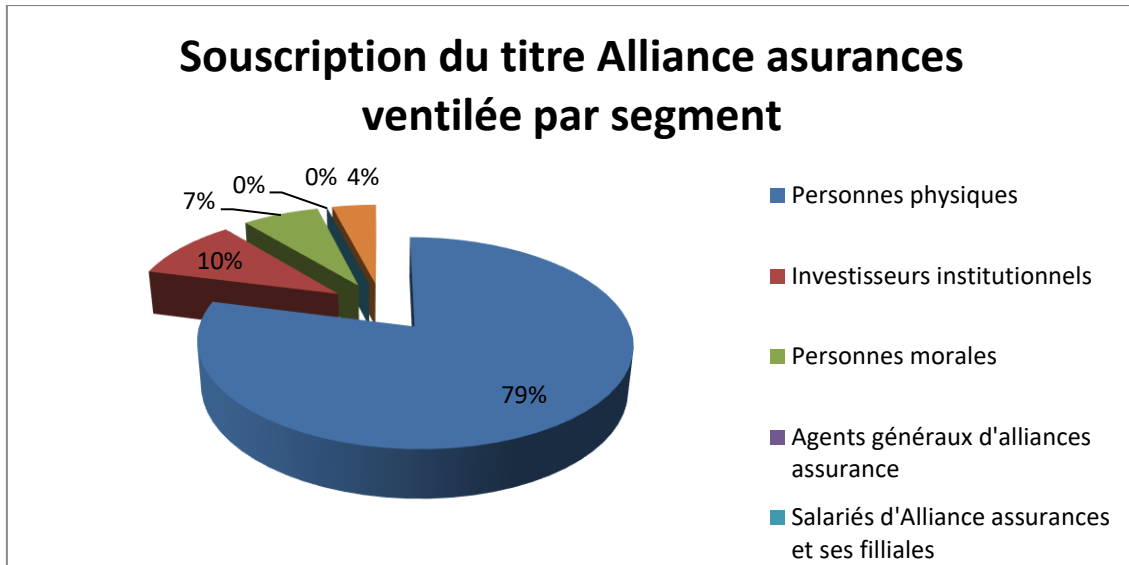
Tableau 31: Les souscriptions du titre de la Société Alliance assurances par segment

Segment	Quota	% Total	Quantité demandée	% Quota	Quantité retenue	% Quota	% Total	Taux de rejet
Personnes physiques	1 338 346	74,00%	2 044 792	153%	1 995 459	149%	79%	2%
Investisseurs institutionnels	181 625	10,00%	241 385	133%	241 385	133%	10%	0%
Personnes morales	186 022	10,00%	186 022	100%	186 022	100%	7%	0%
Agents généraux d'alliance assurances	3 635	0,20%	3 635	100%	3 635	100%	0%	0%
Salariés d'alliance assurances et ses filiales	4 657	0,26%	4 657	100%	4 657	100%	0%	0%
Personne morales DPS	90 226	5,00%	90 226	100%	90 226	100%	4%	0%
TOTAL	1 804 511	100%	2 570 717	142%	2 521 384	140%		

Source : COSOB

Le graphe ci-dessous représente la répartition des souscriptions par segment pour avoir une meilleure visibilité

Figure 28: Souscription du titre Alliance assurances ventilée par segment



4.4.Négociation des titres

L'action ALLIANCE Assurances fera l'objet d'une demande d'admission en bourse et sera négociée sur le marché réglementé de la Bourse d'Alger entre les Intermédiaires en Opérations de Bourse agréés par la COSOB³⁰⁰. Un avis d'introduction fixant le prix de première cotation et les modalités de négociation sur ce titre seront diffusés par la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV) - Bourse d'Alger, au moins quinze jours avant la date de la première séance de cotation.

Alliance assurance est la première compagnie d'assurance qui a fait appel au marché financier Algérien pour financer l'augmentation de son capital social, réunissant les conditions d'admission prévues par le règlement général de la bourse d'Alger, le titre de capital Alliance Assurances a été introduit à la cote officielle le **07 mars 2011**. Le cours d'introduction était de 830 DA. Portant à trois le nombre de sociétés cotées atteignant une capitalisation boursière de 13,2 milliards de dinars

Cette opération a connue un front succès dû principalement a une stratégie de marketing et communication bien efficace, couteuse (1,49 milliard de DA) et fructueuse elle a rendu l'opération attrayante auprès du grand public spécialement les personnes physiques à la

³⁰⁰ Notice d'information d'augmentation de capital de la société Alliance assurance par appel public à l'épargne
Page 16

recherche de placements autres que bancaire ou immobilier, qui ont manifestés un engouement inattendu puisqu'elle a drainée une demande sur le titre largement supérieure à l'offre émise.

5. l'offre publique de vente des actions de NCA-Rouiba :

NCA-Rouiba est une société privée de droit Algérien qui a été créée en 1966 sous la forme juridique de Société à Responsabilité Limitée (S.A.R.L) dénommée «S.A.R.L Nouvelle Conserverie Algérienne», son capital social s'élevait à trois cent mille dinars Algériens (300 000 DA) divisé en trois cent (300) parts d'une valeur nominale de 1000 DA chacune. Les parts sociales ont été souscrites en espèces et intégralement libérées par les deux associés fondateurs M. Salah OTHMANI et M. Mohamed Saïd OTHMANI.

Son objet social consistait en la fabrication, la transformation, l'importation, l'exploitation et le commerce de toutes les denrées alimentaires .

Elle a été transformée en Société Par Actions (S.P.A) au mois de mars 2003, son capital social s'élève à 849 195 000 dinars Algériens, réparti en 8 491 950 actions ordinaires de 100 dinars chacune, entièrement souscrites et libérées lors de la constitution de la Société, et suite aux augmentations de capital subséquentes conformément à la Loi.

5.1.Caractéristiques essentielles de l'activité

NCA-Rouiba a été l'un des acteurs les plus importants dans le secteur agro-alimentaire en Algérie. Aujourd'hui, elle évolue exclusivement dans le marché, en croissance, des jus, nectars et boissons non gazeuses communément appelé BRSA (boissons rafraichissantes sans alcool) ou JNSD (jus, nectars, still drinks) et se consacre intégralement à la production et la distribution de boissons, de nectars et du jus de fruits.

En 2005, la croissance à deux chiffres enregistrée par l'entreprise ainsi que les besoins d'investissements, ont ouvert les portes du capital de l'entreprise à la société de capital investissement non résidente « Africinvest Fund», fonds institutionnel géré par le groupe « Africinvest - Tuninvest » reconnu pour son haut niveau d'éthique et sa performance appréciable dans la région.

L'entrée du fonds « Africinvest » facilité par des pratiques de gouvernance à l'avant-garde portées par les valeurs familiales historiques et une culture d'entreprise profondément ancrée, ainsi qu'une vision claire de l'équipe managériale, propulsa l'entreprise vers les sommets attendus.

Sans renier son passé dont elle gardera une empreinte dans son nom, la « Nouvelle Conserverie Algérienne » change de raison sociale en 2008, pour devenir « NCA-Rouiba ».

L'entrée en Bourse de NCA-Rouiba, va permettre aux investisseurs institutionnels de se substituer partiellement au fonds Africinvest, en écrivant une nouvelle page d'histoire de cette entreprise familiale qui a su passer le cap fatidique de la deuxième génération tout en préservant l'acquis familial.

5.1.1. Décisions à l'origine de l'opération

L'introduction en Bourse de la Société NCA-Rouiba a été décidée par le Conseil d'Administration de la société réuni le 27 mai 2011.

La décision d'introduction a également été entérinée par les actionnaires de la société NCA-Rouiba, réunis en séance extraordinaire le 31 janvier 2012 ayant approuvé la mise en conformité des statuts de la société avec la réglementation régissant la Bourse d'Alger.

Une mise à jour sur l'avancement du processus d'introduction en bourse ainsi que sur la structuration de l'opération ont été présentés aux actionnaires de la société réunis en séance Ordinaire le 22 mai 2012.

5.1.2. Objectifs d'introduction en bourse³⁰¹

- Ouverture d'un canal permanent de levée de fonds propres permettant à l'entreprise de disposer d'alternatives de financement adaptées à ses ambitions .
- Permettre une plus grande liquidité des titres des actionnaires et notamment la sortie de l'investisseur institutionnel **Africinvest** conformément aux termes et conditions de son entrée au capital de l'entreprise en 2005.
- Confirmation de l'engagement irréversible de l'entreprise dans un processus de mise en place de bonnes pratiques de gouvernance favorisant sa performance et sa pérennité .
- Renforcement de la notoriété de l'entreprise auprès de ses clients ainsi que de l'ensemble de ses partenaires économiques.

5.1.3. Caractéristiques de l'opération

5.1.3.1.Montant de l'offre

³⁰¹ Notice d'information NCA-Rouiba SPA, page 12

L'Opération consiste à présenter une offre à prix fixe de 2 122 988 actions ordinaires provenant de la cession, par les actionnaires actuels d'actions de valeur nominale de 100 dinars chacune et représentant 25% du capital social.

Les actions sont réglées à la demande d'achat. Elles sont inscrites en compte auprès des Teneurs de Comptes de Conservation de Titres (TCC), dûment habilités par la COSOB, et qui sont admis aux opérations d'Algérie Clearing.

5.1.3.2. Intermédiaire en Opération de Bourse accompagnateur et organismes habilités à recueillir les demandes d'achat

Pour cette opération, la Société est accompagnée par l'Intermédiaire en Opérations de Bourse - BNP Paribas El Djazaïr.

Les demandes d'achat de titres peuvent être reçues, sans frais, par les Intermédiaires en Opérations de Bourse ci-dessous mentionnés, faisant partie du syndicat de placement constitué pour la présente opération:

- BNP Paribas El Djazaïr (Chef de file)
- Crédit Populaire d'Algérie (CPA)
- Banque Nationale d'Algérie (BNA)
- Banque Extérieure d'Algérie (BEA) ;
- Banque de Développement Local (BDL)
- Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance-Banque (CNEP-Banque)
- Banque de l'Agriculture et du Développement Rural (BADR)
- Société Générale Algérie (SGA)

5.1.3.3. Présentation de l'opération

- ***Nature de l'opération*** : Offre publique de vente **OPV**
- ***Période de souscription*** : du 07 au 25 avril 2013
- ***Montant de l'offre*** : 849 195 200 DA
- ***Nombre d'actions*** : 2 122 988 actions
- ***Valeur nominale*** : 100 DA
- ***Catégorie*** : Action ordinaire

- **Prix de vente** : 400 DA / action
- *Visa COSOB n° 2013/ 01 du 06 février 2013*
- **Segmentation de l'offre** : *L'offre est répartie en deux segments³⁰²* :
- ✚ **Segment A** : Un quota maximum de 85 000 actions est réservé aux salariés de la société, soit 4% des actions offertes .
- ✚ **Segment B** : Le reliquat soit 2 037 988 actions est réservé aux nationaux résidents personnes physiques et personnes morales, représentant 96% des actions offertes.
- **Souscription minimale et souscription maximale** :
- ✚ Minimum : 75 actions.
- ✚ Maximum : 85 000 actions

Le titre de capital de NCA est le deuxième titre d'une société privée à être listé auprès de la bourse d'Alger portant ainsi le nombre de titre de capital cotés à quatre, son introduction s'est faite le 03 juin 2013. Le cours d'introduction était de 400 DA l'action.

6. Ouverture de capital de BIOPHARM SPA

BIOPHARM est une entreprise privée en la forme légale d'une société par actions régie par les dispositions de l'ordonnance 75-59 du 26 septembre 1975 portant code de commerce modifiée et complétée .

Créée en 1991, BIOPHARM SPA est un groupe présent dans les différents métiers de l'industrie pharmaceutique comprenant le développement, la production, la distribution en gros la répartition aux officines, l'information médicale et les services logistiques.

Le capital social de BIOPHARM est de cinq milliards cent quatre millions trois cent soixante-quinze mille dinars Algériens (5 104 375 000 dinars) divisé en vingt-cinq millions cinq cent vingt et un mille huit cent soixante-quinze actions (25 521 875 actions) d'une valeur nominale de deux cents dinars Algériens (200 dinars) chacune, numérotées de 1 à 25 521 875, entièrement souscrites, détenues à 49% par ADP Entreprises WLL

BIOPHARM s'est engagée dans un processus de diversification de son actionnariat. La première étape a été, en 2013 la réorganisation de ses activités autour de pôles d'activités et d'ouvrir son capital à des investisseurs institutionnels internationaux.

³⁰² Dépliant confectionné par NCA Rouiba SPA, visé par la COSOB, visa n° 2013/01 du 06 février 2013, page 02 .

6.1. But de l'opération

Le but de l'opération est de compléter la restructuration de l'actionnariat et le diversifier afin d'assurer la pérennité de la société et d'en faciliter le développement. En 2013, le capital de BIOPHARM SPA a été ouvert au profit du consortium international ADP Enterprise WLL .

Elle poursuit son évolution en ouvrant son capital en Bourse et en offrant la possibilité à l'épargne nationale Algérienne de participer aux opportunités de croissance du secteur pharmaceutique Algérien en investissant dans une entreprise qui est aujourd'hui bien positionnée pour poursuivre son développement de façon performante³⁰³.

BIOPHARM **ouvre son capital à l'épargne publique** par cession d'une partie des actions des actionnaires historiques en offrant à la vente 5 104 375 actions (OPV) représentant 20% du capital, au prix de cession 1 225 dinars l'action, soit à un multiple de 8,1 fois le résultat net de 2014.

L'opération de souscription s'est déroulée entre le 13 mars 2016 et le 23 mars 2016, avec l'autorisation de la COSOB et afin d'atteindre l'objectif tracé par la société , la période de souscription a été rallongée jusqu'au **07 avril 2016** permettant ainsi à 3309 nouveaux souscripteurs de devenir actionnaires .

6.2. Etablissements domiciliataires

La Banque Extérieure d'Algérie est l'Intermédiaire en Opérations de Bourse accompagnateur et chef de file du Syndicat de placement constitué des IOB chargés du placement des titres : BADR, BDL, BNA, CNEP banque , CPA , BNP Paribas El Djazaïr, Société Générale Algérie, et TELL Markets³⁰⁴.

6.3. Conditions de délivrance des actions

Segmentation de l'offre s'est faite en deux segments :

 **Segment « A » ouvert à tous les souscripteurs :**

Ce segment est ouvert à tous les souscripteurs, personnes physiques et personnes morales, pour des souscriptions minimales de cinq (05) actions au prix de souscription de 1 225 dinars par action. Le nombre d'actions offertes dans ce segment est exactement de 5 104 375 actions (cinq millions cent quatre mille trois cent soixante quinze actions).

³⁰³ Décision de l'assemblée générale extraordinaire du 28 juillet 2015

³⁰⁴ Notice d'information d'offre publique de vente des actions de Biopharm SPA, page 15

Segment « B » réservé aux employés du groupe BIOPHARM:

Chaque employé du groupe BIOPHARM peut acquérir un et un seul lot de 10 actions au prix préférentiel spécifique réservé aux employés de 1 102,50 dinars. Les actions souscrites à ce prix préférentiel spécifique ne pourront être transigées pendant une période de trois mois après la date de première cotation du titre. Elles seront librement négociables après cette période. Ces souscriptions sont recueillies exclusivement chez l'IOB BNP Paribas El Djazaïr et les actions sont conservées pendant la période de non-négociabilité sur des comptes titres ouverts auprès du Teneur de compte conservateur BNP Paribas El Djazaïr.

6.4. Contrat de liquidité

La banque extérieure d'Algérie est chef de fil de l'opération et garantit à l'émetteur la bonne fin de l'opération, un contrat de liquidité a été mis en œuvre entre l'émetteur et l'IOB BEA, dans le but d'assurer la cotation régulière du titre de capital, la durée du contrat de liquidité est de six mois prorogeable à douze mois par tacite.

« Constatant la satisfaction par l'émetteur de toutes les conditions d'éligibilité relatives à l'introduction au niveau de la Bourse d'Alger, la COSOB a autorisé en date du 18 avril 2016 (Décision n°CAB/14/2016) l'admission au niveau de la Bourse d'Alger des actions de la société BIOPHARM/ Spa »³⁰⁵,

« Les titres de capital émis par le groupe pharmaceutique Biopharm/Spa au cours de la période de l'offre publique de vente qui s'est étalée du 13 mars au 7 avril 2016 entame son parcours à la Bourse d'Alger, ils ont été introduit, le mercredi **20 avril 2016** à la négociation au niveau de la cote officielle de la Bourse d'Alger »³⁰⁶ conformément aux engagements de l'émetteur transcrit dans la notice d'information visée par la COSOB sous le n° 2015/03 du 02 décembre 2015, en portant le nombre de titres de capital cotés à cinq et le niveau de la capitalisation boursière à plus de 45 milliards de dinars³⁰⁷.

7. Augmentation de capital de la cimenterie de Ain El Kebira SCAEK :

A l'origine, en 1978, date de démarrage, la cimenterie de Ain El Kebira était érigée en une unité de production, relevant du patrimoine de l'ex SNMC, Société Nationale des Matériaux de Construction, créée le 20 Décembre 1967 par décret n° 67/260.

³⁰⁵ <http://www.dzentreprise.net/bourse-dalger-premiere-cotation-de-laction-biopharm/21/04/2016>.

³⁰⁶ Communiqué de la Société de gestion de la Bourse des valeurs SGBV.

³⁰⁷ Communiqué de la 1^{ère} séance de cotation des actions Biopharm, édité par la SGBV.

A l'issue de la restructuration organique de la SNMC en plusieurs entreprises régionales de ciments, la cimenterie de Ain El Kebira fût transférée à la nouvelle entreprise publique économique, l'ERCE, Entreprise Régionale des Ciments et Dérivés de l'Est, et ce en 1982 par décret n°82/322.

Dans sa réunion du 08 Décembre 1997, l'AGEX de l'ERCE autorise l'entreprise ERCE à constituer en filiale la cimenterie de Ain El Kebira, elle fût transformée le 05/04/1998, en société par actions dénommée, la Société des Ciments de Ain El Kebira, par abréviation SCAEK.

La Société des Ciments de Ain El Kebira, est une société par actions au capital social de 2.200.000.000,00 DZD, son activité principale est la production et la commercialisation des ciments ordinaires et des ciments spéciaux.

La société SCAEK a été créée en 1998 à l'issue de la transformation de l'unité cimenterie d'Ain El Kebira en société par actions, son capital social est détenu en totalité par le Groupe GICA.

Pour renforcer sa position concurrentielle, la société a mis en œuvre un plan d'investissement dont la réalisation devra lui fournir les moyens de production et de productivité suffisants pour améliorer ses performances techniques, financières et préserver sa part du marché national en pleine croissance .

Tenant compte de ses faiblesses internes, notamment l'absence de stratégie marketing, la SCAEK a opéré une mise à niveau de son organisation et de ses méthodes de gestion pour s'adapter aux conditions d'un marché ouvert ; elle a introduit de nouvelles techniques de management et opté pour une approche factuelle pour la prise de décisions.

La SCAEK a obtenu les certifications ISO 9001 version 2008, norme relative au Système de Management de la Qualité, ISO 14000 version 2004, norme relative à l'environnement et OHSAS 18001 version 2007, normes relative à la santé et sécurité au travail

7.1. But de l'émission : L'opération vise les objectifs suivants³⁰⁸:

➤ ***Pour l'Etat propriétaire de la société :***

- La dynamisation du marché financier

➤ ***Pour la société émettrice :***

- Ouverture d'un nouveau canal de financement et diversification des sources de financement.

³⁰⁸ Dépliant conçu par la SCAEK, validé par la COSOB

- La Levée des fonds lui permettant de financer l'achèvement de son programme de développement, notamment la réalisation de la deuxième ligne de production de 6 000 tonnes de clinker par jour.
- La SCAEK profitera de son introduction à la Bourse des Valeurs d'Alger pour construire une image de marque et de renforcer sa notoriété auprès d'un large public .

7.2.Décisions qui sont à l'origine de l'opération

Conformément aux orientations du gouvernement relatives à la dynamisation de la Bourse des Valeurs mobilières d'Alger, le Conseil National des Participations de l'Etat dans sa résolution N°12/140 du 21/01/2014 a autorisé le groupe GICA, de procéder à la préparation des dossiers d'introduction à la Bourse d'Alger des cimenteries d'Ain El Kebira, de Chlef et de Tébessa.

Suite a l'accord des autorités publiques, l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires de la société SCAEK, filiale du Groupe GICA ,a décidée le 03 décembre 2014 d'introduire en bourse la société en augmentant son capital social .

7.3.Montant de l'émission

Le montant de l'émission, correspondant à une **augmentation de 35% du capital social**, se monte à 18 953 600 000,00 DZD, représentant 11 846 000 nouvelles actions de prix d'émission de 1600,00 DZD l'action³⁰⁹.

Au terme de cette opération, le capital social de la société SCAEK s'élèvera à 3 384 600 000,00 DZD, composé de 33 846 000 actions de valeur nominale unitaire de 100,00 DZD.

7.4.Forme et catégorie des titres

Les actions, objet de cette émission sont des actions ordinaires au porteur identifiables , inscrites en compte, entièrement libérées à la souscription et librement cessibles.

L'émission porte sur une augmentation de 35% du capital social représentant 11 846 000 nouvelles actions au prix fixe de 1 600 DZD l'action.

La période de l'émission est fixée du 15/05/2016 au 13/06/2016 inclus

7.5.Etablissements domiciliaires

Pour cette opération, la société est accompagnée par l'Intermédiaire en Opérations de Bourse La Banque Extérieure d'Algérie (BEA).

³⁰⁹ Notice d'information de la société des ciments de Ain El kebira SCAEK, page 12.

Les bulletins de souscription d’actions peuvent être recueilles, sans frais, par l’Intermédiaire en Opérations de Bourse ci-dessous mentionnés, faisant partie du syndicat de placement constitué pour la présente opération :

- Banque Nationale d’Algérie (BNA)
- Crédit Populaire d’Algérie (CPA)
- Banque de Développement Local (BDL)
- Banque de l’Agriculture et du Développement Rural (BADR)
- Caisse Nationale de l’Epargne et de Prévoyance
- Banque (CNEP)
- BNP Paribas El Djazair
- Société Générale Algérie (SGA)
- Tell Markets

7.6. Segmentation de l’offre :

L’appel public à l’épargne est segmenté comme indiqué dans le tableau suivant :

Tableau 32: Segmentation de l’offre du titre de la SCAEK

Segment	Taux	Nombre d’action
Personne morales (segment A)	60%	7107 600
Personne physiques (segment B)	40%	4 738400
Total	100%	11846 000

Source : Dépliant confectionné par le groupe industriel des ciments d’Algérie visé par la COSOB

Toute demande de souscription doit se conformer aux seuils indiqués ci-après par segment³¹⁰ :

Tableau 33: Seuil de souscription

Segment	Seuil minimal	Seuil maximal
Personnes morales	100	1 690 000
Personnes physiques	5	1 690 000

Malgré tous les efforts déployés par les pouvoirs publics et la société d’Ain El kebir pour diversifier ses sources de financement en accédant au marché financier, l’opération a échouée faute d’engouement des souscripteurs malgré la prorogation de la période de souscription.

³¹⁰ Notice d’information d’offre publique de vente des actions da la SCAEK

Cet échec est du principalement au timing d'ouverture du capital social de cette entreprise publique, car un mois auparavant a eu une offre publique de vente du groupe privé pharmaceutique BIOPHARM Spa , la période de souscription s'est étalée du 13 mars a 07 avril 2016.

8. Les principales caractéristiques d'émission d'actions en bourse en Algérie

Tableau 34: Récapitulatif des caractéristiques d'actions émises sur le marché financier Algérien

Entreprises	Période de souscription	Date d'émission	Type d'émission	Nombre d'actions offertes	Nombre total d'actions	Valeur nominale de l'action	Prix d'émission En DA
ERIAD-SETIF	02/11/1998 au 15/12/1998	13/09/1999	Appel public à l'épargne APE	1 000 000	4 000 000	1 000	2 300
SAIDAL	15/02 1999 au 15/03/1999	20/09/1999	Appel public à la vente à prix fixe APV	2 000 000	10 000 000	250	800
EL AURASSI	15/06/1999au 15/07/1999	14/02/2000	Appel public à la vente à prix fixe APV	1 200 000	6 000 000	250	400
ALLIANCE ASSURANE	02/11/2010 au 01/12/2010	07/03/2011	Appel public à l'épargne APE	1 804 511	5 804 511	200	830
NCA ROUIBA	07/04/2013 au 25/04/2013	26/09/2017	Offre publique de vente	2 122 988	2 122 988	100	400
BIOPHARM	13/03/2016 au 07/04 /2016	20/04/2016	Appel public à la vente à prix fixe APV	5 104 905	25 521 875	200	1225
SCAEK	15/05/2016 au 13/06/2016	-	Appel public à la vente à prix fixe APV	11 846 000	33 846 000	1 600	1 600

Source : Tableau confectionné pour nos soins sur la base des notices d'information des titres émis.

Conclusion :

Depuis la création de la bourse des valeurs mobilières Algérienne, cinq titres sont listées à la cote officielle (celui d'Eriad Sétif a été radié), dont trois titres détenus par des entreprises privées et deux titres détenus par des entreprises publiques opérant dans les différents secteurs économiques.

Les fonds levés par ces six entreprises dans ce segment de marché est de 11,62 milliards de dinars depuis 1999 à ce jour, très peu comparer au financement bancaire.

Le groupe agroalimentaire ERIAD-SETIF, a lancé une offre publique de rachat **OPR**, des actions acquises par les personnes physiques et morales lors de l'ouverture de capital de l'entreprise en 1999, les détenteurs de titres ont été invité en juillet 2006 , à se rapprocher des agences de la BADR banque pour effectuer des formalités nécessaires, 94,5% des actions détenues par le public ont été rachetées par l'émetteur entre juillet et octobre 2006, le reliquat en juillet 2008³¹¹

En conséquence Eriad-Sétif à été retirée de la cotation boursière, sachant qu'une valeur mobilière peut être radiée de la cote à la demande de la société émettrice³¹².

Le succès de la plus part d'opérations d'émission de titres de capital, démontre que le marché Algérien, caractérisé par une surliquidité, pourrait bien être la clé de voute des entreprises nationales privées comme publiques à grands potentiels et perspectives de développement, qui contribueraient à leurs tour à la relance de la place boursière, qui tarde à décoller et sortir de son état embryonnaire.

³¹¹ Mabrouk HOCINE, Code des banques, recueil de textes législatifs, réglementaires et d'applications sur les banques et la bourse, BERTI Editions, Alger, 2016, page 585 .

³¹² Article 70, section 5 , condition d'admission des valeurs mobilières aux négociations de bourse, règlement COSOB 97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières modifiés par le règlement COSOB n°03-01 du 18 mars 2003.

Section 2 : Les émetteurs des titres obligataires sur le marché financier Algérien :

Le marché des émissions d'emprunts obligataires a connu un grand développement pendant une période, dynamiser par un plan de financement validé par les pouvoirs publics, beaucoup d'entreprises publiques ont eu recours à ce type de financement, peu d'entreprises privées et un certain nombre d'institutions financières notamment les sociétés de leasing ont adopté ce type de financement pour assurer la croissance de leur PNB est diversifier leur sources de financement.

En effet, depuis 1998 ce marché a vu l'entrée en jeu de pas moins de 15 entreprises publiques et privées dont cinq sociétés financières, qui ont eu recours au marché obligataire pour mener à bien leur plan d'investissement et de développement.

1. Les emprunts obligataires émis par les entreprises publiques

1.1.L'emprunt obligataire de la Sonatrach (annexe n° 10)

La Sonatrach est la première entreprise qui a accédé au marché obligataire Algérienne en ouvrant le champ à d'autres entreprises publiques et privées, elle a émis un premier emprunt obligataire en décembre 1998 destiné au grand public d'une valeur nominal de 10 000DA l'obligation à durée de cinq ans (échéance janvier 2003) , avec un taux de coupon de **13% en levant 12 milliards de dinars** en 15 jours, alors que l'objectif initial était de cinq milliards de dinars pour une période de souscription de 45 jours, cette émission été couronnée par une réussite incontestable, cet engouement du public a résulté essentiellement :

- ✓ La notoriété de SONATRACH.
- ✓ Un taux de rémunération élevé soit 13% fixe sur toute la durée du placement (cinq années) alors que l'orientation générale des taux d'intérêt était à la baisse.
- ✓ Le prix d'émission fixé au dessous du pair soit 97,5% de la valeur nominale, cette prime d'émission a porté la rémunération à 13,72% au surplus exonérée d'impôts.
- ✓ La possibilité de revente sur le marché secondaire

Un deuxième emprunt obligataire de **5 milliards** de dinars pour financer des investissements, l'émission été faite le 09 décembre 2003 en émettant 50 000 obligations , d'une valeur nominal de 100 000 DA chacune, avec un taux d'intérêt de 4%, négociable sur le marché hors bourse entre les intermédiaires habilités, accompagnée par la banque extérieure d'Algérie comme chef de fil.

Caractéristiques de l'emprunt obligataire de Sonatrach³¹³ :

- **Type d'Obligations** : ordinaires
- **Durée de l'obligation** : 5 années
- **Date d'émission** : 09 décembre 2003
- **Valeur nominale du titre** : 100.000 DA
- **Nombre de titres** : 50.000 **Taux du coupon** : 4%
- **Echéance des intérêts** : annuelle (09 décembre de chaque année).
- **Taux de rendement** : 3.40% **Taux de rendement moyen** : 2,99%
- **Prix moyen de l'obligation** : 104,64%
- **Type d'amortissement** : in fine (Remboursement de l'emprunt dans son intégralité à la date d'échéance).
- **Procédé d'émission** : Adjudication à la hollandaise, appelée aussi « à prix demandé ».
- **Investisseurs ciblés** : Investisseurs institutionnels (banques, compagnies d'assurances, Caisses de retraites, Sicav..).
- **Investisseurs ayant souscrit** : CNEP- CAAT- BEA- CNAC
- **Négociation** : les titres sont négociables sur le marché hors bourse entre les intermédiaires habilités.
- **Visa COSOB** : N°03/02 du 11/12/2003

1.2.Emprunt obligataire de l'entreprise nationale des travaux aux puits ENTP

L'Entreprise Nationale des Travaux aux Puits par abréviation "ENTP" a été créée par décret n°81/171 du 01/08/1981.

L'ENTP est définie comme EPE société par actions suivant acte notarié N°297/89 du 21/06/1989 dont le capital social est de deux milliards quatre cent millions de Dinars (2.400.000.000 DA) divisé en six mille (6.000) actions d'une valeur nominale de quatre cent mille dinars (400.000 DA) chacune détenue par deux actionnaires au 31/12/2014 :

- ❖ Holding Sonatrach – Services Pétroliers : 51%

³¹³ Séminaire sur les emprunts obligataires en Algérie, le 27/09/2004 El Aurassi page 29.

❖ Société de Gestion des Participations ‘‘TRAVEN’’ : 49%

Elle a opérée une augmentation de capital social passant de 2.400.000.000 DA à 6.500.000.000 DA soit (6.000 actions) détenu à 100% par la Holding Services Pétroliers/spa, Sonatrach.

Elle intervient dans le domaine parapétrolier, principalement dans le forage et le work-over. Son activité s'étend également à des prestations connexes : maintenance pétrolière, transport, hôtellerie, prestations générales.

Afin d'assurer son développement, l'ENTP a établi un plan annuel et un plan à moyen terme accompagnés d'une projection financière faisant ressortir les besoins financiers comparés aux fonds disponibles et /ou les concours bancaires à solliciter.

Etant donné les possibilités réelles offertes par le marché Algérien des capitaux, l'ENTP a fait appel au marché financier en utilisant les instruments existants pour financer une partie de son programme d'investissements.

A ce titre, l'ENTP a décidé de lever des fonds par émission d'un emprunt obligataire institutionnel à trois reprises dans le but de financer une bonne partie du plan de son développement

1.2.1. Première émission obligataire

Le Conseil d'Administration PV n°2/2005 réuni le 2 mars 2005, dans sa résolution N°01/02/05, décide le lancement d'un emprunt obligataire auprès des institutions financières d'un montant de **cinq (05) milliards** de dinars pour le financement du programme d'investissement de la société

Caractéristique de l'emprunt obligataire :

1.2.1.1.Nombre et valeur nominale :

L'émission porte sur un montant de cinq milliards de dinars Algériens (5.000.000.000 DA), répartis en cinq cent mille (500.000) obligations d'une valeur nominale de dix mille dinars (10.000 DA) chacune, au taux d'intérêt annuel de 2,75% soit un coupon de 275 DA par titre³¹⁴.

1.2.1.2.Catégorie des titres.

- Les titres émis sont des obligations ordinaires.

1.2.1.3.Forme des titres.

³¹⁴ Notice d'information pour émission obligataire de 05 milliards de DA par L' ENTP , page 05

- ✚ Les obligations sont au porteur et dématérialisées.
- ✚ Les titres sont inscrits en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs
- ✚ habilités par la COSOB. Ils sont admis aux opérations d'Algérie Clearing.

1.2.1.4.Période et mode de souscription :

L'émission est destinée exclusivement aux banques et investisseurs institutionnels. Elle sera réalisée sous la forme d'une adjudication à la « hollandaise ». La séance d'adjudication s'est tenue le 18 Juillet 2005.

1.2.1.5.Durée totale et durée de vie moyenne de l'emprunt :

- ✚ La durée de vie totale des obligations est de 5 ans .

1.2.2. Deuxième émission obligataire

Après le succès du premier emprunt obligataire de 5 milliards de dinars le 18 juillet 2005 , le conseil d'Administration par décision 001/DG/2006 du 01 Avril 2006, a décidé le lancement d'un deuxième emprunt obligataire de huit **(08) milliards** de dinars auprès des institutions financières qui servira a financer le programme d'investissement de la société et a rembourser par anticipation une partie de sa dette extérieure contractée en devises, permettant à l'entreprise de faire une économie de 1,6millions de dollars sur ses frais financiers et la libérant du risque de change .

L'émission comporte deux tranches d'obligations amortissables entièrement (In Fine) à leurs échéances respectives de 5 et 6 ans.

Caractéristiques de l'emprunt obligataire

1.2.2.1.Nombre et valeur nominale :

L'émission porte sur un montant maximal de huit milliards de dinars Algériens (8.000.000.000 DA), répartis en huit cent mille (800.000) obligations d'une valeur nominale de dix mille dinars (10.000 DA) chacune.

Cette opération comporte deux tranches³¹⁵ :

- ✚ La première tranche d'un montant de quatre milliards quatre cents cinquante millions de dinars (4.450.000.000,00 DA), d'une durée de cinq (05) ans, portant un intérêt de 3,30%, soit un coupon de 330 DA par obligation.

³¹⁵Notice d'information pour émission obligataire de 08 milliards de DA par l'ENTP , page 05

- ✚ La deuxième tranche d'un montant de trois milliards cinq cent cinquante millions de dinars (3.550.000.000,00 DA) , d'une durée de six (06) ans, portant un intérêt de 3.50 %, soit un coupon de 350 DA par obligation.

1.2.2.2.Catégorie des titres.

Les titres émis sont des obligations ordinaires.

1.2.2.3.Forme des titres.

- Les obligations sont au porteur et dématérialisées.
- Les titres sont inscrits en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB. Ils sont admis aux opérations d'Algérie Clearing

1.2.3. Troisième émission obligataire de L' ENTP

L'Entreprise Nationale des Travaux aux Puits, occupe une place dominante sur le marché Algérien du forage qui est en plein développement et soutenu par un prix du pétrole toujours plus élevé sur les marchés internationaux (année 2007).

L'entreprise a revu à la hausse son programme d'investissement afin d'accroître ses capacités opérationnelles et répondre à la demande exprimée par son principal donneur d'ordre, la Sonatrach.

L'ENTP a décidé de financer ce programme d'investissement par l'émission successive de plusieurs emprunts obligataires sur le marché national et pour faire Face à un marché porteur, l'entreprise a décidé de contracter un troisième emprunt sur le marché obligataire institutionnel Algérien afin de financer l'acquisition de nouveaux appareils de forage dotés de technologies modernes et répondre aux exigences des clients, lui permettant de maintenir sa position de leader sur le marché du forage en Algérie³¹⁶.

Caractéristiques du troisième emprunt obligataire

Conformément à la législation actuellement en vigueur ces titres bénéficient de l'exonération fiscale applicable aux titres ayant une échéance de cinq ans et plus

1.2.3.1.Nombre et valeur nominale :

³¹⁶<http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/12/les-emetteurs-notice-entp-decembre-2007.pdf>, consulté le 05/03/2015 à 19H00.

L'émission porte sur un montant de quatre milliards de dinars Algériens (4.000.000.000DA), répartis en quatre cents milles (400.000) obligations d'une valeur nominale de dix milles dinars (10.000 DA) chacune.

Cette opération comporte une tranche unique d'un montant de quatre milliards de dinars (4.000.000.000,00 DA), d'une échéance de cinq (05) ans le 06 décembre 2012, portant un intérêt de 3,85%, soit un coupon de 385 DA par obligation, garantie par une caution personnelle et solidaire de Sonatrach

1.2.3.2.Catégorie des titres.

- Les titres émis sont des obligations ordinaires.

1.2.3.3.Forme des titres.

- Les obligations sont au porteur et sont dématérialisées.
- Les titres sont inscrits en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB. Ils sont admis aux opérations d'Algérie Clearing.

Les souscripteurs :

- Les banques : BEA – BDL - BNA - CPA
- Les Assurances : SAA – CAAT - CAAR
- Etablissement financier : SOFINANCE
- Caisses : CNMA

Résultats de l'enchère³¹⁷ :

Tableau 35: Résultats de l'enchère

Tranche unique de 5 ans –coupon de 3,85%	
09 soumissionnaires	
15 offres	12 Offres retenues
Montant offert : 5,8 milliards de DA	Montant retenu : 4,0 milliards
Prix maximal : 101,90%	Prix minimal : 99,33%
Prix limite retenu : 100,00%	Taux de rendement moyen : 3,76%

L'Entreprise nationale des travaux aux puits a réussi à diversifier ses sources de financement en émettant avec succès trois emprunts obligataires d'un montant global de 17 milliards de dinars en trois ans, souscrits par les banques et les institutions financières, et cela pour faire face à un

³¹⁷ Revue Strategica business & finance, n°38 – décembre 2007, page 13.

vaste programme d'investissement, de développement et remboursement anticipé des dettes contractés à l'internationale .

1.3.L'emprunt obligataire de l'entreprise nationale de forage ENAFOR

L'entreprise nationale de forage « ENAFOR » a été créée par décret N° 81-170 du 1^{er} Août 1981. Elle est issue de la dissolution d'ALFOR, société mixte, créée en 1966 entre SONATRACH et SEDCO (USA).

ENAFOR a été mise en place le 1^{er} Janvier 1982 par l'arrêté interministériel du 31 décembre 1981 portant date d'effet de substitution de l'Entreprise ENAFOR à SONATRACH dans une partie de ses compétences en matière de Forage.

ENAFOR devient une entreprise autonome sous la forme d'une entreprise publique économique en la forme légale de SPA le 26 novembre 1989, le capital social de l'ENAFOR est de quatre milliards de dinars (4.000.000.000 DA) divisé en vingt mille (20.000) actions d'une valeur nominale de deux cents mille dinars (200.000 DA) chacune, numérotées de 01 à 20.000, détenu par deux actionnaires :

- Holding Sonatrach – Services Parapétroliers à hauteur de 51%
- Société de Gestion des Participations: “INDJAB” à hauteur de 49%.

ENAFOR a opérée une augmentation de capital social passant de quatre milliards à **quatorze milliards huit cent millions** de dinars, le 26/12/2007. Divisé en soixante quatorze mille (74.000) actions d'une valeur nominale de deux cent mille dinars (200.000 DA) chacune³¹⁸, numérotées de 01 à 74.000, entièrement souscrites, libérées et attribuées avec toutes leurs spécificités de droit de propriété à l'actionnaire.

Au 31/12/2007, le capital de l'ENAFOR est détenu par un seul et unique actionnaire , Sonatrach, Holding des Services Para Pétroliers SPP Spa

Conformément à ses statuts, l'Entreprise ENAFOR est chargée de réaliser pour le compte d'opérateurs nationaux et internationaux, des opérations de forage aux fins de reconnaissance et d'exploitation de gisements d'hydrocarbures et/ou de nappes d'eaux, ainsi que des opérations d'entretien de puits producteurs d'huiles ou de gaz (Work-Over).

³¹⁸ Notice d'information ENAFOR SPA, page 12.

ENAFOR est certifiée ISO 9001-Version 2000 depuis le 13 Janvier 2004, la stratégie de l'entreprise est d'être la référence en matière de forage et de Work-Over en Algérie, d'exporter ses services à l'étranger et de devenir un Groupe de Services Parapétroliers International.

Afin d'atteindre ces objectifs, l'entreprise établit un plan annuel et un plan à moyen terme accompagnés de projections financières dégagant les besoins financiers comparés à la capacité d'autofinancement et/ou les concours bancaires disponibles. Voulant profiter des avantages offerts par le marché des capitaux Algériens, l'ENAFOR a décidé de faire un appel public à l'épargne en vue de lever les fonds nécessaires pour le financement d'une partie de son programme d'investissement, par l'émission d'un emprunt obligataire institutionnel .

Le Conseil d'Administration N°06/05 réuni le 21 septembre 2005, dans sa résolution N°1, décide le lancement d'un emprunt obligataire auprès des institutions financières d'un montant de huit (08) milliards de dinars pour le financement du programme d'investissement de la société .

1.3.1. Caractéristiques du premier emprunt obligataire :

1.3.1.1. Nombre et valeur nominale :

L'émission porte sur un montant de huit milliards de dinars Algériens (8.000.000.000 DA), répartis en huit cent mille (800.000) obligations d'une valeur nominale de dix mille dinars (10.000 DA) chacune.

Cette opération comporte deux tranches³¹⁹ :

✚ **La première** d'un montant de quatre milliards et quatre-vingt millions de dinars (4.080.000.000 DA), d'une durée de **cinq ans**, portant un intérêt de 3,00%, soit un coupon de 300 DA par obligation.

✚ **La deuxième** d'un montant de trois milliards et neuf cent vingt millions de dinars (3.920.000.000 DA), d'une durée de **six ans**, portant un intérêt de 3,50 %, soit un coupon de 350 DA par obligation.

1.3.1.2. Catégorie des titres.

✓ Les titres émis sont des obligations ordinaires.

1.3.1.3. Forme des titres.

✓ Les obligations sont au porteur et dématérialisées.

³¹⁹ Notice d'information d'emprunt obligataire ENAFOR, page 06.

- ✓ Les titres sont inscrits en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB. Ils sont admis aux opérations d'Algérie Clearing.

1.3.1.4.Période et mode de souscription :

L'émission est destinée exclusivement aux banques et investisseurs institutionnels qui pourront par la suite revendre la totalité ou une partie de leurs obligations à leurs clients respectifs. L'émission obligataire s'est réalisée sous la forme d'une adjudication à la « hollandaise ». La séance d'adjudication s'est tenue le 08 décembre 2005.

1.3.2. Caractéristiques du Deuxième emprunt obligataire

Après le succès en 2005 du premier emprunt obligataire institutionnel lancé par ENAFOR en levant 8 milliards de DA permettant à l'entreprise de concrétiser son programme d'investissement, en acquérant trois appareils de forage en 2005 et quatre en 2006, Le conseil d'administration n° 04/07 réuni le 25 septembre 2007 en séance ordinaire approuve dans sa deuxième résolution le lancement d'un deuxième emprunt obligataire d'un montant de **six (6) milliards** de dinars pour le financement d'une partie du programme d'investissement au titre de l'exercice 2008

1.3.2.1.Nombre et valeur nominale des obligations.

L'émission porte sur un montant de six milliards de dinars Algériens (6.000.000.000 DA), répartis en six cent mille (600.000) obligations d'une valeur nominale de dix mille dinars (10.000 DA) chacune, d'une durée de cinq (05) ans ayant un coupon de 3,75%, soit 375 DA par obligation³²⁰.

1.3.2.2.Catégorie des titres.

- ✓ Les titres émis sont des obligations ordinaires.

1.3.2.3.Forme des titres.

- ✓ Les obligations sont au porteur et dématérialisées.
- ✓ Les titres sont inscrits en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB. Ils sont admis aux opérations d'Algérie Clearing.

1.3.2.4.Période et mode de souscription :

L'émission est destinée exclusivement aux banques et investisseurs institutionnels qui pourront par la suite revendre la totalité ou une partie de leurs obligations à leurs clients respectifs.

³²⁰ Notice d'information pour émission obligataire ENAFOR, page 05

L'émission obligataire s'est réalisée sous la forme d'une adjudication à la « hollandaise ». La séance d'adjudication s'est tenue le **03 Avril 2008**.

1.3.2.5.Durée totale et durée de vie moyenne de l'emprunt :

La durée de vie totale des obligations est de 5 ans, échéance le 07/04/2013

1.4.L'Emprunt Obligataire d'Algérie Télécom :

L'entreprise publique Algérie Télécom a fait appel au marché de titre de créances, segment marché obligataire à deux reprises pour financer une partie de son programme d'investissement

1.4.1. Premier Emprunt Obligataire d'Algérie Télécom

Algérie Télécom est née de la restructuration du secteur des télécommunications sous l'ancrage juridique de la loi 2000-03 du 05 août 2000 fixant les règles générales relatives à la poste et aux télécommunications. Algérie Télécom est une Entreprise Publique Economique EPE en la forme légale d'une société par actions, créée le 11 mai 2002, dotée d'un capital social de 50 milliards de DA³²¹ divisé en dix millions d'actions d'une valeur nominal de 5 000 DA chacune.

Pour faire face à un ambitieux programme d'investissement (2005-2008), évalué à 180.262 millions de DA soit l'équivalent de 2,5 milliards de Dollars US (1\$US=72 DA), Algérie Télécom a décidé de financer une partie de ce programme par l'émission d'un emprunt obligataire par appel public à l'épargne.

L'Assemblée Générale du 14 mai 2005 a autorisé et conféré au Conseil d'Administration à recourir au marché obligataire domestique à concurrence d'un montant de (40) quarante milliards de dinars Algériens, utilisable en une ou plusieurs fois avant le 31 décembre 2006

1.4.1.1.But de l'émission obligataire :

Le produit de l'émission est destiné à financer en partie le programme investissement du groupe Algérie Télécom. Il s'agit notamment des équipements nouveaux d'Algérie Télécom Mobilis entrant dans le cadre du développement de son réseau de télécommunication cellulaire ainsi que des investissements d'Algérie Télécom.

Caractéristiques du premier emprunt obligataire:

1.4.1.2.Valeur nominale de l'emprunt :

Le montant de l'émission est de six milliards cinq cent millions de dinars Algériens (6.500.000.000 DA), répartis en six cent cinquante milles (650.000) obligations d'une

³²¹ Notice d'information pour l'émission obligataire d'Algérie télécom, visée par la COSOB, page 15

valeur nominale de dix milles dinars (10.000 DA) .

Cet emprunt comprend deux tranches :

Tableau 36: Répartition par tranche du premier emprunt obligataire d'Algérie télécom

	Montant	Durée	Echéance	Coupons
1 ^{ère} tranche	3.350.000.000DA	02 ans	13 Novembre 2007	2,75% , soit un coupon de 275DA par obligation)
2 ^{ème} tranche	3.150.000.000 DA	03 ans	13 Novembre 2008	3,00% , soit un coupon de 300DA par obligation)

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base de données fournie par la notice d'information du 17 octobre 2005 relative à l'émission obligataire d'Algérie télécom de 6,5milliards de DA .

1.4.1.3.Catégorie des titres :

Ce sont des obligations ordinaires.

1.4.1.4.Forme des titres :

- Les obligations sont au porteur et dématérialisées.
- Les titres sont inscrits en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB. Ils sont admis aux opérations d'Algérie Clearing.

1.4.1.5.Période et mode de souscription :

L'émission est destinée **exclusivement aux banques et autres investisseurs institutionnels**. Elle est réalisée sous la forme d'une adjudication à la « hollandaise ».

La séance d'adjudication s'est tenue le 08 Novembre 2005. S'agissant d'une adjudication à la hollandaise, l'émetteur se réserve le droit d'accepter ou de refuser tout ou en partie, de chacune des offres et dans chacune des deux tranches.

1.4.2. Deuxième emprunt d'Algérie télécom :

Vu le succès de l'opération d'emprunt obligataire **destiné aux institutionnels** réalisé fin 2005, Algérie télécom a décidé à nouveau d'émettre un emprunt obligataire destiné au **grand public** d'un montant de **20 milliards de dinars**³²², afin qu'elle puisse financer une partie de ses investissements et celles réalisées par ATM Mobilis pour développer le réseau de télécommunication cellulaire (programme 2006-2011 évalué à 276milliards de DA).

³²² Décision de l'assemblée générale d'Algérie télécom du 14 mai 2005 .

1.4.2.1.Caractéristiques de l'émission obligataire :

Montant	Durée	Echéance	Coupons
20.000.000.000DA	05 ans	17 octobre 2011	Taux d'intérêt progressif : - 1 ^{ère} année 4,00 % - 2 ^{ème} année 4,00 % - 3 ^{ème} année 4,50 % - 4 ^{ème} année 4,50 % - 5 ^{ème} année 7,90 %

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base de données inscrite dans le flayeur fourni par Algérie Telecom.

1.4.2.2.Période de souscription :

🚦 Du 17 septembre au 17 Octobre 2011

1.4.2.3.Type d'obligations :

🚦 Obligations ordinaires, au porteur, dématérialisées, inscrites au compte auprès du TCC habilité par la COSOB.

1.4.2.4.Nombre d'obligations :

🚦 Deux millions d'obligations

1.4.2.5.Valeur nominale et prix d'émission des obligations :

🚦 Dix mille dinars (10 000 DA) par obligation

1.4.2.6.Durée de vie de l'obligation :

🚦 05 ans à compter du 17 octobre 2006

1.4.2.7.Taux de rendement réel des obligations : 4,81%

1.4.2.8.Le chef de file est la banque nationale d'Algérie BNA

Les investisseurs ciblés sont : Les banques, les établissements financiers , les investisseurs institutionnels et le grand public³²³ .

Le montant global levé par Algérie télécom sur le marché obligataire à travers ses émissions est de 26,50 milliards de dinars, ce qui représente environ 13% de l'encours du marché

³²³ Notice d'information, emprunt obligataire de 20 milliards de DA émis par Algérie télécom, page 07 .

1.5.L'emprunt obligataire d'AIR ALGERIE

AIR ALGERIE est une entreprise d'exploitation des services aériens de transport public, ayant pour objet le transport à titre onéreux, de personnes, de fret, de courrier postal...etc

Dotée de la forme juridique entreprise publique économique , Société par action, elle dispose d'un capital social de quarante trois milliards de dinars souscrits entièrement par l'Etat.

Elle a lancé un vaste programme de renouvellement de sa flotte, qui s'est fait en deux étapes :

- La première étape a permis à AIR ALGERIE d'acquérir 12 avions BOEING de nouvelle génération (7 B 737-800 et 5 B 737-600) entre 2000 et 2002 .
- La seconde étape consiste en un renouvellement lié à un plan de retrait de la vieille flotte et l'acquisition de 14 avions (6 ATR 72-500 , 5 A 330-200 , 3 B 737-800) entre 2003 et 2005 qui sera l'objet de financement par le biais d'emprunt obligataire

La modernisation et l'homogénéisation de la flotte permettra :

- Le rajeunissement de la flotte en passant d'une moyenne d'âge de 17 ans en 2003 à 3,5 ans en 2006 .
- D 'offrir aux passagers une meilleure qualité de service , d'améliorer la qualité des vols et donnera les moyens à la compagnie pour mieux affronter la concurrence au travers d'une meilleure fidélisation de la clientèle .
- Une baisse significative des coûts d'exploitation (notamment pour les rubriques carburant et entretien avions) .
- D'améliorer l'utilisation des appareils grâce à une plus grande flexibilité dans le planning des appareils et de se conformer aux normes de navigation internationale .

Pour cela, AIR ALGERIE a émis trois emprunts obligataires sur le marché financier national et cela suite aux différentes recommandations des Conseils Interministériels qui ont portées sur le financement par la mobilisation d'emprunt obligataire national institutionnel et par appel à l'épargne publique .

1.5.1. Le premier emprunt obligataire d'Air Algérie :

Pour financer le développement de son activité (acquisition de 6ATR 72-500) , Air Algérie a eu recours à l'emprunt obligataire Institutionnel³²⁴ en levant 4,4 milliards de dinars répartis en 440 000 obligations ordinaires, d'une valeur nominale de 10 000 DA, pour l'acquisition de six

³²⁴ Banques , compagnies d'assurances, Sicav...

avions ATR 72-500, en mars 2004, émis en deux tranches et *souscrits intégralement par les institutions financières*³²⁵.

Caractéristiques de l'emprunt

1.5.1.1.Type d'obligations :

Ordinaires

1.5.1.2.Date d'émission :

29 et 30/03/2004

1.5.1.3.Montant de l'emprunt :

4,4 milliards de dinars réparti en deux tranches :

Tableau 37: Répartition par tranche du premier emprunt obligataire d'air Algérie

	Montant en Milliards DA	Durée	Echéance	Taux de rendement	Coupons
1^{ère} tranche	1,8	4-3-2-1 an	Du 01/04/2005 au 01/04/2009	2,07%	3%
2^{ème} tranche	2,6	05 ans	01 /04/ 2009	2,36%	3,75%

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base des données fournies par la notice d'information d'emprunt obligataire opéré par Air Algérie.

1.5.1.4.Négociation :

Les obligations ne sont pas cotées en bourse.

1.5.1.5.Chef de fil :

Banque nationale d'Algérie BNA

1.5.1.6.Mode d'émission :

Adjudication à la hollandaise

Les séances de mise en marché - enchères ont eu lieu :

✚ Le lundi 29 mars 2004 pour la première tranche de 1,8 milliard de dinars en obligations « sériées » (serial bonds) comportant un coupon de 3 % l 'an à maturité 01/04/2005 , 01/04/20058 , 01/04/2007 et 01/04/2008 .

³²⁵ Séminaire, l'emprunt obligataire d'air Algérie le 27 septembre 2004 , Hôtel Aurassi, Alger.

- ✚ Le mardi 30 mars 2004 pour la deuxième tranche de 2,6 milliards de dinars en obligations « ballon » (bullet bonds) comportant un coupon de 3,75 % l'an à maturité 01/04/2009 .

La proclamation officielle des résultats des adjudications a eu lieu jeudi 1^{er} avril 2004 .

1.5.2. Deuxième emprunt obligataire

Vu le succès du premier emprunt obligataire, le conseil d'administration a émis un avis favorable pour le lancement d'un deuxième emprunt d'une valeur de **24,89Milliards** de dinars mobilisé en décembre 2004 dans le but de permettre à la compagnie de renouveler une partie de sa flotte aérienne³²⁶ , par l'acquisition de quatre airbus A330-200 , des pièces de rechange et moteurs.

Le deuxième emprunt obligataire est réparti en deux tranches :

- ✚ **La première tranche** : le montant de cette tranche s'élève à **14,18 milliards de DA**, mobilisé auprès **du grand public**, d'une valeur nominal de 10 000 DA par titre, dont les caractéristiques sont comme suit (**Annexe n° 11**) :

- **Type d'obligation** : Ordinaires
- **Forme des titres** : Dématérialisée
- **Montant de l'emprunt** : 14,18 milliards de dinars
- **Durée de l'emprunt** : 6 ans
- **Période de placement** : du 02 novembre au 09 novembre 2004
- **Taux du coupon** : taux progressifs 3,75% pour les années (2005-2006), 4,5 % pour les années (2007-2008), 6% pour les années (2009-2010).soit un taux moyen de 4,75% à la fin de l'échéance de l'obligation

- ✚ **La deuxième tranche** : le montant de cette tranche s'élève à **10,71 milliards de DA**, souscrite par des investisseurs institutionnels, **elle-même divisée en deux tranches** :

Tableau 38: Répartition par tranche de la 2ème tranche du 2ème emprunt obligataire d'air Algérie

	Montant en Milliards DA	Durée	Echéance	Taux de rendement	Coupons
1 ^{ère}	7,5	4-3-2 ans	20/12/2006	1,48 %	3%

³²⁶ Revue mensuelle Strategica, Business & finance n° 7, avril 2005, page 40.

tranche					
2 ^{ème} tranche	3,21	05 ans	20/12/ 2009	2,26%	3,75%

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base de données fournie par la notice d'information relative à l'émission obligataire d'air Algérie.

- **Date d'émission :** 19 décembre 2004.
- **Valeur nominal du titre :** 10 000 DA.
- **Mode d'émission :** Adjudication à la hollandaise.

Le titre de la compagnie air Algérie a réuni les conditions d'admission à la cotation prévue par le règlement de la bourse d'Alger, car l'encours de l'emprunt obligataire a dépassé le seuil exigée de 100 millions de dinars et sa diffusion a été opérée en direction de 100 détenteurs de titres, le cours de référence de la première séance de négociation en bourse du titre d'Air Algérie est fixé à 101%

1.5.3. Troisième emprunt obligataire

L'assemblée générale ordinaire d'air Algérie réunie le 29 mars 2004 a autorisé dans sa première résolution, le lancement d'un troisième emprunt obligataire auprès des institutions financières d'un montant de 13,13 milliards dinars.

Cette émission est destinée à financer 80% du plan d'investissement d'air Algérie par l'acquisition d'un Airbus A 330-200 et trois Boeing B 737-800 livrables respectivement en juin 2005, juillet 2005(1) et août 2005 (2).

1.5.3.1.Caractéristique de l'emprunt

- **Type d'obligation :** Ordinaire
- **Montant de l'emprunt :** 12,32 milliards de DA.
- **Valeur nominale :** 10 000 DA .
- **Taux de coupon :** 4 %.
- **Date d'émission :** 11/05/2005.
- **Durée de vie des obligations :** 06 ans à compter 18 mai 2005.
- **Négociation des titres :** gré à gré entre les intermédiaires habilités
- **Forme des titres émis :** Obligations au porteur et dématérialisées

- **Mode d'émission :** L'émission est destinée exclusivement aux investisseurs institutionnels, a travers le système d'adjudication à la hollandaise .

Toutes les émissions de titres réalisées par AIR ALGERIE sur le marché obligataire Algérien ont été couronnées de succès, ce qui lui a permis de lever un montant total de 41,61 Milliards de DA, soit près de 21% de l'encours global sur le marché pour la modernisation de sa flotte et l'acquisition de six avions ATR, cinq airbus A330 et trois avions Boeing 737 (**annexe n° 12**).

L'emprunt obligataire lui a permis de :

- Se présenter sur le marché financier national sans recours à la garantie de l 'Etat .
- Bénéficier de tous les avantages liés à la transformation d'un endettement extérieur classique de type crédit export ou leasing financier en un endettement national libellé en dinars , sans garantie de l 'ETAT .
- Minimiser le coût de l'emprunt et de se financer à un taux nettement inférieur au crédit bancaire classique (tant interne qu'externe), Air Algérie a payé 50% moins cher que si elle était passée par un consortium bancaire.
- De participer au développement du compartiment marché financier Algérien via le compartiment obligataire .

Cet emprunt domestique libellé en dinars élimine totalement le risque de change et la prime de risque associé à un financement extérieur qui peut atteindre 10% sur un emprunt de dix ans.

Finalement, la position d'AIR ALGERIE est renforcée vis à vis de ses partenaires étrangers.

Et fait partie des émetteurs les plus actifs du marché obligataire algérien, elle a été la première à émettre un emprunt (Mars 2004) remboursable en séries annuelles constantes puisqu'auparavant, les titres étaient remboursables **in fine**.

Le 4^{ème} trimestre de la même année, l'entreprise a procédé à une émission à coupons progressifs (évoluant tous les deux ans) cette option visait tout d'abord à attirer les investisseurs individuel sur le long terme en leurs offrant des taux de plus en plus élevés chaque année. En plus le taux progressif protège les investisseurs contre des pertes de capital suite à des éventuelles augmentations des taux d'intérêt. Aussi les titres émis bénéficient d'une exonération d'impôt.

Elle a initié l'option de remboursement par anticipation pour la première fois lors de l'émission du 18/05/2005.

1.6.L'emprunt obligataire de Sonelgaz

La société nationale de l'électricité et du gaz (SONELGAZ) créée en substitution à EGA dissoute en 1969, suivant ordonnance n° 69-59 du 26 juillet 1969 assurant le monopole de la production, du transport, de la distribution, de l'importation de l'énergie électrique .

De même, SONELGAZ s'est vue attribuer le monopole de la commercialisation du gaz naturel à l'intérieur du pays, et ce pour tous les types de clients (industries, centrales de production de l'énergie électriques). Pour ce faire, elle réalise et gère des canalisations de transport et un réseau de distribution.

La Société Algérienne de l'Electricité et du Gaz « SONELGAZ.Spa » ³²⁷est une société par actions régie par la législation en vigueur sous réserve des dispositions statutaires définies dans le décret exécutif - n° 02-195 du 1^{er} juin 2002 , elle dispose d'un capital de cent cinquante milliards de dinars (150.000.000.000 DA), réparti en cent cinquante mille actions d'un million de dinars chacune, entièrement et exclusivement souscrit et libéré par l'Etat.

Cette nouvelle organisation permettra également au groupe la mobilisation des capitaux sur les marchés financiers en tant qu'entité consolidée pour financer ses plans de développement. Le groupe SONELGAZ aura toute latitude à aller vers le marché financier soit pour solliciter des crédits bancaires classiques soit pour l'émission d'obligations.

Sonelgaz a eu recours au marché obligataire à plusieurs reprises pour permettre le financement des grands projets investissements évalués en 2005 à 91 milliards de DA et un plan d'investissement de 600 milliards de DA pour les six années qui suivent³²⁸. Elle a levé plus de 57 milliards de dinars entre décembre 2004 et mai 2006, ce qui représente un peu plus de 36% de l'encours global existant sur le marché ,

Le premier juin 2008 , le groupe Sonelgaz a lancé une nouvelle émission obligataire destiné au grand public de 30 milliards dinars pour la couverture financière d'une partie de son programme d'investissement , qui consiste notamment en la réalisation d'ouvrages de production , de

³²⁷Décret présidentiel n° 02-195 du 1^{er} juin 2002 portant transformation l'EPIC SONELGAZ en holding de sociétés par actions dénommé SONELGAZ.Spa

³²⁸ Revue mensuelle Strategica, Business & finance n° 7, avril 2005, page 07.

transport électricité (lignes et postes de transformation), et de transport de gaz (antennes) et la distribution d'électricité et le gaz (raccordements)

Le groupe Sonelgaz a totalisé une émission obligataire de 95 milliards de dinars en 04 ans, cette opération reflète la volonté de Sonelgaz de diversifier ses sources de financement en s'orientant continuellement vers le marché financier local et en s'inscrivant durablement sur le marché obligataire comme acteur majeur .

Récapitulatif des emprunts obligataires de Sonelgaz :

a-Emprunts obligataires institutionnels :

- ✚ 2004 : A consisté à lever 20 milliards de dinars sur trois tranches de 5, 6 et 7ans
- ✚ 2005 : A permis de lever un montant de 10 milliard de dinars sur des échéances de 7 ans 9 ans et 11 ans comme suit³²⁹ :
 - 1^{ère} tranche de 1,8 milliards de DA à échéance 27décembre 2011.
 - 2^{ème} tranche de 3,3 milliards d dinars, à échéance 31mars 2014.
 - 3^{ème} tranche de 4,9 milliards de dinars, à échéance 31 mars 2016.
- ✚ 2006 : A permis de lever 12 milliards de dinars sur deux tranches de 9 et 11ans, avec un taux de coupon de 4,65% pour la 1^{ère} tranche et 4,85 % pour la 2^{ème} tranche

b-Emprunts obligataires grand public

- ✚ 2005 : Sonelgaz a levée **15** milliards de dinars sur 6 ans avec un taux progressif de 3,5 % à 7% .
- ✚ 2008 : Elle a émis un emprunt obligataire de **30** milliards de dinars avec un taux progressif de 3,75 pour la première année jusqu'à 6,5 pour la sixième année, à échéance le 1^{ère} juin 2014³³⁰

Le groupe Sonelgaz est devenu un émetteur régulier sur le marché obligataire, En effet il a initié dix emprunts obligataires et lever un montant de 86,65 milliards de dinars , ce qui lui confère le titre du premier emprunteur sur le marché financier Algérien, en ayant recours aux deux types

³²⁹ Revue mensuelle Strategica, Business & finance n° 7, avril 2005, page 09.

³³⁰ Notice d'information, Emprunt obligataire grand public de Sonelgaz 2008, page 09.

d'émission , l'appel public à l'épargne qui représente 51,93% de l'ensemble des emprunts obligataire et l'émission institutionnelle qui représente 41,65 % du total des émissions obligataire.

Aussi les termes des obligations corporatives s'allongent, il s'agit d'une avancée importante sur le marché obligataire Algérien, qui est pour la première fois testé sur des échéances plus longues que 07 ans pour les titres de sociétés en introduisant des tranches obligataires allant jusqu'à 11 ans, la plus longue échéance était celle des OAT à 10 ans.

Donc les sociétés émettrices ont besoin de financement sur des termes plus longs pour rapprocher les termes de financement des périodes d'amortissement de leurs investissements .
Plus le marché obligataire s'ouvre sur des échéances longues, mieux seront servis les besoins de financement des sociétés.

2. Les emprunts obligataires émis par les entreprises privées :

2.1.L'emprunt obligataire de EEPAD TISP

EEPAD TISP Etablissement d'Enseignement Professionnel À Distance. Télécom Internet Service Provider est une entreprise familiale privée ayant la forme juridique de société par Actions au capital social de 300.000.000 DA, fondée en 1991 à Annaba, spécialisée dans les différents services des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC).

Depuis sa création, EEPAD TISP n'a cessée de se développer et de diversifier ses activités avec l'organisation de la première vidéo conférence en 1995 avec le partenaire SITCOM, filiale de France Telecom, et le lancement de multiples formations académiques utilisant les NTIC en 1997.

Trois ans après, EEPAD TISP propose le service Internet et devient premier ISP (Internet Service Provider) privé en Algérie.

L'année 2000, était aussi la date du lancement de la 1^{ère} plate-forme de Télé-enseignement, www.clicforma.com. EEPAD TISP, elle a été aussi derrière le service Dial Up à 4 chiffres, ou le 1523 accessible à l'échelle nationale depuis 2002.

Misant sur les nouvelles technologies, cette petite société familiale a priede l'ampleur et s'est lancée dans la technologie ADSL (connexion haut débit) en inaugurant en 2003 la 1^{ère} centrale équipée de la technologie ADSL haut débit en Algérie, avant la signature d'une convention de partenariat avec Algérie Telecom visant au développement des réseaux Haut Débit à travers le territoire national.

Bénéficiant d'une expérience de plus de 15 ans dans le domaine, et d'une réelle volonté politique pour promouvoir le secteur des NTIC, EEPAD TISP pose en 2004 la première pierre pour la réalisation de son usine de montage de PC à Annaba, et deviendra en 2005 le 1^{er} opérateur de téléphonie sur IP après l'obtention d'une autorisation d'exploitation par l'ARPT,

EEPAD TISP a investi le secteur des NTIC dans sa globalité en offrant aux citoyens Algériens et aux entreprises, des services et produits à valeurs ajoutées. Du téléenseignement, au double play, l'EEPAD TISP a développé d'autres produits comme la connexion WIFI, les lignes spécialisées et autres réseaux virtuels privés (VPN).

Pour faire face aux besoins croissants de développement EEPAD TISP, a lancée un appel à l'épargne sous forme d'emprunt obligataire aux banques et établissements financiers désirant adhérer aux projets d'investissement de l'entreprise.

Initialement, la société a envisagé de lever un montant de 1,2 milliard de dinars mais lors de l'adjudication l'émetteur s'est limité à lever uniquement 0,5 milliard de dinars³³¹.

L'émission porte sur un montant maximal de cinq cent millions de dinars Algériens (500.000.000DA), répartis en cinquante mille (50.000) obligations d'une valeur nominale de dix mille dinars (10.000 DA) chacune.

2.1.1. But de l'émission:

Le produit de l'émission permettra à EEPAD TISP :

- D'accompagner la croissance de l'entreprise liée directement à la demande du marché Algérien en matière de nouvelles technologies d'information et de communication;
- D'investir dans un réseau propre à EEPAD TISP pour diminuer la dépendance à l'opérateur historique ALGERIE TELECOM, par la mise en place d'équipements et installations (fibres optiques, D-SLAM, Routers,...etc.)
- D'innover son offre de services et produits (Triple-Play, WIFI, VOIX-IP...etc.) en accompagnant le progrès technologique dans le domaine des TIC pour maintenir sa position de leader sur le marché et fidéliser la clientèle par une qualité de service irréprochable.

2.1.2. Caractéristiques de cet emprunt :

L'opération d'émission obligataire de EEPAD TISP comporte deux tranches³³²:

³³¹ Rapport annuel COSOB 2007, page 22.

³³² Visa COSOB N° 07/01 du 14 mai 2007.

- La première tranche d'un montant trois cent millions de dinars (300.000.000 DA), d'une maturité de deux (02) ans, portant un intérêt de 4,20%, soit un coupon de 420 DA par obligation, échéance le 03 Juin 2009
- La deuxième tranche d'un montant de deux cent millions de dinars (200.000.000 DA), d'une maturité de quatre (04) ans, portant un intérêt de 4,80%, soit un coupon de 480 DA par obligation, échéance 03 Juin 2011

2.1.3. Catégorie des titres.

- Les titres émis sont des obligations ordinaires.

2.1.4. Forme des titres.

- Les obligations sont au porteur et dématérialisées.
- Les titres sont inscrits en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB. Ils sont admis aux opérations d'Algérie Clearing

2.1.5. Prix d'émission:

Les obligations de la première et deuxième tranche sont émises au prix moyen de 100,00% par obligation.

2.1.6. Période et mode de souscription³³³:

L'émission est destinée initialement, exclusivement aux banques, Etablissements financiers et Investisseurs Institutionnels qui pourront par la suite, la totalité ou une partie de leurs obligations à leurs clients respectifs.

L'émission obligataire a été réalisée sous la forme d'adjudication qui s'est tenue le 30 mai 2007.

2.1.7. Amortissement, remboursement :

Les obligations seront remboursées à leur valeur nominale, dans leur intégralité, à leurs dates d'échéances, soit respectivement le 03 juin 2009 pour la première tranche et le 03 juin 2011 pour la deuxième tranche.

Ces obligations ne sont pas remboursables par anticipation.

2.1.8. Garanties :

³³³ Notice d'information, emprunt obligataire de EEPAD TISP, fournie par la COSOB, page 08.

L'emprunt est couvert par des sûretés réelles de 1^{er} rang représentant plus de 344,74% du montant de l'emprunt.

2.2.L'emprunt obligataire de Cevital SPA

CEVITAL est une entreprise privée, créée en 1998, en la forme légale d'une société par action (SPA), depuis le 24 juillet 2002, le capital social de la SPA a été porté à 6 milliards de dinars (6 000 000 000 DA) réparti en 6 millions d'actions de 1 000 dinars chaque, entièrement souscrit et libéré par les actionnaires de la société, numérotés de 1 à 6 millions³³⁴.

CEVITAL s'est constituée autour de l'idée forte de bâtir un ensemble industriel intégré, concentré en première partie dans le secteur de l'agroalimentaire, dont le raffinage d'huile et de sucre, produits dérivés, négoce de céréales, distribution de produits destinés à l'alimentation humaine et animale. L'ensemble industriel a connu une croissance importante et a consolidé sa position de Leader dans le domaine agroalimentaire et entend poursuivre sa croissance et exploiter les synergies en poussant l'intégration des activités agroalimentaires et en développant des activités dans le secteur à fort potentiel de croissance du verre plat.

L'assemblée générale ordinaire de CEVITAL réunie le 9 juin 2005 a autorisé, dans sa première résolution, le lancement d'un **emprunt obligataire auprès des institutions financières** d'un montant de **cinq (05) milliards** de dinars pour le financement du programme d'investissement de la société, réparties en deux tranches .

Il s'agit de la première opération de financement par le marché obligataire d'une entreprise appartenant au secteur privé.

Le plan d'affaire que prévoit Cevital , conformément à sa stratégie d'affaires est comme suit :

- Des investissements dans le cadre de la consolidation de sa position sur le marché et l'intégration de ses activités dans le domaine agroalimentaire en amont (Trituration de graines de soja) et en aval (distribution)
- Des investissements majeurs pour développer l'activité de verre plat

L'investissement dans une unité de fabrication de panneaux préfabriqués destinés en premier lieu à soutenir l'important effort de construction de Cevital .

2.2.1. Spécificités de l'emprunt obligataire de Cevital :

³³⁴ Notice d'information relative à l'émission obligataire de Cevital SPA, page 19

Les spécificités de l'emprunt obligataire émis par l'entreprise Cevital est démontrée suivant le tableau ci-dessous.

Tableau 39: Spécificité de l'emprunt obligataire de Cevital

	Montant	Date d'émission	Durée	Echéance	Coupons
1^{ère} tranche	2 930 000 000	18 /01/2006	05 ans	18 /01/ 2011	3,75%
2^{ème} tranche	2 070 000 000	18 /01/2006	06 ans	18/01/ 2012	4,00%

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base de données fournie par la notice d'information relative à l'émission d'un emprunt obligataire institutionnel de Cevital.

2.2.1.1.Caractéristiques des obligations :

L'émission porte sur un montant maximum de cinq milliards de dinars Algériens (5 000 000 000,00 DA), répartis en cinq cent mille (500.000) obligations d'une valeur nominale de dix mille dinars (10 000,00 DA) chacune. Cet emprunt sera émis en deux tranches³³⁵:

- La **1^{ère} tranche** est constituée de 293 000 obligations « encaissables par anticipation » à échéance du 18 janvier 2011, avec un taux de rendement de 3,67%.
- La **2^{ème} tranche** est constituée de 207 000 obligations « encaissables par anticipation» à échéance du 18 janvier 2012, avec un taux de rendement de 3,80%.

a. Catégorie des titres.

- Les titres émis sont des obligations ordinaires.

b. Forme des titres.

- Les obligations sont au porteur et dématérialisées.

2.2.1.2.Type d'enchère :

Les 500000 titres ont été souscrits par des investisseurs institutionnels invités à présenter leur offre lors d'une séance d'enchère à la hollandaise .

Les offres sont présentées sous plis fermés. Les soumissions au taux le plus rentable pour l'émetteur sont alors retenues. Le taux de rendement est néanmoins fixé par le marché.

Les offres présentées ont dépassé de 30% le montant de l'émission .

³³⁵Bulletin d'information n° 17 du décembre –janvier 2006, édité par la direction de marketing et communication du Crédit populaire d'Algérie CPA, page 3 .

Résultat de l'enchère Cevital du 16 janvier 2006

Lors de la séance d'adjudication des obligations , neuf institutions se sont manifestés , totalisant 38 offres d'un montant de 6,500 milliards de dinars dont le détail est comme suit :

Tableau 40: résultat de la séance d'adjudication Cevital

	Tranche 1 Echéance 18/01/2011 Rétractables le : 18/01/2009	Tranche 2 Echéance 18/01/2012 Rétractables le : 18/01/2010	Total
Nombre de soumissionnaires	9	08	09
Nombre d'offres	22	16	38
Montant offert	3 480	3 020	6 500
Montant retenu	2 930	2 070	5 000
Nombre d'offres retenus	16	12	28
Nombre d'adjudicataires	08	08	08
Prix maximum	102.27	102,66	
Prix minimum	94.60	98,70	
Prix limite retenu	99.54	99,73	

1.4 Principaux souscripteurs :

- ✓ Les banques :CPA- BNA -BEA- CNEP- BADR- SOCIETE GENERALE- BNP PARISBAS EL DJAZAIR.
- ✓ Les compagnies d'assurances : CAAR- CAAT.

Finalement, un signal fort a été donné lors de l'émission obligataire réussie par CEVITAL, 1^{ère} entreprise privée a pénétrer la place financière Algérienne, pour au moins trois raisons :

- Elle a inauguré une nouvelle ère sur la pratique transparente et éclairée des affaires.
- Elle a apportée une substance nécessaire à une perception homogène du tissu économique national et l'amputation de la frontière entre l'entreprise publique et l'entreprise privée.
- Elle a baptisée une nouvelle culture industrielle où la transparence des comptes et la bonne gestion s'imposent comme les vertus indispensable à la réussite d'une économie concurrentielle .

2.3.L'emprunt obligataire de ETRHB-Haddad

Le Groupe ETRHB-Haddad SPA est une entreprise privée familiale en la forme légale d'une société par actions.

Depuis le 6 janvier 2009, le capital social du Groupe ETRHB-Haddad SPA est de huit milliards huit cent millions de dinars (8.800.000.000 DA) divisé en huit mille huit cent actions(8.800) d'une valeur nominale d'un million de dinars (1.000.000 DA) numérotées de 01 à 8.800, entièrement souscrites, libérées et attribuées avec toutes leurs spécificités de droit de propriété aux actionnaires.

Son activité principale est la réalisation de travaux routiers, autoroutiers, voies ferrées, ouvrages d'art, barrages et transferts. L'entreprise s'est diversifiée en développant des activités dans les matériaux de construction (exploitation de carrières, fabrication de canalisations en béton pré-contraint), l'importation, la transformation et le négoce de bitume, la promotion immobilière et le tourisme

Le Groupe ETRHB-Haddad Spa fait partie des plus grandes entreprises Algériennes de travaux publics. Riche d'une expérience de quinze années dans les secteurs des travaux routiers, autoroutiers, hydrauliques et bâtiment, elle a participé à la réalisation d'importants ouvrages d'art (trémies, ponts, tunnels), de barrages et de transferts d'eau, et travaille actuellement sur des projets d'infrastructures de référence (autoroute est-ouest, voies ferrées, tramway d'Alger)en partenariat avec des entreprises étrangères de renommée internationale.

Pour faire face à un plan de charge important, l'entreprise a élaboré un programme d'investissement destiné à renouveler et à accroître son parc d'engins et d'équipements de travaux publics, à renforcer son activité bitumes, et à développer un nouveau segment d'activité dans la construction de charpentes métalliques.

Afin de diversifier ses sources de financement et tirer profit des conditions avantageuses du marché obligataire national, le groupe ETRHB-Haddad Spa a décidé de financer partiellement son programme d'investissement par l'émission d'un emprunt obligataire destiné aux banques et investisseurs institutionnels.

Décision à l' Origine de l'opération

Le Conseil d'Administration n° 04/08 du Groupe ETRHB-Haddad réuni le 25/11/2008 en séance extra ordinaire a pris acte des résolutions de l'Assemblée Générale, et décide du lancement d'un

emprunt obligataire d'un montant de six (6) milliards de dinars pour le financement des projets d'investissement de l'entreprise

L'émission comporte une tranche unique d'obligations amortissables entièrement (In Fine) à son échéance de 5 ans.

Conformément à la législation, ces titres bénéficient de l'exonération fiscale applicable aux titres ayant une échéance de cinq ans et plus.

2.3.1. But de l'émission:

Le produit de l'émission est destiné à financer l'acquisition de véhicules et d'équipements de travaux public pour un montant de 3,4 milliards de dinars, l'achat de trois parcs à bitume pour un montant de 1,9 milliards de dinars et la création d'une usine de charpente métallique pour un montant de 0,7 milliards de dinars constituant 35% du montant du coût de réalisation. Ces investissements permettront à l'ETRHB de répondre à la demande importante en réalisation d'infrastructures et équipements publics en Algérie, et de se diversifier vers des activités industrielles.

2.3.2. Caractéristiques de l'emprunt obligataire³³⁶

2.3.2.1. Nombre, valeur nominale.

L'émission porte sur un montant nominal maximal de six milliards de dinars Algériens (6.000.000.000DA), répartis en six cent mille (600.000) obligations d'une valeur nominale de dix mille dinars (10.000DA) chacune, d'une échéance de cinq (05) ans, portant un intérêt de 4,10%, soit un coupon de 410DA par obligation.

2.3.2.2. Catégorie des titres.

- Les titres émis sont des obligations ordinaires.

2.3.2.3. Forme des titres.

- Les obligations sont au porteur et sont dématérialisées.
- Les titres sont inscrits en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB. Ils sont admis aux opérations d'Algérie Clearing.

2.3.2.4. Durée totale et durée de vie moyenne de l'emprunt :

- La durée de vie totale des obligations est de cinq (5) ans.

³³⁶ Notice d'information relative à l'émission obligataire du groupe ETRHB Haddad SPA, page 05

- La durée de vie moyenne de l'emprunt est de cinq (5) ans.

2.3.3. Période et mode de souscription :

L'émission est destinée initialement et exclusivement aux Banques, Etablissements Financiers et Investisseurs Institutionnels qui pourront revendre la totalité ou une partie à leurs clients respectifs. L'émission obligataire s'est réalisée sous la forme d'une adjudication à la « hollandaise ». La séance d'adjudication s'est tenue le **10/12/2009**.

IOB chef de file : Le crédit populaire d'Algérie CPA, a été choisi par l'ETRHB HADDAD, en qualité de courtier accompagnateur dans le processus d'émission de l'emprunt obligataire

2.3.4. Déroulement de l'opération d'émission :

La séance d'adjudication a eu lieu le jeudi 10 décembre 2009 à l'hôtel El Aurassi, présidée par le courtier accompagnateur, en l'occurrence le CPA, en présence de l'émetteur le groupe ETRHB HADDAD et d'un superviseur représentant la COSOB.

Les offres ont été déposées par les institutions participantes (soumissionnaires) sous plis fermé le 10 décembre 2009 entre 10H30 et 11H00.

A l'issue de l'ouverture des plis, du dépouillement des offres (soumissions) et après délibération, les résultats de l'adjudication ont été communiqués aux soumissionnaires par voie de lecture anonyme en terme des volumes demandés, des quantités servies, des prix et des taux de rendement retenus ainsi que le taux de rendement moyen pondéré de l'émission.

L'émission s'est faite par voie d'adjudication à la hollandaise, ce qui a permis à l'émetteur de retenir après classement, les offres les plus intéressantes des candidats acquéreurs. Cette technique consiste à servir les titres aux prix effectifs de soumissions et non au prix marginal (prix limite) retenu. Les offres les plus compétitives étant servies en premier jusqu'à concurrence du montant fixé par l'émetteur à savoir six milliards de dinars, par conséquent, toutes les offres exprimées en dessous du prix marginal retenue ont été exclues.

2.3.5. Résultats de la séance d'adjudication :

A l'issue des soumissions exprimées par sept institutions, les délibérations ont donné lieu aux résultats suivants :

Tableau 41: résultats d'adjudication du titre du groupe ETRHB HADDAD

	Résultat
Nombre d'institutions soumissionnaires	07 institutions

Nombre d'institutions d'adjudicataires	07 institutions
Nombre d'offres exprimées	17 offres
Nombre d'offres retenues	14 offres
Montant total des offres exprimées (total demandé)	6 700 millions de DA
Montant des offres retenues (montant au prix limite)	6 150 millions de DA
Montant des offres adjudgées	6 000 millions de DA
Le taux le plus bas adjudgé	4,02%
Le taux le plus haut adjudgé (Taux limite)	4,50%
Le prix le plus bas adjudgé (prix limite)	98,24%
Le prix le plus haut adjudgé	100,36%
Taux moyen pondéré adjudgé	4,09 (le coût du crédit)
Prix moyen pondéré adjudgé	100,03%

Le montant souscrit lors de cette émission est de *six milliards* de dinars.

2.4.L'emprunt obligataire de la SPA DAHLI :

L'entreprise SPA DAHLI (DAEWOO ALGERIE HOTELLERIE LOISIRS ET IMMOBILIERS) est une société par actions, créée le 9 octobre 1996 suite à une modification statutaire de la Société d'Economie Mixte SAHLI. Cette dernière avait été créée le 24 mai 1988, entre l'ex Onafex et Daewoo Corporation. La SPA DAHLI a été acquise en septembre 2001 par la société d'assurance et de réassurance privée « l'Algérienne des Assurances » par abréviation « 2A » en association avec quatre personnes morales et deux personnes physiques. Elle devient donc une entreprise Algérienne à capitaux privés immatriculée au registre du commerce le 13 novembre 2001 sous le n° 00 B 0013023.

Le capital social de SPA DAHLI est de vingt milliards huit cent quatre vingt deux Millions quarante Mille Dinars Algériens (20.882.040.000 DA) divisé en 2 088 204 actions d'une valeur nominale de dix Mille Dinars Algériens (10.000 DA) chacune, numérotées de 01 à 2 088 204, entièrement souscrites et libérées et attribuées avec toutes leurs spécificités de droit de propriété aux actionnaires

La convention de concession de 40 ans signée en 2001 avec la Direction des Domaines a été reconduite et transformée en concession-vente qui doit se traduire par une cession après la réalisation du projet **ALGER MEDINA**.

Le projet ALGER MEDINA, qui a fait l'objet de financement par l'émission d'un emprunt obligataire est implanté sur la Baie d'Alger, dans un périmètre de l'assiette foncière de 75 hectares acquise sous forme de concession-vente par la SPA DAHLI

2.4.1. Décisions à l'origine de l'opération :

Après l'accord de l'Assemblée Générale de la SPA DAHLI, réunie en séance extraordinaire le 10 avril 2008, dans sa première résolution, pour le lancement d'un emprunt obligataire auprès du grand public d'un montant de vingt Milliards de Dinars Algériens (20.000.000.000 DA) en vue de financer son programme de développement, le Conseil d'Administration réuni le 05 Novembre 2008 a décidé du montant de l'emprunt obligataire initialement fixé à vingt Milliards de Dinars Algériens (20.000.000.000 DA) est ramené à huit Milliards trois cent Millions de Dinars Algériens (8.300.000.000 DA) qui sera lancé dans le cadre d'une opération Grand public, en vue de financer la réalisation d'une partie du projet « ALGER MEDINA »

Constitué d'un³³⁷ :

- Parc Aquatique « BABA ARROUDJ »,
- Appart Hôtel « La RESIDENCE »
- Port de plaisance « MARINA BAY »

2.4.2. Nombre, valeur nominale, forme et catégorie des titres :

2.4.2.1. Nombre, valeur nominale

L'émission portait sur un montant nominal de huit Milliards trois cent Millions de Dinars Algériens (8.300.000.000 DA), répartis en huit cent trente mille (830.000) obligations d'une valeur nominale de dix Mille Dinars Algériens (10.000 DA) chacune, d'une durée de sept (07) ans. Cet emprunt est destiné aux personnes physiques et morales y compris les Institutions Financières.

2.4.2.2. Catégorie des titres (annexe n°13).

- Les obligations émises sont des obligations ordinaires.

2.4.2.3. Forme des titres

- Les obligations seront au porteur et dématérialisées.

³³⁷ Notice d'information DAHLI pour l'émission obligataire grand public, page 7.

- Les obligations seront inscrites en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB. Elles seront admises aux opérations d'Algérie Clearing

2.4.2.4.Date d'émission :

11 janvier 2009

2.4.2.5.Taux d'intérêt du coupon et taux de rendement réel pour le souscripteur :

Les obligations portent sur des taux d'intérêts progressifs du coupon de³³⁸ :

- ✓ 4% la première année.
- ✓ 4,25% la deuxième année.
- ✓ 4,75% la troisième année.
- ✓ 5,25% la quatrième année.
- ✓ 5,75% la cinquième année.
- ✓ 6,25% la sixième année.
- ✓ 6,75% la septième année.

Le taux de rendement moyen réel du titre est de 5,19%.

Le syndicat de placement est constitué des banques suivantes : BEA- BNA –BADR- BDL - CNEP Banque- CPA- BNP Parisbas - El djazaïr et la Société générale.

Période et mode de souscription :

La période de souscription des obligations débute le **11 Janvier 2009** et s'achève le **12 Février 2009**.

Ainsi, en conformité avec la réglementation d'accès au marché obligataire, la SPA DAHLI a sollicité, avec l'appui du Syndicat de Placement, une **prorogation** de la période de souscription ci-dessus fixée pour une durée supplémentaire de deux (2) semaines. Par Décision n°CAB/01/2009 du 10 Février 2009, la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse a marqué son accord et a autorisé une période de souscription

³³⁸ Notice d'information DAHLI pour l'émission obligataire grand public, page 10.

supplémentaire de **deux (2) semaines** ; ce qui reporte ainsi la date de clôture de **l'opération au Jeudi 26 Février 2009**³³⁹.

Au terme de la période de souscription qui s'est étalée du 11 janvier au 26 février 2009, le nombre d'obligations acquis auprès du Grand public s'élève à **236 014** .

Le montant levé de 2.360.140.000 DA représentant 28,44% du montant de l'emprunt présenté sur le marché , malgré la prorogation d'échéance de la période de souscription, peut d'engouement des souscripteurs, dû principalement à leur méconnaissance de cette entreprise privée qui a crée une certaine réticence à la souscription.

Le titre de SPA DAHLI a intégré le marché secondaire comme convenu dans la notice d'information, la première cotation a eu lieu le 16 mars 2009.

³³⁹<https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/12/les-emetteurs-notice-dahli.pdf> consulté le 14/05/2015 à 19H30.

Section 3 : Les emprunts obligataires émis par les sociétés financières :

Les sociétés financières Algériennes privées comme publiques ont pu bénéficier quant à elles du marché obligataire en Algérie en émettant des emprunts obligataires destinés aux institutionnels afin de financer leurs activités, on note l'emprunt obligataire de quatre sociétés (SRH 1 et 2 , ALC, SNL,MLA) .

1. Le premier emprunt obligataire de la société de refinancement hypothécaire S.R.H:

La société de refinancement hypothécaire (SRH), est un établissement financier³⁴⁰ Créé le 27 novembre 1997, qui a le statut d'une Entreprise Publique Economique (EPE), société par actions (SPA) dotée d'un capital social initial de 3.290.000.000 DA, augmenté à 4.165.000.000 DA en 2003. Son capital est intégralement libéré et souscrit, il est composé de 833 actions d'une valeur de 5.000.000 DA³⁴¹.

Les actionnaires de la SRH sont : Le trésor public, les cinq banques publiques et trois compagnies d'assurances publiques.

La SRH a procédé à une émission obligataire institutionnelle le 15 juillet 2003 d'un montant global de 2,480 millions de DA pour permettre à la BDL de refinancer les crédits immobiliers octroyés à la clientèle des particuliers dont les caractéristiques sont comme suit :

1.1.Les caractéristiques techniques de l'emprunt obligataire de la SRH :

Les caractéristiques techniques de l'emprunt obligataire de la SRH sont détortillées dans le tableau n°42.

Tableau 42: Caractéristiques techniques de l'emprunt obligataire de la SRH

Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	2,480 Millions DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	- 4% pour la première tranche durée 03 ans, échéance le 15/07/2006 -4,5% pour la deuxième tranche durée 05 ans, échéance le 15/07/2008 .

³⁴⁰ Décision de la banque d'Algérie n°98-01 du 01/09/1998.

³⁴¹ <http://srh-dz.org/?p=presentation&lang=fr&var=1>, consulté le 05/02/2018 à 23H17.

Date d'émission :	15/07/2003
Visa COSOB :	N° 03-01 du 03/07/2003
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

Source : <http://www.cosob.org/poste/srh-societe-de-refinancement-hypothecaire/>

Les souscripteurs à cet emprunt obligataire sont des investisseurs institutionnels : Les banques , les établissements financiers et les compagnies d'assurance : CNEP -BDL -CPA -BEA -CNAC - SAA - CAAR -CAAT et Sicav Celim.

✚ **Procédé d'émission** : Adjudication à la hollandaise, appelée aussi « à prix demandé ».

Montant récolté pour la première tranche : 1.320.000.000 DA

- ✓ Taux nominal 4%.
- ✓ Prix moyen du titre 100,78 %.
- ✓ Taux de rendement annuel : 3,72%.

Montant récolté pour la deuxième tranche : 1.160.000.000 DA

- ✓ Taux nominal 4,5%.
- ✓ Prix moyen du titre : 101,49 %.
- ✓ Taux de rendement annuel : 4,16%.

✚ Les obligations SRH sont négociées sur le marché hors bourse entre les intermédiaires habilités.

✚ **Banque accompagnatrice** : le Crédit Populaire d'Algérie pour la première fois en 2003 là accompagnée en qualité de chef de fil de l'émission obligataire engagée par la société de refinancement hypothécaire dont l'encours portait sur un montant de 3 milliards de dinars souscrit par les institutionnels (banques et établissements financiers, les IOB et les SVT) .

✚ Les titres émis sont dématérialisés et négociables sur le marché secondaire de gré à gré entre les intermédiaires agréés.

1.2.Déroulement de l'opération (séance d'adjudication) :

Le crédit populaire d'Algérie représenté par sa direction de gestion des valeurs mobilière, chargée de mener à bien cette opération, a travaillé avec les services de la société de

refinancement hypothécaire , au terme de cette collaboration , la séance d’adjudication dite à la hollandaise, s’est déroulée le dimanche 13 juillet 2003 à l’hôtel Aurassi sous la présidence du crédit populaire d’Algérie CPA.

Les soumissions ont été déposées par des personnes habilitées de l’organisme participant à la séance d’adjudication sous plis fermés, pour chaque nature d’obligation, le soumissionnaire devait mentionner ses offres sur un formulaire de soumission individualisé .

Résultats obtenus

Au terme de la séance d’adjudication, les institutions financières ayant participé à la souscription ont obtenus les résultats suivants :

❖ Pour les obligations de 3 ans , à taux de 4% à échéance le 15juillet 2006

Pour cette tranche d’obligation , huit institutions ont soumissionnés l’ors de cette séance d’adjudication avec un total de 21 offres exprimés dont 18 d’entres elles ont été retenues.

La synthèse des offres est résumée dans le tableau suivant :

Tableau 43: Résultat de la séance d’adjudication de la SRH (première tranche)

Institutions	Montant (millions de DA)	Prix unitaire	Prix obligations	Total à payer (millions de DA)
SAA	150	100%	150	150
CPA	200	100 ,28 %	200,56	200,56
BDL	50	100%	50	100,14
	50	100,28%	50,14	
BEA	100	100%	100	100
CELIM	10	100,28%	10,028	20,098
	10	100,70%	10,07	
CNEP	100	101 ,68 %	101,68	507
	100	101,54%	101,54	
	100	101,40%	101,4	
	100	101,26%	101,26	
	100	101,12%	101,12	
CAAR	50	100%%	50	50
CNAC	40	100%%	40	202,2
	40	100,28%	40,112	
	40	100,84%	40,336	
	40	101,54%	40,616	
	40	102,84%	41,136	
Total	1320			1329,998
Prix moyen du titre		100,78%		
Prix limite de la séance		100 (100% de la valeur nominale)		

❖ **Pour les obligations de 5 ans , à taux de 4,5% à échéance le 15 juillet 2008**

Lors de la séance d'adjudication des obligations de la SRH, Six institutions ont soumissionné, avec un total de 19 offres dont 17 ont été retenues. Les résultats de l'adjudication avec l'ensemble des soumissions retenus sont résumés dans le tableau suivant :

Récapitulatif des offres est résumé dans le tableau suivant :

Tableau 44: Résultat de la séance d'adjudication de la SRH (Deuxième tranche)

Institutions	Montant (millions de DA)	Prix unitaire	Prix obligations	Total à payer (millions de DA)
SAA	100	100,44%	100,44	230,44
	130	100%	130	
BDL	50	100,44%	50,22	100,22
	50	100%	50	
CAAT	10	102,68%	10,044	10,268
CELM	10	100,80%	10,080	20,124
	10	100,44%	10,044	
CNEP	100	103,13%	103,13	513,380
	100	102,90%	102,90	
	100	102,68%	102,68	
	100	102,45%	102,45	
	100	102,22%	102,22	
CNAC	50	100%	50	304,665
	50	100,88%	50,44	
	50	101,33%	50,665	
	100	102,22%	102,220	
	50	102,68%	51,340	
Total				1179,097

Prix moyen du titre	101,49%
Prix limite de la séance	100 (100% de la valeur nominale)

A la fin de la séance d'adjudication des deux tranches, la SRH a émis 248 000 obligations de 10 000 DA , le montant global levé est de 2 509 095 000 DA réparti comme suit :

- ✓ **Montant levé pour 132 000 obligations de 3 ans : 1 329 998 000,00 DA.**
- ✓ **Montant levé pour 116 000 obligations de 5 ans : 1 179 097 000,00 DA.**

2. Le deuxième emprunt obligataire de la SRH :

Malgré des mesures attractives mises en place par la SRH dans le cadre de refinancement, la conjoncture financière des banques commerciales qui enregistraient une tendance de surliquidité,

représentait un important obstacle, la SRH a vu son portefeuille de refinancement se rétrécir année après année, menaçant ainsi sa pérennité, ce qui l'a poussé à chercher d'autres alternatives pour remédier à cette situation, et afin de s'adapter à cette nouvelle donne, la SRH a décidé de lancer un nouveau produit en l'occurrence, le leasing immobilier .

Le lancement du leasing immobilier a eu le premier semestre 2011, suite aux résolutions de l'AGEX tenue le 24/02/2011 et l'autorisation de la banque d'Algérie³⁴²

Afin de rationaliser ses ressources financières, la SRH a financé ses opérations de leasing immobilier sur ses fonds propres avoisinant 3,3 milliards de dinars, et après épuisement de ses ressources propres , elle a eu recours à des financement bancaires qui ont atteint 19 milliards de dinars au 31/12/2016 .

Dans un souci d'accroître son activité, de diversifier ses sources de financement , d'améliorer en adéquation la maturité de ses ressources par rapport à ses emplois, la SRH a opté pour une émission de titres obligataires pour un montant à lever de 5 milliards de dinars afin de refinancer des créances hypothécaires et les opérations de financement en leasing immobilier

2.1.Caractéristiques de l'emprunt :

2.1.1. *Montant de l'emprunt :*

L'émission porte sur un montant de 5 milliards de dinars répartis en cinquante mille obligations (50000), d'une valeur nominal de 100 000 DA chacune³⁴³.

Ces obligations sont remboursables par amortissement annuel constant de la valeur nominale, soit 20.000 Da par obligation et par an .

2.1.2. *Catégorie des titres :*

Les titres émis sont des obligations ordinaires

2.1.3. *Forme des titres :*

Les obligations sont au porteur et dématérialisées, les titres sont inscrits en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB, et ils sont admis aux opérations d'Algérie clearing.

2.1.4. *Taux d'intérêt :*

Ces obligations sont émises au taux fixe, dont le détail se présente comme suit :

³⁴² Autorisation de la banque d'Algérie du 24/03/2011 portant n° 196/CAB/SG.CMC/2011.

³⁴³ Notice d'information , emprunt obligataire de la SRH, page 6.

Tableau 45: Taux d'intérêt des obligations

Années	Taux
2019	5,20%
2020	5,20%
2021	5,20%
2022	5,20%
2023	5,20%

2.2.Mode de souscription :

L'émission est destinée initialement et exclusivement aux **investisseurs institutionnels**

2.3.Négociation des titres :

Les obligations de cet emprunt seront négociées sur le marché de gré à gré entre les intermédiaires habilités, la SRH peut ultérieurement demander l'admission de ces titres à la cote officielle de la bourse d'Alger

3. Les emprunts obligataires émis par les sociétés de leasing :

Dans le cadre de la réforme du secteur financier et en vue de stimuler les investissements des entreprises privées, les pouvoirs publics Algériens ont doté le secteur du leasing d'une législation et une réglementation fiscale conforme aux standards internationaux.

Le leasing est réglementé en Algérie principalement par le code de commerce, l'ordonnance 03-11 du 26 août 2003, modifiée et complétée, relative à la monnaie et au crédit et l'ordonnance n° 96-09 du 10 janvier 1996 relative au crédit-bail (leasing) .

Le marché Algérien du leasing compte 12 sociétés réparties en deux groupes distincts. D'un côté, les établissements financiers spécialisés dans le leasing : Arab Leasing Corporation(ALC),MLA,IJAR LEASING ALGERIE, El DJZAIR IJAR, SOCIETE NATIONALE DE LEASING, SOFINANCE et de l'autre, des banques ou établissements financiers ayant un département leasing : Société Générale, Bnp-Paribas, Natixis, Al Salam Bank, El Baraka, Houssing Bank Algeria.

Plusieurs sociétés de leasing ont eu recours au financement par le biais du marché financier en Algérie en émettant des emprunts obligataires institutionnel dans le but de financer leurs activités qui sont en plein expansion, un marché évalué à 56 milliards de dinars en 2016³⁴⁴, contre 51 milliards en 2015 , 32 milliards en 2014 et 26 milliards en 2012 selon l'estimation faite par la société nationale de leasing sur la SNL et l'ABEF.

³⁴⁴ Notice d'information pour l'émission obligataire SRH emprunt obligataire de 5 milliards de dinars, page 22.

Parmi elles , on citera, l'émission :

- De deux emprunts obligataire par Arab leasing corpotation **ALC** en 2006 et 2007 .
- Dun emprunt obligataire de **SNL** en 2015.
- Deux emprunts obligataire de **MLA**, en 2015 et 2017.

3.1.Emprunt obligataire Arab leasing corpotation ALC

Arab Leasing Corporation est la première institution de leasing privée en Algérie.

Créée en 2001³⁴⁵, elle a le statut d'établissement financier spécialisé, constituée suite à une initiative conjointe du groupe Arab Banking Corporation, The Arab Investment Company, la CNEP Banque et la Société Financière Internationale (Groupe Banque Mondiale)³⁴⁶.

Elle a reçu son agrément du Conseil de la Monnaie et du Crédit (Banque d'Algérie) le 20 Février 2002 en tant qu'établissement financier de leasing. Très rapidement, elle a bénéficié de l'assistance du consortium franco-libanais CSPME à travers Le banese Leasing Company, et obtenue la certification ISO 9001-2000 de l'institut canadien certificateur Quality Management Institute et du coaching mobilisé par la Société Financière Internationale.

ALC a joué un rôle de pionnier au niveau de l'évolution de la réglementation Algérienne en matière de leasing en proposant à plusieurs reprises dans un cadre communautaire (Association des Banques et Etablissements Financiers) et avec le soutien de la Société Financière Internationale des modifications à la loi qui ont permis un meilleur développement du leasing à travers le territoire national et l'émergence de nouvelles institutions de leasing ou encore l'intégration de cette activité dans la panoplie des produits de certaines banques internationales.

3.1.1. La première émission obligataire de ALC

Le Conseil d'Administration de ALC N°02-2006 réuni le 06 Avril 2006, a décidé du lancement d'un emprunt obligataire auprès des Banques et institutions financières d'un montant de 3.650.000.000 DA

3.1.1.1.But de l'émission:

Cet emprunt est destiné exclusivement à collecter les fonds nécessaires à ALC pour financer des opérations de crédit bail et le refinancement des emprunts contractés exclusivement pour le financement des contrats de leasing.

³⁴⁵ Décision de la banque d'Algérie n°02-2002 du 20 février 2002.

³⁴⁶ Notice d'information pour l'émission obligataire, visée par la COSOB, page 15.

Le produit de l'émission permettra à ALC de :

- Diversifier les sources de financement de ALC en profitant d'un contexte de marché favorable .
- Adosser ses ressources à ses emplois, à travers la mobilisation de financements sur des maturités plus longues.
- Financer le développement de son activité et la croissance de son encours.

3.1.1.2.Caractéristique de l'emprunt :

a. Valeur nominale :

L'émission porte sur un montant de trois milliards Six cent cinquante millions de dinars Algériens (3.650.000.000 DA), répartis en Trois cent Soixante cinq mille (365.000) obligations d'une valeur nominale de dix mille dinars (10.000 DA) chacune Cette opération comporte deux tranches :

Tableau 46: Répartition par tranche de la première émission obligataire de ALC

	Montant	Durée	Echéance	Coupons
1 ^{ère} tranche	2.550.000.000 DA	05 ans	19 Juillet 2011	3,85%(coupon 385DA par obligation)
2 ^{ème} tranche	1.100.000.000 DA	06 ans	19 Juillet 2012	4,00% (Coupon 400DA par obligation)
	2.650.00.000 DA			

Source :Tableau confectionné par nos soins sur la base de données fournies par la notice d'information du 22 juin 2006 relative à l'émission d'un emprunt obligataire de ALC.

b. Catégorie des titres.

Les titres émis sont des obligations ordinaires.

c. Forme des titres.

- Les obligations sont au porteur et dématérialisées.
- Les titres sont inscrits en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB. Ils sont admis aux opérations d'Algérie Clearing.

3.1.1.3.Période et mode de souscription :

L'émission est destinée initialement, et exclusivement aux banques et investisseurs institutionnels qui pourront par la suite revendre la totalité ou une partie de leurs obligations à

leurs clients respectifs. L'émission obligataire s'est réalisée sous la forme d'une adjudication à la « hollandaise ». La séance d'adjudication s'est tenue le 17 Juillet 2006

3.1.2. Deuxième émission obligataire de ALC :

Arabe leasing Corporation revient sur le marché obligataire pour refinancer son activité de crédit bail en forte croissance, car les résultats intermédiaires obtenus depuis le premier emprunt de Juillet 2006 dépassent les prévisions du Business Plan et de la notice d'information.

A cet effet, Le Conseil d'Administration du 21 novembre 2006, a décidé le lancement d'un deuxième emprunt obligataire auprès des banques et institutions financières d'un montant de trois milliards trois cent millions de dinars (3. 300.000.000 DA)réparti en trois cent trente mille (330.000) obligations d'une valeur nominale de dix mille dinars (10.000 DA) chacune, portant un intérêt de 3,85%, soit un coupon de 385 DA par obligation.

3.1.2.1.Caractéristiques de l'emprunt obligataire :

Tableau 47: Caractéristiques de l'emprunt obligataire

Montant de l'emprunt obligataire	Durée	Echéance	Coupons
3.300.000.000 DA	05 ans	11 Janvier 2012.	3,93%(coupon 393DA par obligation)

3.1.2.2.Catégorie des titres.

- Les titres émis sont des obligations ordinaires.

3.1.2.3.Forme des titres.

- Les obligations sont au porteur et dématérialisées.
- Les titres sont inscrits en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB. Ils sont admis aux opérations d'Algérie Clearing.

3.1.3. L'emprunt obligataire de la société nationale de leasing SNL :

La **société nationale de leasing** SNL est un établissement financier spécialisé dans le financement et l'accompagnement des PME par le biais du leasing, elle a démarré son activité en Juin 2011 après avoir obtenu son agrément d'établissement financier de la banque d'Algérie le 23 Février 2011 avec un capital social de trois milliards cinq cent millions de dinars (3 500 000 000 DA) totalement libéré.

Les actionnaires de la SNL sont deux grandes banques publiques, la Banque Nationale d'Algérie «BNA» et la Banque de Développement Local «BDL» (à hauteur de 50% chacune), connues pour leurs grands réseaux et leur portefeuille clientèle riche et diversifié.

Le recours à l'emprunt obligataire **institutionnel** étalé sur 5ans et à taux fixe , permettra à la SNL de diversifier ses sources de financements et de gérer l'adéquation entre ses ressources et ses emplois³⁴⁷.

L'émission porte sur un montant de deux milliards de dinars Algérien (2.000.000.000 DA) répartis en deux cents milles (200.000) obligations d'une valeur nominale à l'émission de dix milles dinars Algériens (10.000 DA) chacune.

Ces obligations sont remboursables par amortissement annuel constant de la valeur nominale, soit deux milles dinars Algérien (2.000 DA) par obligation par an à partir de la première année jusqu'à la cinquième année.

- **Catégorie des titres :** Les titres émis sont des obligations ordinaires.
- **Date d'émission :** 06 octobre 2016 .
- **Forme des titres :** Les obligations sont au porteur et dématérialisées.

Les titres sont inscrits en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB. Ils sont admis aux opérations d'Algérie Clearing.

- **Prix d'émission :**

Les obligations sont émises à 100% de la valeur nominale, soit 10.000 DA par obligation d'une valeur nominale de 10.000 DA.

Remboursement :

Tableau 48: Obligation à remboursement Fractionné

Obligation à remboursement Fractionné, amortissable le	
[3,5 %] 2016	400 000 000 DA
[3,5 %] 2017	400 000 000 DA
[3,5 %] 2018	400 000 000 DA
[3,5 %] 2019	400 000 000 DA
[3,5 %] 2020	400 000 000 DA

³⁴⁷ Notice d'information pour émission obligataire, Société nationale de leasing SNL SPA, page 02.

3.1.4. L'emprunt obligataire de MLA :

Maghreb leasing Algérie est un établissement financier agréé par la banque d'Algérie³⁴⁸, spécialisé dans le financement des PME/PMI par le biais du leasing, constitué juridiquement le 15 janvier 2006, doté d'un capital social de 3,5 milliards de dinar Algérien et compte parmi ses actionnaires TUNISIE LEASING, AMEN BANK, FMO, PROPARCO, IFC et CFAO.

Afin de diversifier ses sources de financement et pour mener à bien le développement croissant de ses activités, MLA a émis deux emprunts obligataires **institutionnel**, d'un montant de 2 000 000 000,00 DA chacun le 29/03/2015 et le 18/09/2017 après l'obtention du visa par la commission d'organisation et de surveillance des opérations en bourse COSOB le 06 janvier 2015 pour le premier emprunt et le 07 juin 2017 pour le deuxième emprunt.

Tableau 49: Les caractéristiques de l'emprunt

	Emprunt obligataire 2015	Emprunt obligataire 2017³⁴⁹
Nature du titre	Obligation ordinaire	Obligation ordinaire
Forme juridique	Nominative dématérialisée	Nominative dématérialisée
Valeur nominale	10 000 DA	10 000 DA
Prix d'émission	100%	100%
Durée de l'emprunt	5 ans	5 ans
Nombre d'obligations	200 000	200 000
Mode d'amortissement	Remboursement fractionné par amortissement constant de la valeur nominale à raison de 2000DA par an et par obligation.	Remboursement fractionné par amortissement constant de la valeur nominale à raison de 2000DA par an et par obligation.
IOB accompagnateur	BNP PARIBAS EL DJAZAIR	BNP PARIBAS EL DJAZAIR
Taux du coupon progressif : <ul style="list-style-type: none"> ▪ 1^{ère} année : ▪ 2^{ème} année : ▪ 3^{ème} année : ▪ 4^{ème} année : ▪ 5^{ème} année : 	4,00% 4,50% 5,00% 5,75% 6,50%	4,00% 4,50% 5,00% 5,75% 6,50%
Code ISIN ³⁵⁰	DZ000002045.7	

³⁴⁸ Décision n°02-06 du 11/03/2006 délivré par la banque d'Algérie

³⁴⁹ Avis N°20/2017, portant codification de l'obligation MLA par Algérie clearing

³⁵⁰ International securities identification numbering, ISO 6166

Source : Algérie Clearing , Avis n°20/2017, portant sur la codification de l'obligation MLA et notices d'informations .

Le placement du titre s'effectue par un syndicat de placement, constitué parmi les IOB agréées par la COSOB et présidé par BNP-PARIBAS EL DJAZAÏR.

L'émission est destinée initialement et exclusivement aux banques, établissements financiers et investisseurs institutionnels qui pourront par la suite revendre la totalité ou une partie des obligations souscrites à leurs clients respectifs.

Le but de l'émission obligataire est de mobiliser des ressources financières à coût fixe de manière à permettre à la société de leasing d'augmenter, conformément à son plan d'affaires, ses financements sous forme de leasing, en faveur des entreprises Algériennes éligibles.

Les sociétés de leasing se doivent de diversifier les sources de financements en recourant à des financements à des maturités étudiées de telle sorte à limiter les gaps en liquidité. Aussi, elles veillent à diversifier leurs sources de financement afin d'atténuer les risques de taux d'intérêts qui pourrait survenir suite à une évolution défavorable des taux d'intérêt sur le marché.

Aussi, Afin que les sociétés de leasing puissent répondre à la demande croissante du besoin de financement des PME/PMI par le biais du leasing, elles ont recours au financement obligataire, qui leur permettent d'alléger leurs dettes croissantes vis-à-vis les institutions financières bancaires.

En effet, le poste emprunts a quasiment doublé pour la société MLA, passant d'un solde 2287 284 milliers de dinars Au 31/12/2011 à 4 307 048 milliers de dinars en 2013 et à 555 856 en 2016³⁵¹ .

4. L'obligation assimilable du trésor :

L'obligation assimilable du trésor est un titre de créance souverain émis par l'Etat Algérien à travers la direction générale du trésor DGT, dans le but de financer ses déficits budgétaires.

La direction générale du trésor émet des obligations assimilables du trésor sur trois principales maturités, à savoir : sept, dix et quinze ans³⁵².

- La valeur nominale de l'obligation assimilable du trésor est présentement fixée à un million de dinars Algériens.

³⁵¹ Rapport d'activité, 2013,2016, délivré par MLA,

³⁵² Dépliant émis par la bourse d'alger, Imp Anep Rouiba, 2005 .

- Elles sont souscrites sur le compartiment primaire par les spécialistes en valeurs du trésor agréés par la direction générale du trésor.
- Aussi, elles sont émises selon une technique d'enchère dénommée l'adjudication à la hollandaise (ou à prix demandés).

4.1.La négociation des OAT en bourse.

Marché bloc OAT réservé aux Obligations Assimilables émises par le Trésor public Algérien. Négocié au niveau de la bourse d'Alger a été créé en date du *11 février 2008* et compte actuellement 25 lignes cotées englobant près de 400 milliard de Dinar Algérien .

Elles sont négociées au niveau de la bourse l'Alger par l'entremise des intermédiaires en opérations de bourse et les spécialistes en valeurs du trésor à concurrence de cinq séances par semaine

4.1.1. Les intervenants sur le marché :

Les principaux intervenants sur le marché des SVT sont

a- La direction générale du trésor :

Il s'agit de l'autorité du marché, elle a pour mission principale de gérer la dette de l'Etat en tenant compte des coûts et des risques, elle a pour mission de :

- Gérer les spécialistes en valeur de trésor SVT
- Tracer un calendrier d'émission des valeurs sur le marché primaire
- Suivre l'activité de chaque SVT et veiller au respect du cahier de charges
- Publier un rapport trimestriel d'activité du marché
- Organiser et surveiller les cotations des valeurs sur le marché secondaire

b- Les spécialistes en valeurs du trésor SVT :

Il s'agit des intermédiaires sur le marché, ils sont les seuls habilités a accéder aux marchés primaires et secondaires, ils sont tenus de respecter les conditions et les modalités de leurs interventions sur les marchés selon le cahier de charges.

Les spécialises en valeurs du trésor agréées en Algérie sont des institutions bancaires et des compagnies d'assurances, constitués de huit banques et cinq compagnies d'assurances, à savoir : BNA, CPA, BADR, BDL, CNEP-Banque, Citi bank, CIAR, CAAR, CAAT, SAA, CNAC.

Les intermédiaires en opérations de bourse agréés par la COSOB sont : BNA, CPA, BADR, BDL, CNEP-Banque et BNP Parisbas El Djazaïr.

4.1.2. Les SVT ont pour missions de:

- Participer aux séances d'adjudication.
- Connaitre les besoins de leur portefeuille.
- D'assister aux séances de cotation et afficher en permanence les cours acheteurs et vendeurs.
- D'indiquer les montants pour lesquels le cours vaut l'engagement ferme d'achat et de vente.
- D'Assurer la liquidité sur le marché secondaire.
- Assurer la rentabilité du portefeuille.

Conclusion :

Un engouement extraordinaire de certaines entreprises publiques comme privées pour le financement à travers l'émission d'emprunts obligataires à fin de financer leur développement et diversifier les sources de financement à moindre coût.

Les sociétés émettrices d'emprunts obligataires ont besoin de financement sur des termes plus longs pour rapprocher les termes de financement des périodes d'amortissement de leurs investissements. Plus le marché obligataire sera ouvert sur des échéances longues, mieux seront servis les besoins de financement des sociétés.

Les termes des obligations corporatives s'allongent, il s'agit d'une avancée importante sur le marché obligataire Algérien, qui est pour la première fois testé sur des échéances plus longues supérieures à 7 ans , Sonelgaz avait déjà allongé l'échéance des titres obligataires en émettant des titres à 5, 6 et 7 ans, En 2008 , elle a introduit des tranches obligataires allant jusqu'à **11ans**, la société a testé des échéances qui n'existaient pas sur le marché obligataire Algérien, plus longues que les obligations assimilables du trésor à 10 ans.

Le marché obligataire Algérien est caractérisé par la prédominance d'émission des obligations corporatives .

Le marché obligataire Algérien a connu une certaine dynamique pendant une dizaine d'années, une dizaine d'entreprises publiques de grandes tailles ont eu recours a ce type de financement et a plusieurs reprises, un certains nombre de sociétés financières l'ont adoptées comme un moyen complémentaire et indispensable pour mener à bien leurs activités, seules trois entreprises privées ont faits appel à ce marché , Cevital, ETRHB haddad et DAHLI .

L'activité obligataire en Algérie a vue une nette expansion jusqu'à 2008, cet essor est accompagné par l'élargissement de la gamme des services assortis aux banques publiques, à travers l'accompagnement des établissements bancaires aux différentes émissions, elles se sont procuré de nouveaux revenus liés aux services d'intermédiation, cela se traduit par les diverses commissions que perçoivent les banques en guise de rémunération.

Fin aout 2008, Les entreprises Algériennes ont pu levée 213 milliards de dinars en accédant au marché obligataire corporative.

Les banques et les institutions financières constituent les principaux investisseurs sur le marché Algérien elles se sont vues constituées des portefeuilles obligataires conséquents, vu la sur liquidité des établissements bancaires à partir des années 2000.

Chapitre 05 : Evaluation de l'activité du marché global

Section 01 Analyse de l'activité du marché primaire et du marché secondaire

1. Analyse des émissions obligataires en Algérie de 1998 à 2017 (marché primaire)

Le marché obligataire Algérien a connu d'importantes émissions par des grandes entreprises publiques et privées illustrés dans le tableau récapitulatif ci-dessous :

Tableau 50: Les émissions obligataires en Algérie de 1998 à 2017

	Entreprises Émettrice	Date d'émission	Montant émis en milliards DA	Investisseur ciblé
Emprunts obligataires corporatifs	SONATRACH	janv-98	12	Grand public
	SONATRACH	09/12/2003	5	Institutionnel
	MLA 1	29/03/2015	2	Institutionnel
	MLA 2	26/09/2017	2	Institutionnel
	SNL	06/10/2015	2	Institutionnel
	EEPADTISP	30/05/2007	0,5	Institutionnel
	ALC Algérie leasing corporation 1	19/07/2006	3,65	Institutionnel
	ALC Algérie leasing corporation 2	11/01/2007	3,3	Institutionnel
	CEVITAL	18/01/2006	5	Institutionnel
	Algérie Telecom 1	13/11/2005	6,5	Institutionnel
	Algérie Telecom 2	17/10/2006	20	Grand public
	SONELGAZ	23/12/2004	20	Institutionnel
	SONELGAZ	29/03/2005	10	Institutionnel
	SONELGAZ	22/06/2005	15	Grand public
	SONELGAZ	14/05/2006	12	Institutionnel
	SONELGAZ	30/06/2008	30	Grand public
	ENTP	18/07/2005	5	Institutionnel
	ENTP	12/06/2006	8	Institutionnel
	ENTP	04/12/2007	4	Institutionnel
	ENAFOR	08/12/2005	8	Institutionnel
	ENAFOR	03/04/2008	6	Institutionnel
	Air Algérie	29/03/2004	4,4	Institutionnel
	Air Algérie	19/12/2004	14,18	Grand public
	Air Algérie	27/10/2004	10,71	Institutionnel

	Air Algérie	11/05/2005	12,32	Institutionnel
	ETRHB HADDAD	10/12/2009	6	Institutionnel
	DAHLI	11/01/2009	8,3	Grand public
	SRH 2	06/12/2017	5	Institutionnel
	SRH 1	09/12/2003	2,48	Institutionnel
	TOTAL		243,34	
	FNI	06/07/2014	160	Institutionnel
	Total Général		403,34	

Sources : Construit par nos soins sur la base des données fournies par les notices d'information des émetteurs.

Au total 14 entreprises ont eu recours au marché obligataire depuis sa création totalisant 243,34 milliards de DA d'obligations émises sur le marché financier corporatif Algérien et 403 milliards de dinars en prenant en considération l'emprunt obligataire émis en 2014 par le fond national d'investissement destiné aux institutionnelles.

Certaines entreprises ont eu recours à plusieurs reprises à l'emprunt obligataire, au vu des avantages que procure ce mode de financement alternatif et complémentaire au financement bancaire et l'engouement des investisseurs pour ce nouveau mode de placement.

Le marché des émissions obligataires à rebondi en 2005 par l'émission de cinq nouveaux emprunts obligataire totalisant un montant de 56,82 Milliards de dinars contre 7,48 Milliards de dinars en 2003.

L'année 2005 peut être considérée comme une année de consolidation du marché obligataire Algérien. En effet, le montant des fonds levés en 2005 constitue un record. Il s'agit là du premier fait majeur concernant ce compartiment. Le second fait majeur est sans conteste l'arrivée sur ce même marché de la première entreprise privée. Ce fait constitue une première pour le marché financier Algérien qui a enregistré par la suite trois émissions émanant d'entreprises privées.

Cette évolution traduit le recours croissant des grandes entreprises au financement par le canal du marché obligataire .

1.1.Les émissions d'emprunts obligataires sur le marché corporatif Algérien de 1998 à 2017 en Milliards de dinars :

Tableau 51: Evolution des emprunts obligataires émis par type d'épargnant en Milliards DA

	1998	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2015	2017	Total
Emprunts obligataires émis auprès des institutionnels	0	7,48	35,11	41,82	28,65	7,8	6	6	4	7	143,86
Emprunts obligataires émis auprès du grand public	12	0	14,18	15	20	0	30	8,3	0	0	99,48
Emprunts obligataire corporatives	12	7,48	49,29	56,82	48,65	7,8	36	14,3	4	7	243,34

Source : Tableau confectionné par nous même sur la base de données fournie par les rapports d'activités d'Algérie Clearing .

NB: Durant les années creuses, le marché primaire n'a enregistré aucune émission obligataire.

-Les émissions réalisées sur le marché obligataire Algérien et leurs caractéristiques sont résumées dans le tableau récapitulatif ci-dessus, le montant global levé sur le marché à fin aout 2008 s'élève à 218 milliards de dinars pour atteindre un montant cumulé de 243,34 milliards de dinars à la fin décembre 2017 .

-Le marché d'emprunt obligataire corporatif Algérien est un marché destiné plus vers les institutionnels qu'orienté vers le grand public, car il a pu mobiliser 144 milliards de dinars auprès des institutionnels et 99,5 milliards de dinars pour le grand public depuis la première émission de 1998 à 2017.

-Les émissions pour les deux segments d'investisseurs ciblés (institutionnel et grand public) ont connus un effet yoyo, dû principalement à la rupture d'alimentation de ce compartiment par les entreprises (voir le graph ci-dessous).

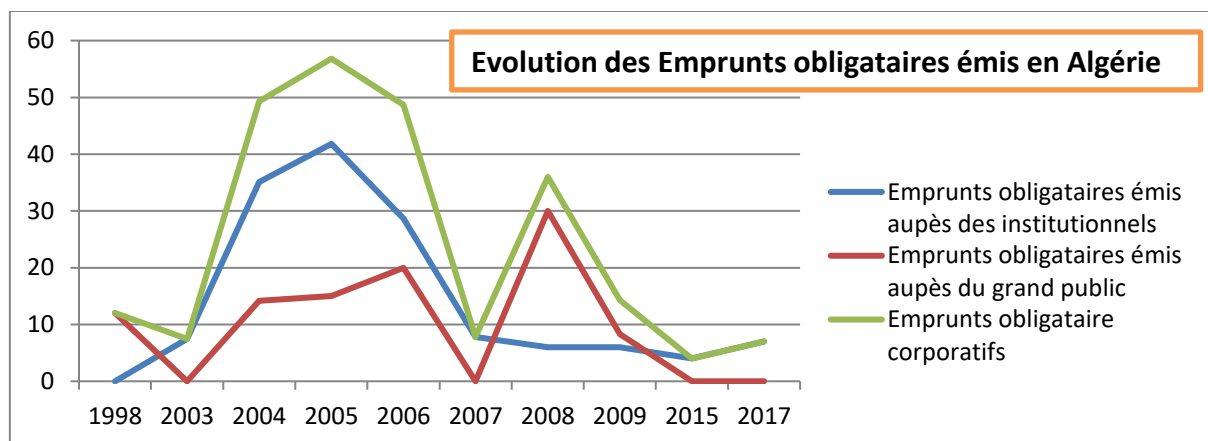
-Le ciblage des opérateurs institutionnels par les émetteurs, est dû principalement à la sur liquidité du système bancaire Algérien, cela montre combien les activités du marché financier peuvent aussi jouer un rôle d'intégrateur³⁵³ au sein du système financier.

-Les émissions d'emprunts obligataires ont atteint un pic entre 2004 et 2006.

³⁵³ Prêt P , Herzberg V, liquidité de marché et liquidité bancaire : interdépendance, vulnérabilités et communication financière, banque de France, revue de la stabilité financière, numéro spécial liquidité n°11, février 2008.

- L'année 2007 a été marquée par un fléchissement très important en matière d'émission obligataire, En Effet il a été enregistré seulement trois emprunts obligataires sur le marché dont le montant des fonds levés a atteint 7,8 milliards de dinars contre 44,89 milliards de dinars en 2006, soit une chute de 83% .

Figure 29 : Les emprunts obligataires émis en Algérie



1.2.Répartition des émissions obligataires par secteur d'activité

Les secteurs qui ont fait appel au compartiment des titres de créances négociables pour mener à bien le développement et la réalisation des grands projets d'investissements sont indiqués dans le tableau ci-dessous :

Tableau 52: Répartition des émissions obligataires par secteur d'activité

Secteurs d'activité	Montant de l'emprunt obligataire en Milliards de DA	%
Etablissements financiers	20,91	8,56%
Energie	87	35,63%
Télécommunications	27	11,06%
Transport aérien	42	17,20%
Sonatrach et ses filiales	48	19,66%
Autres Ets privées(Dahli-Haddad-Cevital)	19,3	7,90%
Total	244,21	100,00%

Source : tableau confectionné par nous même sur la base de données fournie par les rapports d'activités de la COSOB.

L'analyse du tableau ci-dessus montre que 35% des emprunts obligataire émis en Algérie ont été émises par le secteur de l'énergie, dominé totalement par une seule entreprise publique

(Sonelgaz), dans le but de diversifier ses sources de financement pour mener à bien ses grands projets d'investissements, suivi par la Sonatrach qui a émis deux emprunts totalisant 17 milliards dinars représentant 20% du marché des émissions.

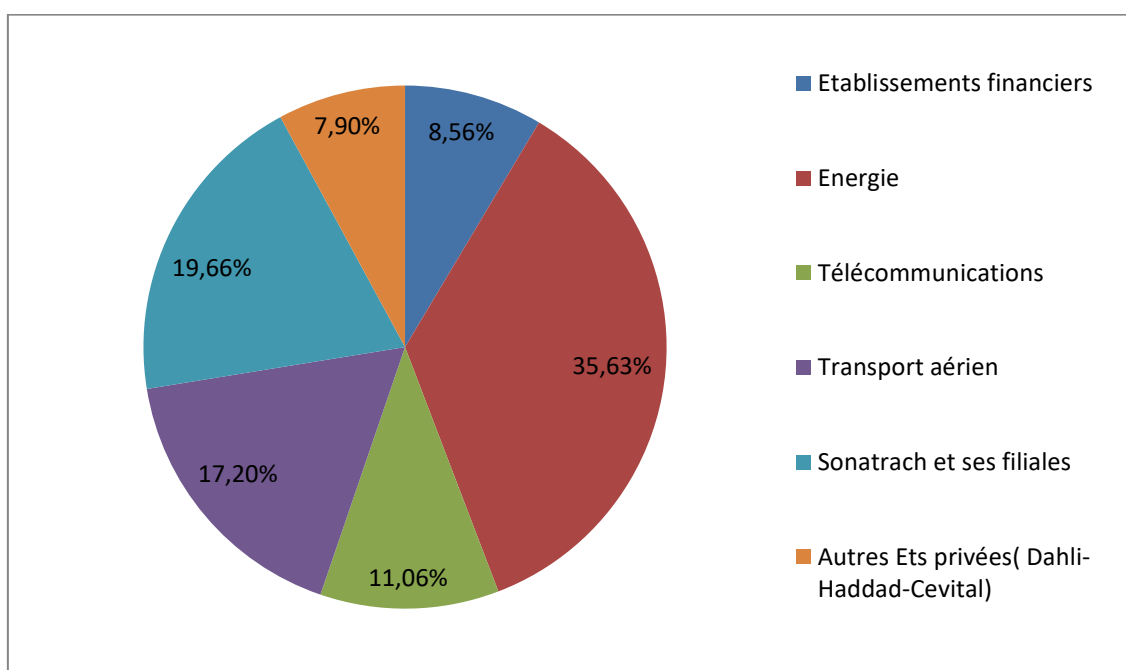
Quant au secteur du transport, il ne représente que 17% du marché des émissions, dominé par l'unique compagnie nationale qui a eu recours à ce type de financement pour moderniser et renouveler une bonne partie de sa flotte vieillissante.

Malheureusement le secteur financier ne représente que 8,56% des émissions, un très faible taux, véhiculant un mauvais signal aux investisseurs, il a permis de lever juste 20,9 milliards de dinars par trois sociétés de leasing pour faire face à ses engagements vis-à-vis de sa clientèle constituée de PME.

On observe une double concentration, à la fois au niveau des secteurs d'activités en forte croissance et au niveau des entreprises les plus importantes (les entreprises publiques)³⁵⁴.

Le montant levé par les entreprises privées Algériennes dans le compartiment de titres de créances est de 30,75 milliards de dinars représentant 12,63 % du montant global du marché obligataire dont 8,3 milliards destiné au grand public, contre 87,37% émis par les entreprises publiques Algériennes.

Figure 30: Répartition des émissions obligataires par secteur d'activité



³⁵⁴ Ahmed Koudri, le marché financier en Algérie, situation et perspectives, Les cahiers du CREAD n°101-2012, page 09.

1.3.Segmentation des émissions obligataires de 1998 à 2017 en milliards de dinars

Tableau 53: Segmentation des émissions obligataires de 1998 à 2017 en milliards de dinars

	Montant	%
Emprunts obligataires destinés aux intentionnels (banques et établissements financiers)	303,86	75,34%
Emprunt obligataires destinés au public	99,48	24,66%
Total des emprunts obligataires émis	403,34	100,00%
La part des emprunts émis par les entreprises privées	30,75	7,62%
La part des emprunts émis par les entreprises publiques	372,59	92,38%
Montant global des emprunts émis par Etablissements financiers public	169,48	93,91%
Montant global des emprunts émis par Etablissements financiers privée	11	6,09%
Total des emprunts obligataires émis par les établissements financiers	180,48	100,00%

Source : tableau confectionné sur la base des données tirées du tableau n°1

NB : Ce tableau prend en considération l'emprunt obligataire émis par le FNI en 2014 d'un montant de 160 milliards de Dinars.

Les entreprises Algériennes, privées comme publiques, ont pu lever 403 milliards de dinars par le biais d'émissions obligataires de 1998 à 2017, soit 21,21 milliards de dinars par an, très peu voir insignifiant comparé au crédit d'investissement à moyen terme destiné à l'économie qui avoisine les 1811 milliards de DA et 1963 milliards de DA³⁵⁵ distribués respectivement en 2016 et 2017.

L'ensemble de ces ressources qui symbolise le financement alternatif sont acquis à des taux inférieurs à ceux des emprunts pratiquées par les banques, elles servent à financer des vastes programmes d'investissements des entreprises émettrices.

Le marché obligataire est dominé par les entreprises publiques représentant 93% de l'ensembles des émissions, car l'Etat devait donner un signal fort pour développer ce mode de financement alternatif en permettant à ses entreprises d'accéder au marché des titres de créances négociables pour donner plus de confiances aux entreprises privées en vue de développer le marché boursier dans tous ces compartiments.

Par ailleurs, l'émission obligataire par les entreprises privées reste modeste, elle représente 7,62 % de la totalité des émissions sur ce compartiment, soit 30,75 milliards de dinars.

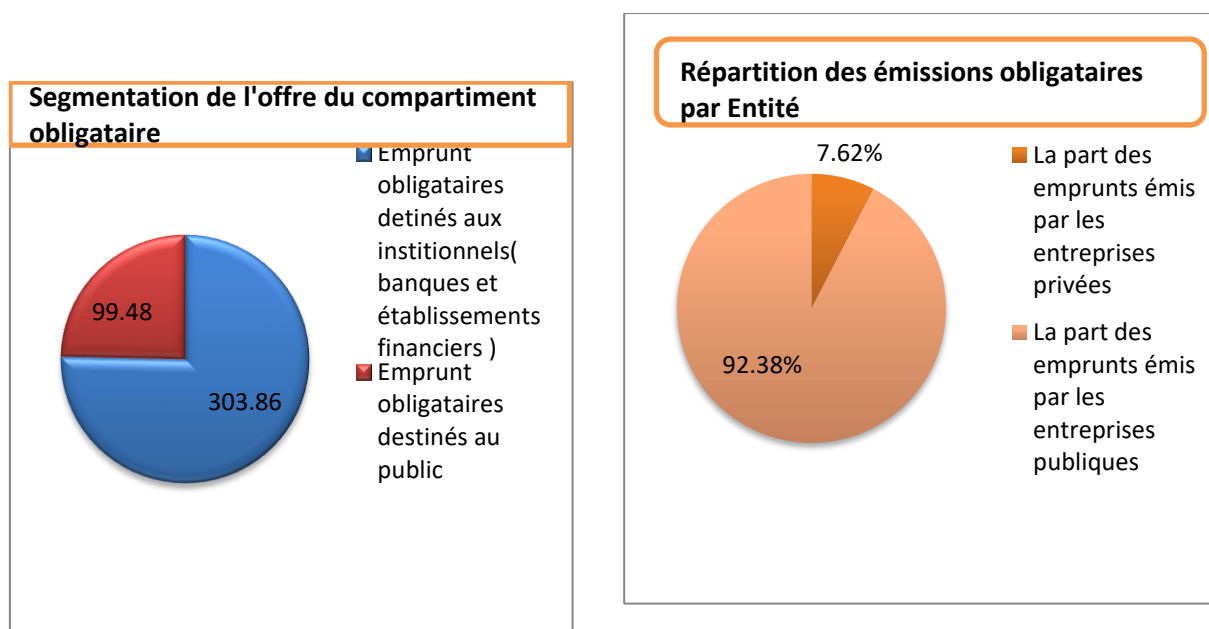
³⁵⁵ Rapport annuel de la banque d'Algérie année 2017.

L'analyse du tableau n°53 ci-dessus, démontre que 75,34% des emprunts obligataires émis par les entreprises publiques et privées ont été destinés aux intentionnelles soit 304 milliards de dinars, disposant d'une sur liquidité³⁵⁶.

En conséquence, il paraît nécessaire de faire l'apprentissage des mécanismes financiers au grand public pour aller vers une financiarisation plus intense de l'économie.

Sur le 181 milliards d'emprunts obligataires émis par les établissements financiers, 169,5 milliards de dinars ont été émis par des Etablissements financiers publics représentant 93,91% du total des emprunts de ce segment, le reste a été émis par les établissements financiers privés, soit 11 milliards de dinars.

Figure 31: Segmentation et répartition des obligations



2. Analyse du marché global (marché secondaire):

La cote officielle de la bourse d'Alger est segmentée en deux compartiments (marché des titres de créance et marché des titres de capital), divisés quant à eux en quatre marchés : Marché obligataire, marché Blocs des OAT, marché principal et marché dédié aux PME, l'activité du marché global est détaillée dans le tableau ci-dessous.

³⁵⁶ Chabha BOUZAR, les contraintes de développement du marché financier Algérien, revue Compus n°18, page 08.

Tableau 54: Trace l'évolution des indicateurs d'activité sur les compartiments du marché secondaire des valeurs mobilières

Année	Titre	Nombre ordres	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée DA	Nombre de transactions
1999	Actions	2 539	285 326	34 752	42 999 690	1047
	Obligations	29	1 338	596	65 080 000	9
2000	Actions	10 161	1 885 728	320 063	350 926 560	4420
	Obligations	352	10 412	3 427	369 112 600	139
2001	Actions	13 363	2 267 616	358 935	251 838 705	2771
	Obligations	276	7 810	2 510	281 379 200	127
2002	Actions	7 147	874 123	79 432	35 936 045	2042
	Obligations	181	2 214	729	76 124 300	29
2003	Actions	1 546	393 525	39 693	17 257 700	393
	Obligations	0	0	0	0	0
2004	Actions	826	412 076	22 183	8 432 615	141
	Obligations	0	0	0	0	0
2005	Actions	226	229 369	13 487	4 188 200	64
	Obligations	0	0	0	0	0
2006	Actions	691	653 602	63 561	23 756 950	144
	Obligations	544	114 041	12 449	125 634 960	90
2007	Actions	1 490	711 150	35 794	14 493 415	113
	Obligations	2 458	654 711	94 649	945 923 700	297
2008	Actions	942	1 457 039	52 103	21 414 845	203
	Obligations	1 539	689 015	132 007	1 197 096 660	342
	OAT	227	10 976	1 585	1 760 340 900	23
2009	Actions	926	748 828	34 700	13 891 895	160
	Obligations	2 428	648 451	108 863	882 758 730	328
	OAT	18	10 004	5 002	5 101 577 900	10
2010	Actions	851	644 404	27 420	11 985 965	125
	Obligations	1 781	437 573	90 309	658 083 610	236
	OAT	19	8 456	3 764	4 314 215 600	6
2011	Actions	1 393	1 190 526	231 997	185 118 435	413
	Obligations	950	179 528	20 957	136 104 550	107
	OAT	4	6 000	3 000	3 512 100 000	2
2012	Actions	4 412	2 503 066	49 471	36 038 865	143
	Obligations	666	276 427	118 356	637 148 095	134
	OAT	2	1 000	500	502 700 000	1
2013	Actions	3 987	2 635 612	120 681	49 116 990	132
	Obligations	284	37 453	6 908	51 911 000	45
	OAT	0	0	0	0	0
2014	Actions	3 402	2 920 751	90 111	41 410 340	251
	Obligations	304	43 771	11 839	107 536 000	49
	OAT	34	16 430	8 215	8 246 328 000	17

2015	Actions	2 717	7 519 494	2 213 143	1 251 956 825	259
	Obligations	254	17 115	758	7 580 000	19
	OAT	58	33 644	16 822	16 978 870 360	29
2016	Actions	2 037	3 063 954	788 860	805 500 430	339
	Obligations	0	0	0	0	0
	OAT	52	23 670	11 835	11 604 764 510	26
2017	Actions	3 150	3 700 972	468 145	302 261 260	438
	Obligations	0	0	0	0	0
	OAT	92	52 526	26 263	23 746 484 050	46

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base de données fournies par les rapports de SGBV, COSOB et Algérie clearing .

L'analyse du tableau ci-dessus, indique la prédominance des opérations réalisées sur le compartiment des titres de créances sur celles relatives au compartiment des titres de capital en valeur transigés. A l'exception des exercices allant de 2003 à 2005 où aucune obligation corporative n'a été cotée en bourse, et ce en absence d'approvisionnement en titre qu'a connu le marché .

Aussi, La marché du titre de capital n'a connu aucune nouvelle introduction en bourse de 2000 à 2010 , (dix ans) c'est ainsi que le marché boursier continue de fonctionner avec seulement trois titres de capital et une capitalisation boursière insignifiante.

✚ La valeur global transigée sur le compartiment des valeurs mobilières corporatives au cours de l'exercice 2010 dont le niveau s'est inscrit à plus de 670 million de dinars elle a été essentiellement réalisée sur le compartiment des titres de créances qui a contribué à concurrence de 98,21 % de la valeur soit 658 millions de dinars. la contribution du compartiment des titres de capital est restée faible et n'a enregistré que 1,79% de la valeur global (soit 11,99 millions de dinars).

Cette situation s'explique par :

- ✓ La profondeur du marché des titres de créances qui resté relativement plus importante que celle du compartiment des titres de capital même si globalement la profondeur du marché boursier Algérien demeure modeste.
 - ✓ Les valeurs nominales des obligations sont plus importantes que les valeurs monétaires des actions transigées en bourse.
 - ✓ Le niveau de liquidité des actions listées demeure faible .
- ✚ Le marché des émissions obligataires, a connu un essor certain depuis sa relance en 2004, mais la dynamique imprimée à ce marché trois années consécutive (2004-2005-2006) a

marqué le pas en 2007, le montant des émissions est tombé de 44,89 milliards de dinars en 2006 à 7,8 milliards en 2007, les raisons de cette chute brutale est dû a des facteurs conjoncturels ayant affecté la place financière Algérienne³⁵⁷.

✚ En ce qui concerne l'activité en 2010 :

- Elle a globalement enregistré une régression reflétée par des volumes et valeurs transigés en net fléchissement par rapport à l'année 2009, sur les différents compartiments des valeurs mobilières inscrites à la cote officielle (valeurs émises par les sociétés et le trésor).
 - Cette situation est la résultante de l'absence d'alimentation du marché boursier en nouvelles valeurs mobilières et le rapprochement des maturités des titres de créances (Air Algérie, Sonelgaz, Algérie Télécom) et les taux nominaux élevés qu'ils servent ont amené les investisseurs à favoriser leur détention en portefeuilles à leur cession sur le marché, ce qui s'est traduit par une diminution significative du volume des transactions sur le compartiment secondaire.
 - La radiation du titre de créance émis par air Algérie dont l'encours s'élevait à 14,168 milliards de DA, et ce suite à son arrivée à terme en date du 1 décembre 2010. suite à cette radiation automatique d'un titre de créance, le nombre des obligations corporatives cotées en bourse est passé de cinq à Quatre en 2010 et l'encours à atteint 66 milliards contre 88 milliards en 2009.
 - Ainsi la dualité de gestion des obligations assimilables du trésor par la banque d'Algérie et le dépositaire central Algérie clearing, provoquant un surcout supporté par les intermédiaire et les SVT ce qui a plombé les échanges au sein du compartiment secondaire des obligations souveraines.
- ✚ L'encours global des obligations disponibles s'élève au 31 décembre 2016, à 169, 65 milliards de DA contre 176,91 milliards de DA à la fin 2015, soit une baisse de 4% qui s'explique par la tombée d'échéances de deux emprunts obligataire DAHLI et Sonelgaz dont le montant global cumulé est de 7,26 milliards de DA, l'encours est constitué essentiellement d'emprunt obligataire non coté du FNI , SNL et MLA, 160 milliards DA , 2 milliards de DA, 2 milliards de DA respectivement.
- ✚ Le marché secondaire obligataire n'enregistre aucune activité depuis 2016, suite à l'arrivée à terme du dernier titre coté de la Société Spa DAHLI.

³⁵⁷ Rapport d'activité 2007, édité par la COSOB .

- ✚ Le marché de blocs OAT domine la cote officielle avec 98,74% de la valeur transigée global.
- ✚ La valeur transigée auprès du marché des OAT est passée de 1,76 milliards de dinars en 2008 à 23, 75 milliards de dinars en 2009 , des valeurs jamais enregistrées dans le marché du titre de capital ni dans le marché obligataire, ni les deux à la fois .
- ✚ La valeur globale transigée sur le marché principal, en 2017 , accuse une baisse de 62,47% , par rapport à 2016, passant ainsi de 80 500 430 dinars à 302 261 260 dinars.
- ✚ La valeur transigée enregistrée sur le compartiment des titres de capital est passée de 13 891 895 DA en 2009 à 11 985 965 DA en 2010 indiquant un fléchissement de 13,72% engendré par la régression des échanges des deux titres de capital inscrits à la cote officielle de la bourse d'Alger (Egh Aurassi et Saidal).
- ✚ On observe qu'a chaque introduction d'un nouveau titre de capital , le marché enregistre un rebond quant aux volume d'ordres exprimés (Achat et vente), le volume transigé et par conséquent l'augmentation de la valeur transigée.
- ✚ Le volume global des ordres présentés sur le compartiment actions de la bourse d'Alger s'élève en 2011 à 1 120 318 soit une augmentation de 455 914 titres par rapport à l'exercice précédent, cette augmentation est principalement dû à l'introduction d'un nouveau titre à la cote officielle , celui d'Alliance assurances dont elle a signée un contrat de liquidité avec l'IOB CPA pour soutenir l'activité du titre .
- ✚ Les ordres présentés en 2012 sont en nette progression par rapport à l'exercice 2011 avec une augmentation de 1 382 748 titres. Il est a noté que la tendance générale du marché est restée inchangée à savoir vendeuse.
- ✚ L'introduction en bourse du titre NCA ROUIBA, en juin 2013, a contribué à l'augmentation de l'activité, sur le marché principal de la cote officielle. Il s'est accaparé de la plus grande proportion du volume et de la valeur globale, avec 102 238 titres échangé (84,7%) et 40 943 600 DA (83,34%) de valeur transigée . Depuis son introduction, le titre NCA ROUIBA a connu une activité soutenue par le contrat de liquidité, et ce, à plus de 50%.
- ✚ Avec cinq titres de capital cotés en bourse, le volume transigé pour l'année 2017 a connu une nette régression de l'ordre de 40,66 % par rapport à l'exercice 2016, en passant de 788 860 titres à 468 145 titres en 2017.

Les graphiques ci-dessous résument l'évolution des différentes valeurs mobilières sur la cote officielle de la bourse d'Alger en volume et valeur transigée.

Figure 32: Evolution du volume transigé sur le marché global des titres

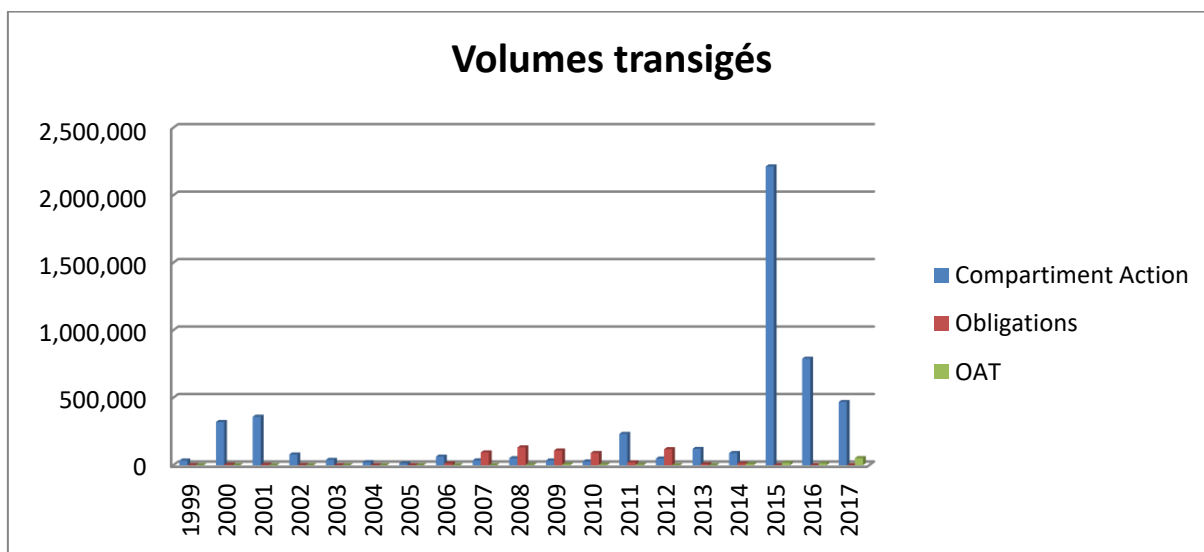
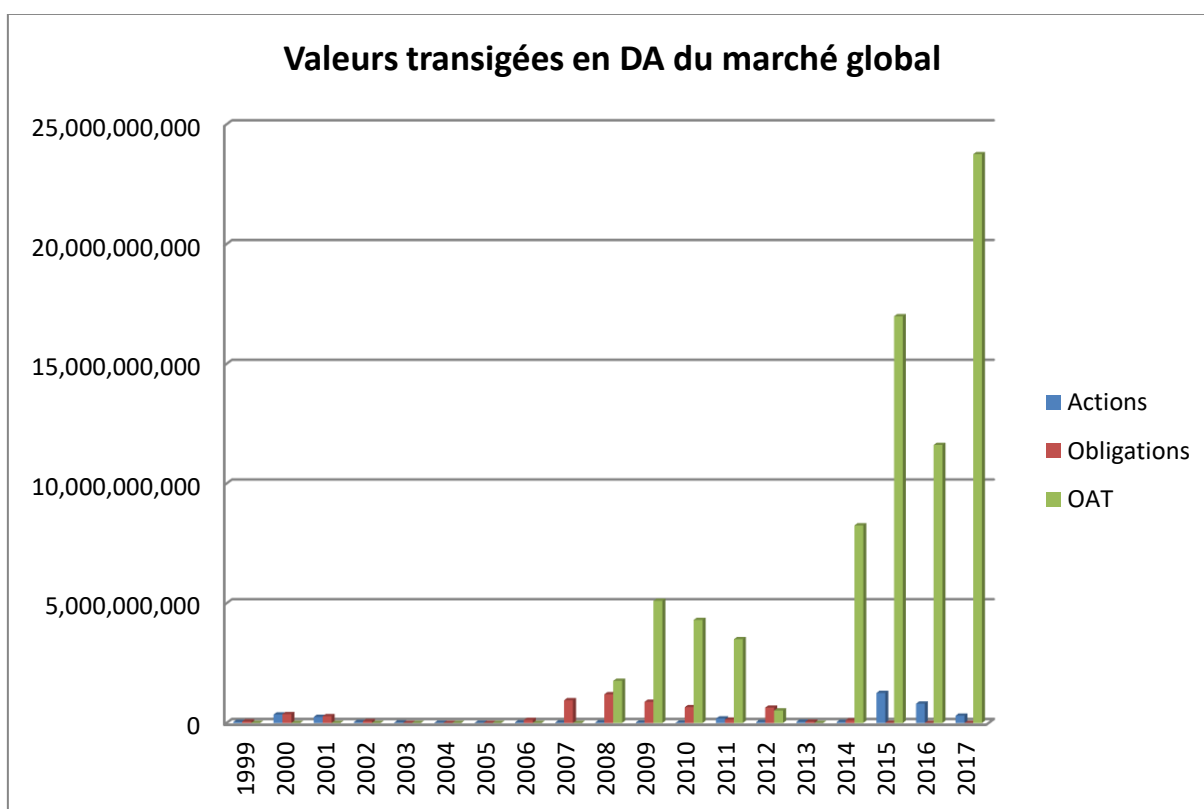


Figure 33: Evolution des valeurs transigées sur le marché global des titres



Source : Graphiques élaboré sur la base du tableau n° 54.

3. Analyse des cotations auprès du marché secondaire

Depuis la première séance de cotation qui s'est tenue du 13/09/1999 au 27/12/2017 date de la dernière cotation par rapport à notre étude, la bourse d'Alger a connu 1765 cotations dont 675 séances non fructueuses (38,24%), totalisant un volume d'échange de 5 044 531 titres échangés d'une valeur transigée de 3 468 528 730 DA en 19 ans d'activité.

Avec cinq titres cotés auprès de la bourse d'Alger, cette dernière manque de profondeur dû principalement au nombre très restreint d'entreprises qu'on fait appel à ce type de financement, aussi à la faiblesse des volumes transigés comme le montre le tableau ci-dessous

Tableau 55: Caractéristiques des séances de cotations du marché secondaire

ANNEE	Nbre de cotation	Nbre de cotation fructueuse	% de cotation fructueuse	Nbre de cotation Non fructueuse	% de cotation Non fructueuse	Volume transigé	Valeur transigée en DA	Nombre de transactions	OBS
1999	16	16	100	0	0	34 752	42 999 690	1047	Entrée en 2000 aurassi
2000	52	52	100	0	0	320 063	350 926 560	4420	
2001	53	52	98,11	1	1,89	358 935	251 838 705	2771	
2002	90	72	80,00	18	20,00	79 432	35 936 045	2042	
2003	105	43	40,95	62	59,05	39 693	17 257 700	393	
2004	104	42	40,38	62	59,62	22 183	8 432 615	141	
2005	104	25	24,04	79	75,96	13 487	4 188 200	64	
2006	104	46	44,23	58	55,77	63 561	23 756 950	144	
2007	105	48	45,71	57	54,29	35 794	14 493 415	113	
2008	102	70	68,63	32	31,37	52 103	21 414 845	203	
2009	104	52	50,00	52	50,00	34 700	13 891 895	160	
2010	103	59	57,28	44	42,72	27 420	11 985 965	125	
2011	102	94	92,16	8	7,84	231 997	185 118 435	413	Entrée en 2011 Alliance assurances
2012	105	44	41,90	61	58,10	49 471	36 038 865	143	Entrée en 2013NCA Rouiba
2013	103	51	49,51	52	50,49	120 681	49 116 990	132	
2014	104	79	75,96	25	24,04	90 111	41 410 340	251	
2015	104	73	70,19	31	29,81	2 213 143	1 251 956 825	259	Entrée biopharm
2016	102	82	80,39	20	19,61	788 860	805 500 430	339	
2017	103	90	87,38	13	12,62	468 145	302 261 260	438	
Total	1765	1090	65,62%	675	34,37%	5 044 531			

On observe ainsi, que dès qu'il y a une cotation d'un nouveau titre, le marché se dynamise, la valeur transigée est multipliée jusqu'à par 08 par rapport à l'année qui précède l'introduction, tel

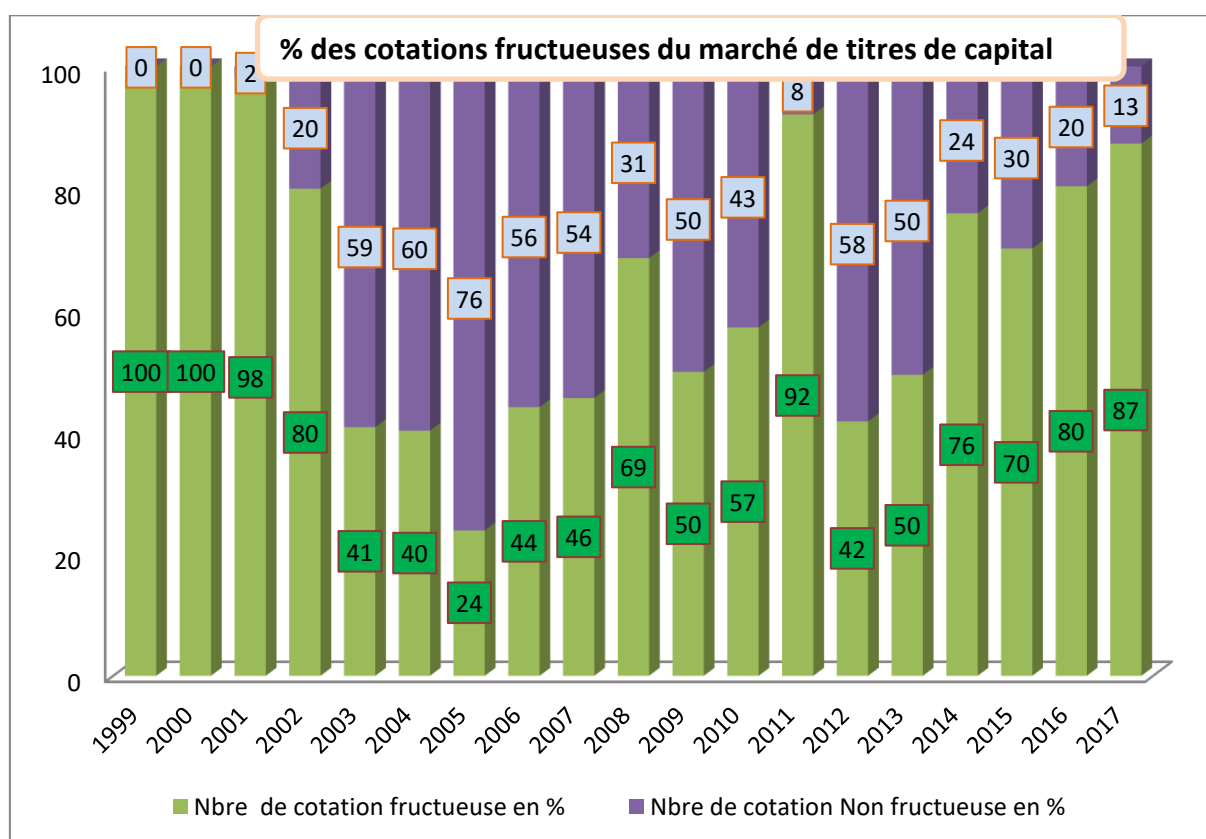
est le cas en 2000 avec la cotation des titres EL Aurassi , 15 fois lors de l'introduction du titre d'alliance assurances.

L'activité du marché de titres de capital s'est intensifiée en 2015, l'opération de blocs réalisée sur le titre Alliance assurances d'une grande part et l'évolution du volume transigé d'autre part, ont multiplié la valeur transigée de 2 923,28%, passant de 41 millions de DA en 2014 à plus de 1,2 milliards de DA en 2015.

Le volume transigé, quant à lui, a progressé de 2 356,02%, passant de 90 111 titres en 2014 à 2 251 143 titres, à la fin de 2015 .

En raison de la faible liquidité du marché, plus de 38% des séances de cotation organisées depuis la première cotation à la dernière cotation du mois de décembre 2017 ont été infructueuses.

Figure 34: Pourcentage des cotations fructueuses et non fructueuses du marché de titres de capital



Conclusion

A partir des années deux milles, il y a eu rupture d'alimentation du marché boursier en raison de la réorientation de la politique de privatisation, en effet, il y avait des ouvertures de capitaux, mais ils n'ont pas été suivis. Depuis 2003, les indicateurs d'activité sur le marché boursier ont connu un fléchissement significatif passant de 720 millions de DA en 2000 à 5 millions de DA de valeur transigées en 2005. Cette situation a été préjudiciable à la bourse puisque l'institution n'arrivait plus à couvrir ses charges les plus utiles en termes de fonctionnement et d'exploitation.

L'accroissement de la valeur échangée sur le compartiment du titre de capital (action) reste tributaire des nouvelles émissions sur le marché et de l'existence du contrat de liquidité.

L'engouement pour le marché obligataire et l'intensification des recours des entreprises publiques et privées à ce mode de financement est venu lui donner un nouveau souffle, cela a commencé avec Sonelgaz qui a fait coté son titre, émis le 22 mai 2005 et introduit le 29 mai 2006, totalisant un encours de 15,9 milliards de DA et qui échoit en mai 2011, s'étalant ainsi sur 6 ans. Air Algérie émis en décembre 2004 et coté février 2007. Algérie Télécom, dont l'encours s'élève à 21 milliards de DA, émis en octobre 2006 et coté en novembre de la même année.

Un deuxième emprunt obligataire de Sonelgaz, émis en juin 2008 et introduit en juillet de la même année, enfin le dernier titre, celui d SPA DAHLI, d'un encours de 2,36 milliards de DA, coté en mars 2009.

Ces admissions de titres de créances au niveau de la bourse d'Alger ont été renforcées par le recours des pouvoirs publics à faire coter les obligations assimilables du trésor dont le nombre ne cesse d'augmenter en février 2011 il été de 15 lignes et l'encours se situait à 150 milliards de dinars.

La prédominance du marché des obligations assimilables de trésor depuis 2008, dû principalement à l'abondance de liquidité des investisseurs institutionnels, la valeur nominal d'un OAT qui est d'un million de dinars contre dix mille dinars pour une obligation corporative.

Les deux compartiments de la bourse d'Alger sont sous-alimentés et le nombre très réduit de titres cotés à la bourse d'Alger n'offre aucune opportunité de diversification de placement aux investisseurs. Cette absence d'approvisionnement du marché boursier durant plusieurs années n'a pas manqué d'avoir un impact négatif sur la confiance des investisseurs dans les perspectives de développement d'un véritable marché financier en Algérie.

Section 2 : Evolution de l'activité du marché de titre de capital

1. Evolution du marché principal par titre coté en bourse :

La bourse d'Alger a listée six entreprises depuis sa création (Erid Sétif, Egh El Aurassi, Saidal, Alliance assurances, Nca Rouiba et Biopharm) dont une a fait l'objet d'une OPR (Egh El Aurassi), l'activité des titres cotés est détaillée dans les tableaux ci-dessous.

1.1.Evaluation du titre Eriad Setif

L'évolution de l'action Eriad Sétif, première valeur mobilière dans le marché du titre de capital à se faire listé à la cote officiel de la bourse d'Alger est détaillée dans le tableau ci-dessous .

Tableau 56: Evolution du titre Eriad Setif auprès de la bourse d'Alger

Année	Nombre ordres	Volume ordres	Volume transigé	volume d'ordres/ volume transigé	Valeur transigée DA	Nombre de transactions
1999	701	55 200	9 854	17,85%	22 783 820	364
2000	2 698	352 814	84 074	23,83%	193 911 565	1956
2001	1 476	326 788	22 019	6,74%	47 422 190	409
2002	951	223 476	4 197	1,88%	5 269 530	76
2003	418	76 222	8 189	10,74%	8 007 840	54
2004	89	15 442	2 958	19,16%	3 072 950	18
2005	6	5 004	0	0,00%	0	0
2006	6	5 220	10	0,19%	1 600	1

Source : Tableau construit sur la base de données fournie par la société de gestion des valeurs mobilières SGBV.

Le titre Eriad Sétif est le premier titre coté auprès de la bourse d'Alger atteignant un volume d'ordre exprimé de 55 200 titres qui a été multiplié par six en 2000, transigeant plus de 22 millions de dinars en 1999 et 194 millions de dinars en 2001 soit plus de 8,5 la valeur et le volume transigé par rapport à l'exercice 1999.

A partir de 2001, le titre a amorcé son décrochage jusqu'à ce qu'il soit radié de la bourse d'Alger, une OPR (offre publique de retrait) se réalise à la demande de l'émetteur, suit à la chute du cours de l'action passant de 2340 DA (cours d'introduction) à 1000 DA en 2004 .

Le volume global d'offre et de demande sur le titre d'Eriad a été exprimé plus d'un million de fois , transigeant plus de 131 milles actions en huit ans soit un ratio moyen de 12,38%.

L'action d'Eriad setif n'a pas été cotée durant toute l'année 2005 pour des raisons que la société a connue de graves difficultés financières qui rend son maintien à la cote incertain.

La privatisation d'Eriad Sétif a été un échec total, qui s'est soldé par la radiation du titre de la cote officiel de la bourse d'Alger en 2006 , le cours de l'action est passé de 2500 DA en 1999 à 160 DA en 2006.

Les principales raisons d'un tel désintéressement résident dans le fait que :

- Le titre de cette société manquait de notoriété d'une part, et d'autre part il a été sur évalué (un prix exorbitant de l'offre fixé à 2300DA) qui a découragé beaucoup d'investisseurs .
- Contrairement à l'OPV de l'hotel El Aurassi, l'augmentation de capital d'Eriad Sétif n' a pas connu le même engouement , seulement 44% des titres on été placés auprès du grand public, le reste a fait l'objet d'une prise ferme de la part du syndicat de garantie.
- Le manque de communication et d'informations envers les actionnaires a été fatale pour son maintien à la cote .
- La surévaluation du titre d'Eriad Sétif par les experts et la négligence de la politique d'ouverture et libéralisation du marché Algérien à la concurrence notamment privées, Eriad ne pouvait que perdre des parts de marchés en perdant son monopole .

Le graphique ci-dessous résume l'évolution de la valeur et le volume transigé du titre Eriad Sétif

Figure 35: Evolution du volume transigé du titre Eriad Sétif

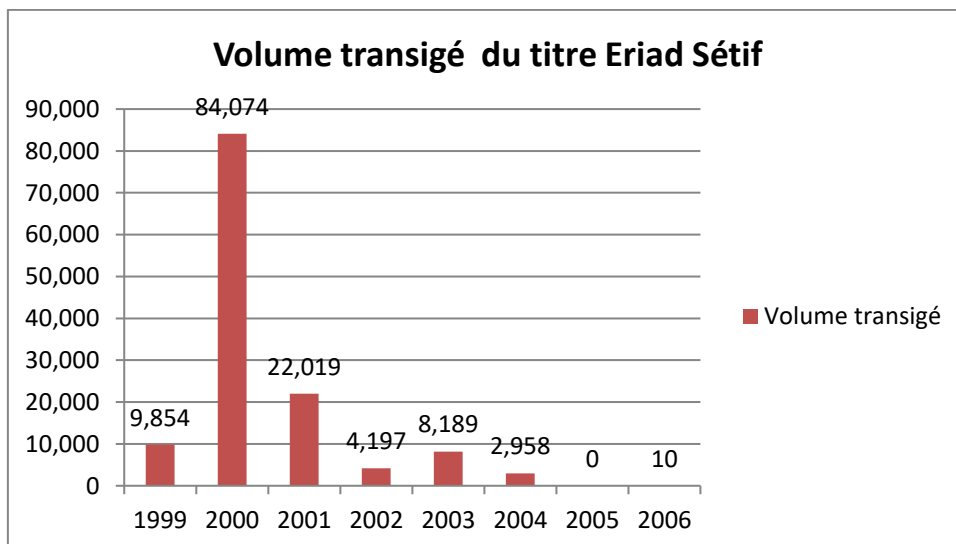
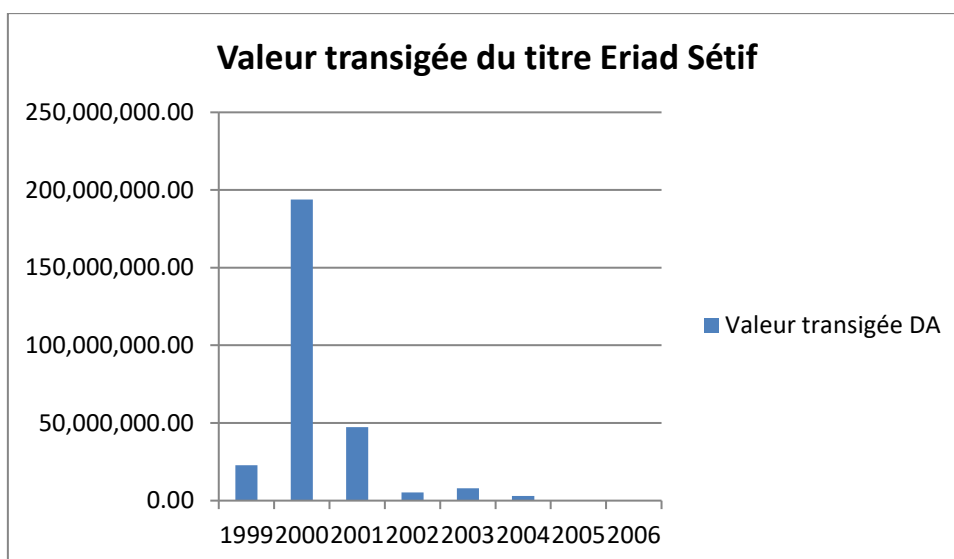


Figure 36: Evolution du volume transigé du titre Eriad Sétif



La Bourse d'Alger a été marquée par la radiation de la cote officielle de la bourse de l'action ERIAD SETIF en 2006³⁵⁸ et ce, suite à l'opération de l'Offre Publique de Retrait (O.P.R) qui s'est déroulée entre le 18 septembre jusqu'au 31 Octobre 2006³⁵⁹.

L'offre publique de retrait a été fixée à un prix de 1500 DA par action et a porté sur 1 000 000 d'action correspondant à 20% du capital d'Eriad sétif détenu par cinq mille deux cent (5200) actionnaires composés d'investisseurs institutionnels, de personnes morales et de particuliers.

Par cette opération, l'Entreprise « ERIAD SETIF » a racheté ses titres auprès de ses actionnaires.

Sur le plan pratique, l'opération a été réalisée grâce à la participation des intermédiaires agréés représentants les Six Banques publiques : CPA -BADR - BEA - BNA - BDL et la CNEP.

A cet effet, l'Entreprise « ERIAD SETIF » a signée une convention avec l'ensemble des banques qui a permis de mettre le réseau de ses banques à la disposition des actionnaires vendeurs pour collecter les ordres de vente pendant la période fixée.

L'offre publique de retrait (OPR) a donné lieu aux résultats suivants :

Nombre de titres à retirer : 4.491.620 actions réparties comme suit :

◆ Titres matérialisés (certificat d'action physique) : 1.962.425 actions .

³⁵⁸ Article 70, section 5, condition d'admission des valeurs mobilières aux négociations de bourse, règlement COSOB 97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières modifiés par le règlement COSOB n°03-01 du 18 mars 2003.

³⁵⁹ Rapport d'activité annuel 2006 édité par la COSOB, page 24 .

◆ Titres dématérialisés (inscrit en compte) : 2.529.555 actions.

Globalement, le taux de réalisation est de 94,28 % ³⁶⁰ soit un nombre d'action non encore vendue représentant 5,72 % du total.

Répartition des ordres de vente validés :

La valeur des ordres de vente acheminés au niveau du parquet de la Bourse d'Alger pendant la période d'office publique de retrait et validés par les représentants d'ERIAD SETIF s'élève à 1.347.486.000 DA celle ci, est répartie principalement entre les Six IOB de la place financière selon que les titres soient matérialisés ou dématérialisés comme suit :

Tableau 57: Ventilation de l'OPR du titre matérialisés Eriad Sétif

IOB	Valeur des ordres matérialisés validés DA	%	<i>Volume</i>
BADR	479.596.500	81,46%	319.731
BEA	10.089.000,00	1,71%	6.726
BNA	39.729.000	6,75%	26.486
BDL	20.502.000	3,48%	13.668
CNEP	3.028.500	0,51%	2.019
CPA	35.779.500	6,08%	23.853
Total	588.724.500	100 %	392.483

Tableau 58: Ventilation de l'OPR du titre dématérialisés Eriad Sétif

IOB	Valeur des ordres dématérialisés validés DA	%	<i>Volume</i>
BADR	7.219.500	0,95%	24.065
BEA	293.323.500	38,66%	977.745
BNA	193.023.000	25,44%	643.410
BDL	26.659.500	3,51%	88.865
CNEP	34.360.500	4,53%	114.535
CPA	204.175.500	26,91%	680.585
Total	758.761.500	100%	2.529.205

³⁶⁰ Mabrouk HOCINE, Code des banques, recueil de textes législatifs, réglementaires et d'applications sur les banques et la bourse, BERTI Editions, Alger, 2016, page 585 .

NB:

Pour les titres matérialisés, l'action ERIAD SETIF a été fractionnée en 05 actions ($1 = 5$), soit $392.483 \times 5 = 1.962.415$ actions.

1.1. Evaluation du titre Saidal

Le tableau ci-dessous trace l'évolution du niveau d'activité du titre Saidal auprès de la bourse d'Alger jusqu'à 2017.

Tableau 59: Evolution du titre Saidal auprès de la bourse d'Alger

Années	Nombre ordres	Volume ordres	Volume transigé	volume d'ordres/ volume transigé	Valeur transigée DA	Nombre de transactions
1999	1 838	230 126	24 898	10,82%	20 215 870	683
2000	5 920	1 141 613	165 082	14,46%	129 358 900	1907
2001	9 501	1 285 878	195 341	15,19%	152 091 620	1403
2002	5 289	325 698	47 915	14,71%	23 839 055	1564
2003	767	72 448	6 148	8,49%	2 714 740	165
2004	539	79 727	1 781	2,23%	616 490	31
2005	109	34 580	5 245	15,17%	1 829 205	32
2006	264	136 418	14 266	10,46%	5 633 480	54
2007	1 052	156 345	730	0,47%	312 400	10
2008	462	229 619	31 002	13,50%	12 398 570	114
2009	513	282 714	25 521	9,03%	9 761 345	91
2010	459	324 374	18 038	5,56%	7 763 465	84
2011	476	254 162	29 804	11,73%	20 044 240	155
2012	1 196	434 447	15 031	3,46%	10 195 255	58
2013	692	269 120	6 701	2,49%	3 899 550	48
2014	346	243 810	22 244	9,12%	12 106 480	92
2015	323	273 252	15 739	5,76%	9 343 295	70
2016	299	151 887	17 719	11,67%	10 945 785	56
2017	305	101 979	4 810	4,72%	3 157 865	48

Source : Tableau construit sur la base de données fournie par la société de gestion des valeurs mobilière SGBV.

Le titre Saidal est le deuxième titre listé à la cote officielle de la bourse d'Alger, L'analyse du tableau ci-dessus fait ressortir les éléments suivants :

Le volume transigé du titre Saidal a connu son apogée en 2001 enregistrant 195 341 titres échangés (ratio volume d'ordre sur le volume transigé est de 15,19%).

En 2005, le volume échangé pour le titre Saidal correspond à 5245 titres ce qui représente 38.88% du total échangé (13 487 actions) comparé à l'année 2004, le volume de titres transigés a enregistré une appréciation de 194.49% pour SAIDAL.

En termes de valeur échangée, les transactions réalisées est de 1 829 205 DA, pour le titre « SAIDAL », soit 42.3% (contre 0.6 millions de DA en 2004) .

Le titre de capital SAIDAL a connu une hausse significative en matière de volume transigé atteignant le niveau de 31 002 en 2008 contre un volume de 730 enregistré en 2007. Cette augmentation s'explique par les résultats positifs et les performances considérables réalisés par le groupe SAIDAL et qui ne laissent pas certains investisseurs bien avisés indifférents par rapport à une éventuelle appréciation du cours de l'action sur le marché et ce malgré la politique de distribution des dividendes menée, jusqu'à présent, par l'émetteur jugée peu attractive (11 dinars par titre en 2007).qui sera augmenté à 35 DA par titre en 2008 .

Le volume transigé sur le titre de capital SAIDAL a enregistré une diminution de 29,32% passant de 25 521 titres transigés en 2009 à 18 039 titres durant l'exercice 2010.

Cette diminution est engendré d'une part, par la temporisation et l'attente observées par les investisseurs suite aux différentes mesures prises par les pouvoirs publics à l'effet d'encourager la production pharmaceutique nationale (plan de développement de Saidal dont l'enveloppe allouée a atteint 16,5 milliards de dinars) et d'autre part, en raison des divergences des conditions de cours exigées par le acheteurs et vendeurs empêchant lors de certaines séances de bourse l'appariement des ordres et l'aboutissement des transactions.

De 2011 à 2013, le volume transigé a été divisé par deux, passant de 29 804 titres à 15 031 titres en 2012 puis à 6701 titres en 2013, malgré que le volume de l'offre et de demande sur le titre a été multiplié par deux en 2012.

En 2014 le titre de SAIDAL a triplé sa valeur transigée atteignant ainsi 12,1 millions de DA, comparé avec celle de l'exercice 2013, qui était de l'ordre de 3,9 millions de DA un rebond de plus de 210%³⁶¹.

Au terme de l'année 2015, la valeur transigée du titre Saidal s'est inscrite à plus de 9 millions de dinars contre plus de 12 millions de dinars enregistrée en 2014, soit un repli de 22,82%. Pour sa

³⁶¹ Rapport d'activité 2015 de la société de gestion des valeurs, page 14.

part, le volume transigé a baissé de 29,24%, passant de 22 244 actions échangées en 2014, à 15 739 actions, en 2015. Par conséquent, le nombre de transaction a suivi la même tendance baissière enregistrant une diminution de 23,91%

Le groupe pharmaceutique SAIDAL a enregistré une augmentation de 17% de sa valeur transigée. En effet, la valeur des actions échangées est passée de 9 343295 dinars en 2015 à 10 945 785 dinars en 2016. Cependant ce titre a enregistré un repli sur le nombre des transactions ainsi que le volume des ordres proposés à l'achat et à la vente de 20% et 44,42% respectivement.

L'action Saidal a enregistrée une diminution de 71,15% de sa valeur transigée, la valeur des actions échangées est passée de 10,95 millions de Dinars en 2016 à 3,16 millions de dinars en 2017, cette baisse s'est étendue sur le volume global exprimé et le volume transigé, qui ont connu une régression respective de 32,86% et 72,85% .

En 19 ans de cotation, la bourse d'Alger a transigé un volume de 648 015 fois le titre de Saidal, contre un volume global d'offre et de demande de 6 028 197 , soit un taux moyen d'exécution de 10,75% , jugé très peu .

La valeur transigée du titre est insignifiante, elle est passée de 152 091 620 DA en 2001 à 3 157 865 DA en 2017, du principalement à la régression du volume d'ordres et le volume transigé d'une part et la diminution du cours passant 825DA (cours d'introduction) à 660 DA au 27 /12/2017.

Le graphique ci-dessous résume l'évolution de la valeur et le volume transigé du titre Saidal

Figure 37: Evolution de la valeur transigée du titre Saidal

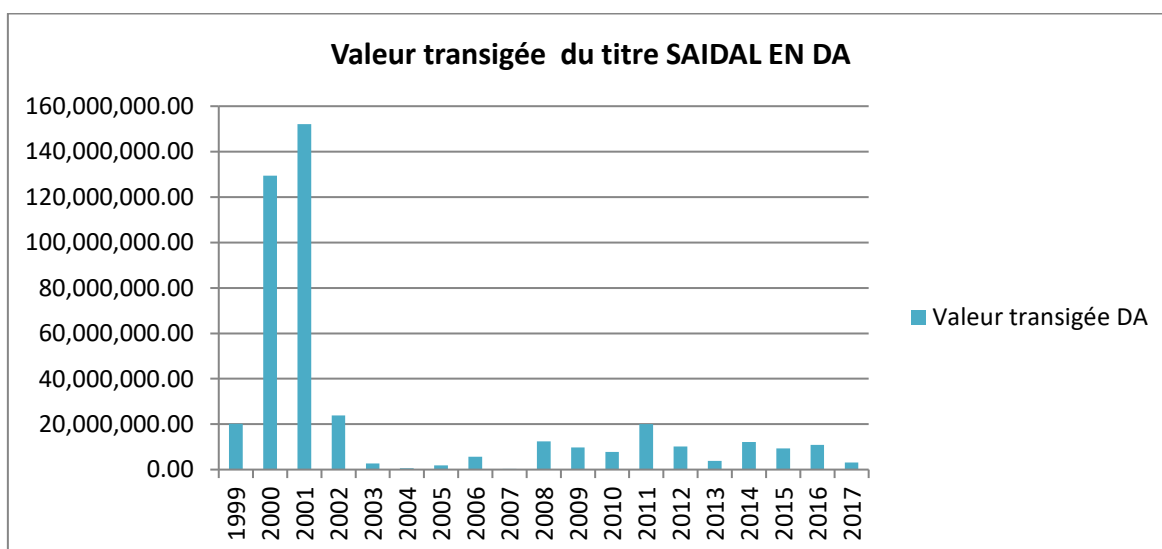
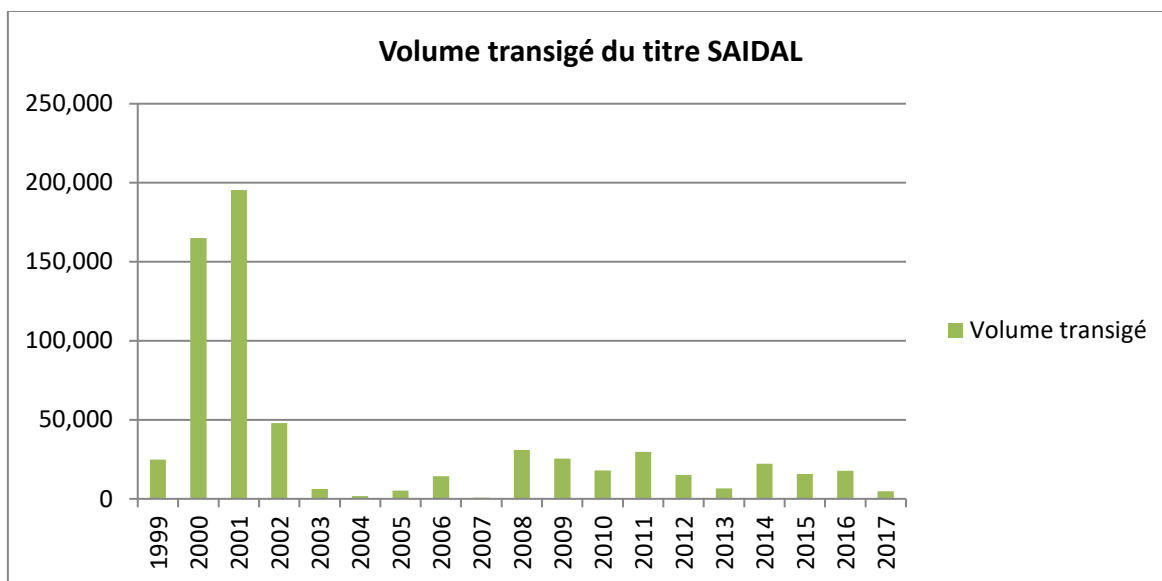


Figure 38: Evolution du volume transigé du titre Saidal



1.1. Evolution du titre Egh El Aurassi :

L'évolution du titre Egh El Aurassi auprès de la société de gestion de valeur mobilière d'Alger est affichée dans le tableau ci-dessous.

Tableau 60: Evolution du titre Egh El Aurassi auprès de la bourse d'Alger

Année	Nombre ordres	Volume ordres	Volume transigé	volume d'ordres/ volume transigé	Valeur transigée DA	Nombre de transactions
2000	1 543	391 301	70 907	18,12%	27 656 095	557
2001	2 386	654 950	141 575	21,62%	52 324 895	959
2002	907	324 949	27 320	8,41%	6 827 460	402
2003	361	244 855	25 356	10,36%	6 535 120	174
2004	198	316 907	17 444	5,50%	4 743 175	92
2005	111	189 785	8 242	4,34%	2 358 995	32
2006	421	511 964	49 285	9,63%	18 121 870	89
2007	438	554 805	35 064	6,32%	14 181 015	103
2008	480	1 227 420	21 101	1,72%	9 016 275	89
2009	413	466 114	9 179	1,97%	4 130 550	69
2010	392	320 030	9 382	2,93%	4 222 500	41
2011	249	170 727	7 718	4,52%	3 659 945	36
2012	327	161 995	7 048	4,35%	3 110 255	46
2013	315	265 603	11 702	4,41%	4 246 440	38

2014	253	157 962	7 826	4,95%	3 339 595	31
2015	276	376 419	9 864	2,62%	4 427 100	37
2016	248	151 406	3 491	2,31%	1 670 980	22
2017	280	154 400	5 585	3,62%	2 932 505	26

Source : Tableau construit sur la base de données fournie par la société de gestion des valeurs mobilière SGBV.

L'évolution de l'activité du titre EGH El Aurassi auprès de la bourse d'Alger est comme suit :

En 2001 la valeur et le montant des échanges a été multiplié par deux par rapport à l'année précédente, passant de 27,75 millions de DA à 52,32 millions de DA, aussi le volume d'ordre exprimé et transigé ont atteint leur apogée durant cette exercice, qui a enregistré le plus haut ratio volume d'ordre exprimé sur le volume transigé 21,62%.

La valeur transigée du titre à beaucoup régressé passant de 52,32 million de DA en 2002 à 6,83 millions de DA jusqu'à atteindre une valeur transigée divisé par trois en 2005 atteignant 2,35 millions de dinars, c'est valable pour le volume échangé passant 141 575 actions en 2001 à 27 320 à 8242 actions échangées en 2006.

En 2006, la valeur transigée a rebondie, elle a été multipliée par 7,5 fois la valeur de 2005, atteignant un record de 2002 à 2017, un montant de 18 millions de DA.

La valeur du titre El Aurassi a dominée les échanges dans le compartiment du titre de capital qui représente 97,84% de La valeur global négociée en 2007, soit 14 181 015 DA pour un montant global de transaction 14 493 415 DA.

Le volume transigé sur le titre EL AURASSI a connu une diminution de 39,82% passant de 35 064 titres négociés en 2007 à 21 101 titres en 2008. Ce fléchissement peut être expliqué par l'attractivité du titre poussant les investisseurs détenteurs à le conserver en leurs portefeuilles et à le demander massivement sur le marché ce qui a engendré à la fois l'augmentation du volume des titres demandés (contre une offre modeste) et la régression du volume transigé.

L'attractivité des dividendes distribués par EGH El Aurassi (50 DA par action au titre de l'exercice 2009 soit plus de 11% de rendement) supérieur à celui distribué par Saidal (35 DA l'action pour un rendement de 7,78%) a poussé les détenteurs des actions à favoriser leur garde ce qui s'est traduit par une baisse de l'offre sur le compartiment secondaire et par conséquent la régression de la valeur et volume transigés.

Le volume transigé sur le titre Egh El Aurassi a connu une légère augmentation de 2,21 % passant de 9179 titres négociés en 2009 à 9382 titres en 2010. Cette infime progression peut être expliquée, à la fois, par la faiblesse du flottant disponible à la négociation, mais aussi par les anticipations de fléchissement des niveaux des bénéfices et par conséquent des dividendes distribués durant les prochaines années suite aux travaux de rénovation de l'hôtel engagés depuis plus de dix huit mois accusant un grand retard.

De 2010 à 2012, l'activité du titre El Aurassi n'a cessé de baisser, ainsi, le volume d'ordre a été divisé par deux passant de 320 mille actions à 170 titres en 2011 puis à 161 mille actions en 2012.

Le volume global échangé sur le titre EL AURASSI est passé de 7048 titres, en 2012, à 11 702 titres, en 2013, soit une augmentation de 66%. En conséquence, la valeur transigée sur le même titre a connu une augmentation de 36,5%, passant de 3 110 255 DA, en 2012, à 4 246 440 DA, en 2013.

Au cours de l'exercice 2015, le titre EGH El-Aurassi a surperformé son niveau d'activité depuis 2013. D'un montant de 4,42 millions de dinars, la valeur transigée s'est appréciée de 32,56%, soit plus d'un million de dinar comparé à celle de l'année 2014. Le volume des ordres proposés a progressé de 138,30% contre une légère hausse de leur nombre.

Le titre EGH CHAINE El-Aurassi a connu une récession de son niveau d'activité au cours de l'exercice 2016, avec un montant transigé de plus de 1,6 millions de DA contre 4,4 millions de DA en 2015, marquant ainsi une dépréciation de 62,26%. Le volume transigé et le nombre de transactions ont à leur tour régressé de 64,61% et 40,54% respectivement.

La bourse d'Alger a transigé un volume de 6 641 592 actions du titre Egh El Aurassi, contre un volume global transigé de 468 089 titres, soit un taux moyen d'exécution de 7,05%.

Le graphique ci-dessous résume l'évolution de la valeur et le volume transigé du titre EGH EL AURASSI.

Figure 39: Evolution de la valeur transigée du titre Egh El Aurassi

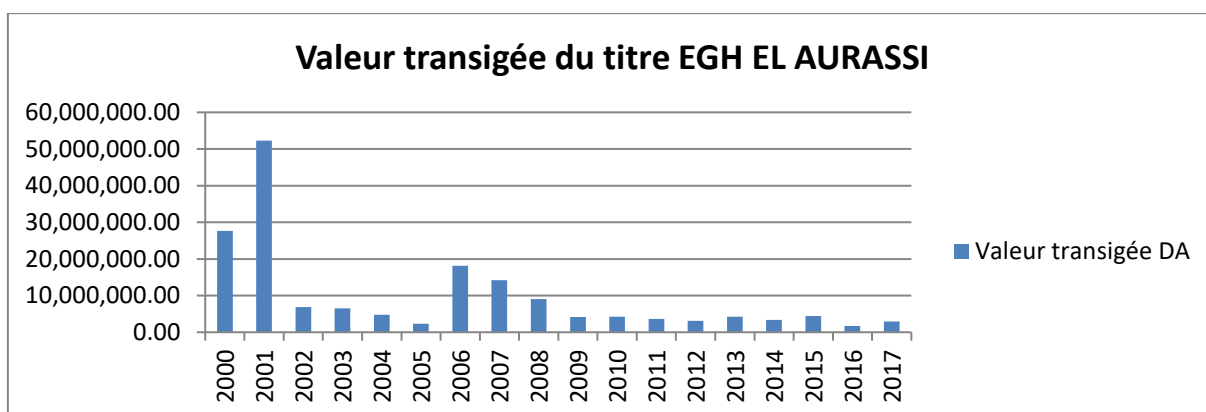
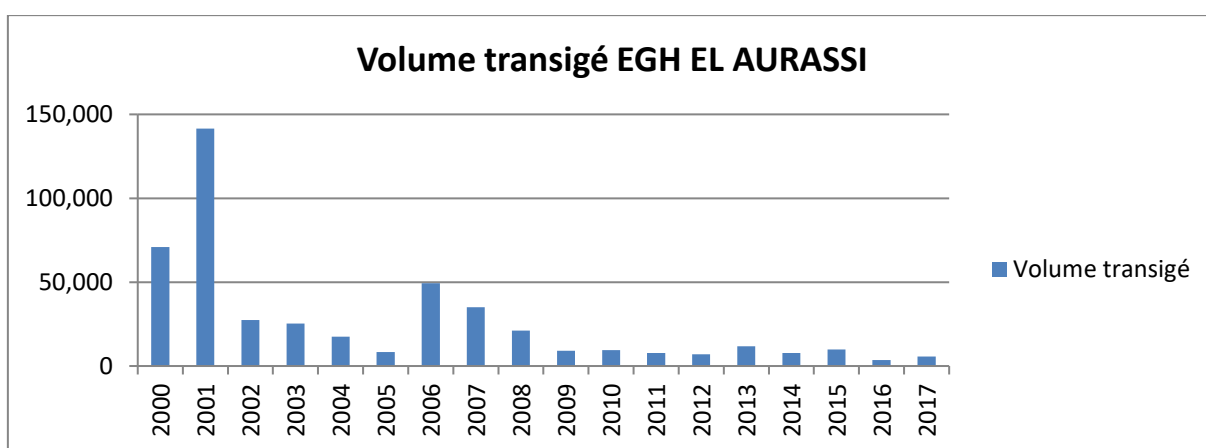


Figure 40: Evolution du volume transigé du titre Egh El Aurassi



1.1. Evolution du titre Alliance assurances

Alliance assurance est la première compagnie d'assurance à faire lister une partie de son capital auprès de la bourse d'Alger, le tableau ci-dessous trace l'évolution du titre .

Tableau 61: Evolution du titre Alliance assurances auprès de la bourse d'Alger

Année	Nombre ordres	Volume ordres	Volume transigé	volume d'ordres/ volume transigé	Valeur transigée DA	Nombre de transactions
2011	668	765 637	194 475	25,40%	161 414 250	222
2012	2 889	1 906 624	27 392	1,44%	22 733 355	39
2013	2 845	1 618 079	40	0,00%	27 400	3
2014	1 647	1 069 352	9 682	0,91%	5 660 690	25
2015	1 015	5 245 062	2 090 461	39,86%	1 202 108 515	52

2016	436	993 647	231 097	23,26%	112 691 920	121
2017	367	1 250 777	271 052	21,67%	115 750 520	102

Source : Tableau construit sur la base de données fournie par la société de gestion des valeurs mobilière SGBV.

La première cotation du titre d'alliance assurances a eu lieu en 2011, enregistrant un volume global d'ordres présentés de 765 737 titres, totalisant un volume de titre échangé de 194 475 titres, d'une valeur transigée de 161 414 250 DA représentant 87,20% de la valeur transigées du marché principal.

La liquidité du titre Alliance assurances est soutenue par l'IOB CPA en vertu d'un contrat de liquidité conclu avec l'émetteur avec un volume du bloc de 3000 actions. Ce contrat de liquidité est valable pour six mois renouvelable une seule fois, il est à signaler que l'intervention dans le cadre du contrat de liquidité pour l'exercice de 2011 représente 78,21% du volume global transigé.

En 2012, le volume et la valeur transigée ont été divisés par sept avec un volume d'ordre qui a presque triplé totalisant 1 879 232 actions à la vente et 27 392 actions à l'achat.(marché vendeur).

Pour les années 2011 et 2012, aucun dividende n'a été distribué par Alliance assurances

Durant l'exercice 2013, le volume global des ordres présentés est de 1 569 696 avec un volume de 70 ordres à l'achat contre 1 569 626 ordres à la vente, ce qui démontre d'une part la tendance vendeuse du titre et d'autre part sa non liquidité, car Le titre Alliance assurances a connu durant les neufs premiers mois de l'année 2013, **une absence** totale d'activité, ce n'est qu'à la deuxième semaine du mois d'octobre que le titre a enregistré une reprise, caractérisée par une série de baisses successives des cours, clôturant l'année 2013 à 610 DA, enregistrant une variation négative de 26% soit une perte de 215 DA.

L'analyse de l'activité, par titre montre qu'en 2014 la valeur transigée de l'action Alliance Assurances a été multipliée par plus de 200 fois comparativement à son activité durant l'année 2013, inscrite à uniquement 27 000 DA³⁶².

Pour l'exercice 2015, le compartiment actions a connu une nette progression en matière de volume transigé avec un volume global transigé de 2.213.143 titres soit une augmentation de

³⁶² Rapport d'activité 2015 de la société de gestion des valeurs, page 05.

2.123.032 titres par rapport à l'exercice précédent. Cette augmentation trouve son origine dans une transaction réalisée sur le titre Alliance Assurances pour un volume global de 2.074.229 titres.

Par ailleurs, le parquet a enregistré le 29 juin 2015 une transaction de blocs, d'une valeur de 1 192 060 100 DA, portant sur un volume de 2 073 148 titres, détenus par Mr Hassen KHLIFATI en sa qualité de personne physique, cédés au profit de sa holding patrimoniale EURL Khelifati Investment Corporation, ce transfert a pour but de restructurer et réorganiser son patrimoine personnel.

Cette transaction a fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil de participation dans le capital d'Alliance Assurances par avis SGBV n°34/15 du 15-07-2015. REF la société Eurl Khelifati Investment Corporation a déclaré, le 12 juillet 2015, à la COSOB, avoir acquis sur le marché, en date du 29 juin 2015, 2.074.229 actions Alliance Assurances au cours de 575 DA franchissant ainsi à la hausse le seuil de participation de 33,3% dans le capital de la dite société. Suite à cette transaction de bloc, l'Eurl Khelifati Investment Corporation détient 2.074.229 actions de la société Alliance Assurances, soit 35,73% du capital de la dite Société.

En 2015, hormis la transaction de Blocs du titre Alliance Assurances, le marché principal a transigé pour plus de 59 millions de dinars, soit une progression de 44,64 %. Le volume transigé a été augmenté de 49884 titres, atteignant un niveau d'échange de 139995 titres, soit un accroissement de 55,36%.

Alliance Assurances termine l'année 2016 en baisse de 90,63%, avec seulement un montant de 112,7 millions de DA transigé correspondant à une quantité de 231 097 actions échangées, comparé à l'année précédente, où il a transigé pour un montant de plus de 1,2 milliards de DA

Comparé à l'année précédente où le titre d'alliance assurances a transigé une valeur de 112,7 millions de dinars, l'action a enregistré une légère augmentation de 2,71% en 2017 atteignant une valeur transigée de 115,7 millions de dinars pour un volume de 271 052 titres échangés

En sept ans d'existence, 12 849 178 titres ont été présentés sur le marché boursier pour négociation, transigeant plus de 2 824 199 actions, un record jamais atteint sur la place d'Alger.

Le titre alliance assurance a perdu près de 50% de sa valeur en sept de cotation passant de 830 DA, cours d'introduction à 420 DA à la fin de l'année 2017.

Le graphique ci-dessous résume l'évolution de la valeur et le volume transigé du titre Alliance assurances .

Figure 41: Evolution de la valeur transigée du titre Alliance assurances

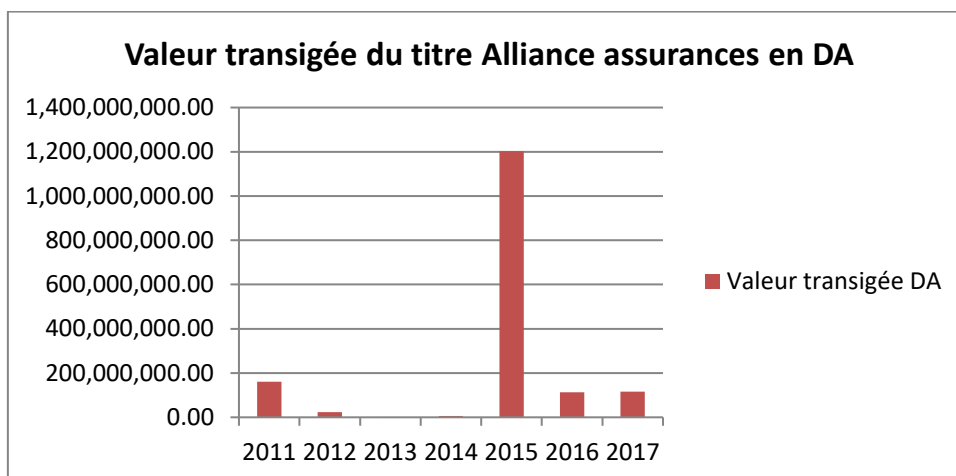
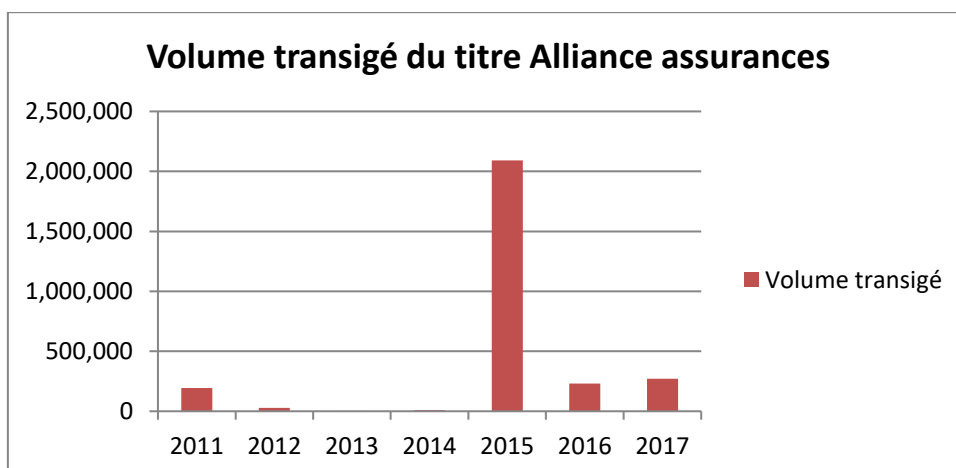


Figure 42: Evolution du volume transigé du titre Alliance assurances



1.1. Evolution du titre Nca Rouiba

Le titre NCA ROUIBA a fait l'objet de cotation pour la première fois en 2013 enregistrant une activité mitigée comme le montre le tableau ci-dessous.

Tableau 62: Evolution du titre Nca Rouiba auprès de la bourse d'Alger

Année	Nombre ordres	Volume ordres	Volume transigé	volume d'ordres/ volume transigé	Valeur transigée DA	Nombre de transactions
2013	135	482 810	102 238	21,18%	40 943 600	43
2014	1 156	1 449 627	50 359	3,47%	20 303 575	103
2015	1 103	1 624 761	97 079	5,97%	36 077 915	100
2016	688	581 095	63 405	10,91%	21 004 785	77
2017	704	612 154	37 014	6,05%	11 890 390	77

Source : Tableau construit sur la base de données fournie par la société de gestion des valeurs mobilière SGBV.

L'introduction en bourse du titre NCA ROUIBA en juin 2013, a contribué à l'augmentation de l'activité sur le marché principal de la cote officielle. Il s'est accaparé la plus grande proportion du volume et de valeur globale, avec 102 238 titres échangé (84,7%) et 40 943 600DA de valeur transigée soit (83,34%) .Depuis son introduction, le titre NCA ROUIBA a connu une activité soutenue par le contrat de liquidité et ce, à plus de 50%.

En 2014, le titre NCA-Rouiba a enregistré 50% de baisse de valeur transigée par rapport à 2013, année de son introduction à la cote officielle.

Durant l'année 2015, le titre NCA-Rouiba, a multiplié son volume transigé de 92,77%, enregistrant une valeur totale de plus de 36 millions de dinars, contre 20 millions de dinars transigés en 2014. Bien qu'une légère baisse ait été affichée sur le nombre de transactions conclues et le nombre d'ordres présentés par rapport à l'année 2014, il a été constaté une augmentation relative des volumes d'ordre proposés et une amélioration des niveaux de volume conclus.

Au terme de l'année 2016, la valeur transigée du titre NCA Rouiba s'est inscrite à plus de 21 millions de dinars contre plus de 36 millions de dinars enregistrée en 2015, soit un repli de 41,78%.

Pour sa part, le volume transigé a baissé de 34,69%, passant de 97 079 actions échangées en 2015, à 63 405 actions, en 2016. Par conséquent, le nombre de transaction a suivi la même tendance baissière enregistrant une diminution de 23%.

La valeur transigée du titre NCA Rouiba a enregistré une régression de 43,39 % passant de 21 004 785 dinars en 2016 à 11 890 390 dinars, réalisée au cours de 31 séances de cotation de l'année 2017.

Le graphique ci-dessous résume l'évolution de la valeur et le volume transigé du titre Nca Rouiba

Figure 43: Evolution de la valeur transigée du titre Nca Rouiba

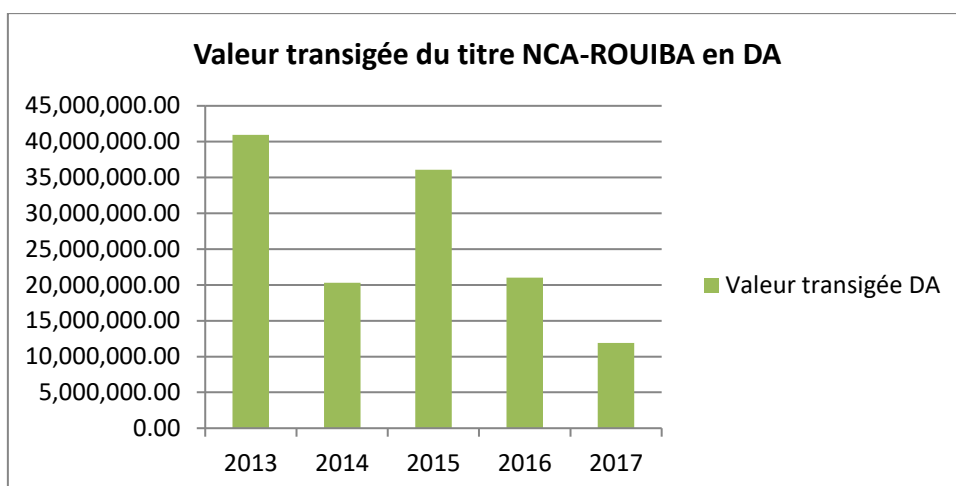
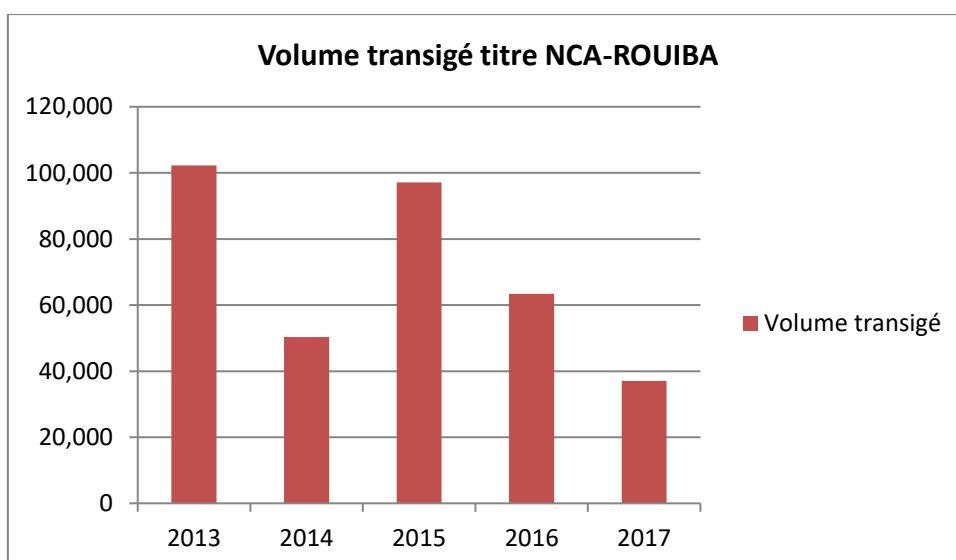


Figure 44: Evolution du volume transigé du titre Nca Rouiba



1.2. Evolution du titre Biopharm

Le titre Biopharm est le dernier titre qui s'est fait coté en bourse en 2016, renforçant ainsi le marché du titre de capital portant le nombre à cinq sociétés cotés en bourse, l'évolution de l'activité du titre Biopharm figure dans le tableau ci-dessous.

Tableau 63: Evolution du titre Biopharm auprès de la bourse d'Alger

Année	Titre	Nombre ordres	Volume ordres	Volume transigé	volume d'ordres/ volume transigé	Valeur transigée DA	Nombre de transactions
2016	BIOPHARM	366	1 185 919	473 148	39,90%	659 186 960	63
2017	BIOPHARM	1 494	1 581 662	149 684	9,46%	168 529 980	185
Total			2 767 581	622 832	22,50%		

Source : Tableau construit sur la base de données fournie par la société de gestion des valeurs mobilière SGBV.

- ✚ Au terme de sa première année de cotation et sur seulement huit mois, l'action Biopharm s'est accaparée de plus de 81% de la valeur transigée globale du marché principal soit 659 millions de dinars.
- ✚ L'action biopharm a enregistrée le plus haut ratio volume transigé sur volume transigé qui est de 39,90% , jamais atteint par les valeurs mobilières cotées à la bourse d'Alger.
- ✚ Le titre Biopharm a réalisé la majorité de sa valeur transigée en 2016 par des opérations de blocs, il a enregistré en 2017 un recul de 74,43% atteignant une valeur transigée de 168 millions de dinars

Le graphique ci-dessous résume l'évolution de la valeur et le volume transigé du titre Biopharm

Figure 45: Valeur transigée du titre de Biopharm

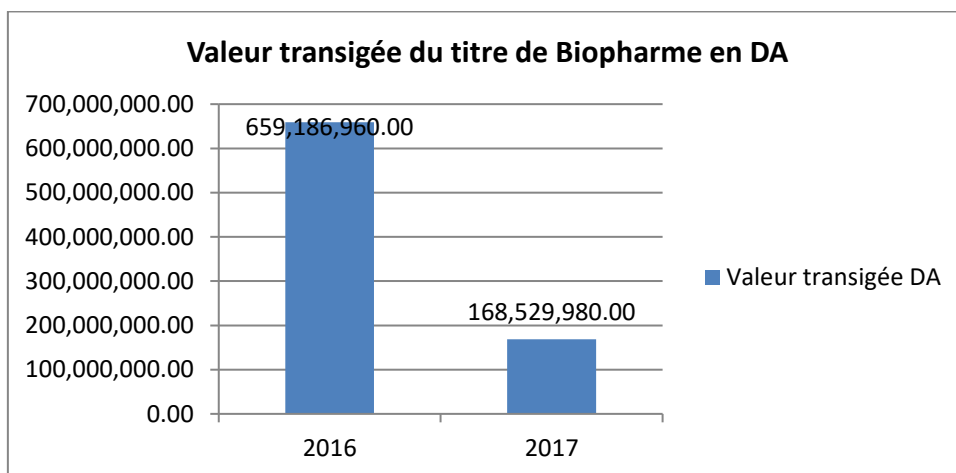
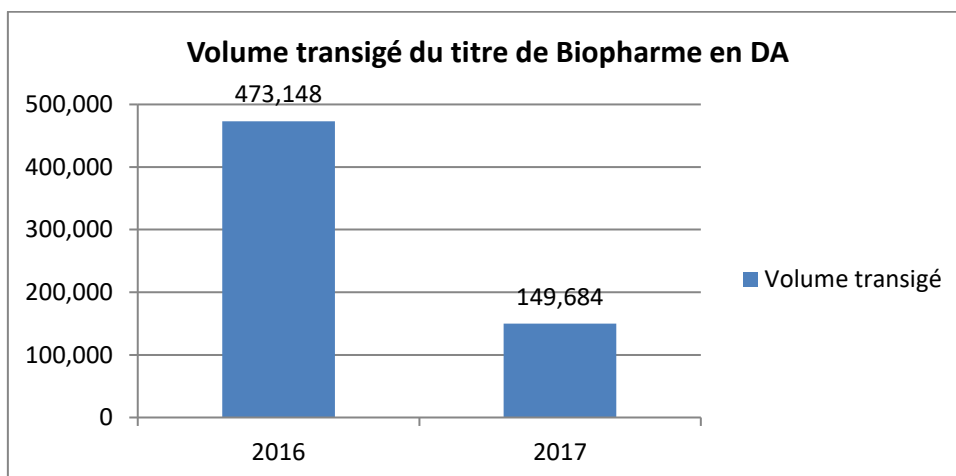


Figure 46: Volume transigé du titre de Biopharm



2. Fréquence de cotation par titre :

L'étude du nombre de cotation et la fréquence de cotation est un élément important dans l'analyse de la profondeur du marché financier, le nombre limité de titres de capital coté en bourse (05 titres jusqu'en 2017) et le faible volume de l'offre et la demande sur les titres, par conséquent on a enregistré un volume transigé des titres très bas, ce qui a influencé mécaniquement la fréquence de cotation.

Le tableau ci-dessous résume le nombre de séance tenue auprès de la SGBV, le nombre de séance de cotation fructueuse par titre et la fréquence de cotation.

Tableau 64: Nombre de séance fructueuse par titre et fréquence de cotation

Année	Nbr de séance	SAIDAL		AURASSI		Erriad setif		ALLIANCE ASSURANCES		NCA ROUIBA		BIOPHARM	
		Nbre séance	Fréq.	Nbre séance	Fréq.	Nbre séance	Fréq.	Nbre séance	Fréq.	Nbre séance	Fréq.	Nbre séance	Fréq.
1999	16		0		0		0	0	0	-	0	0	0
2000	52		0		0		0	0	0	-	0	0	0
2001	53		0		0		0	0	0	-	0	0	0
2002	90		0		0		0	0	0	-	0	0	0
2003	105		0		0		0	0	0	-	0	0	0
2004	104	10	10	37	36	10	10	0	0	-	0	0	0
2005	104	15	14	20	19	0	0	0	0	-	0	0	0
2006	104	26	25	38	37	0	0	0	0	-	0	0	0
2007	105	3	3	46	44	0	0	0	0	-	0	0	0
2008	102	35	34	51	50	0	0	0	0	-	0	0	0
2009	104	34	33	33	32	0	0	0	0	-	0	0	0
2010	103	22	21	15	15	0	0	0	0	-	0	0	0
2011	102	26	25	21	21	0	0	10	10	-	0	0	0
2012	105	14	13	16	15	0	0	10	10	-	0	0	0
2013	103	36	35	22	21	0	0	19	18	32	31	0	0
2014	104	43	41	20	19	0	0	10	10	47	45	0	0
2015	104	36	35	22	21	0	0	19	18	32	31	0	0
2016	102	32	31	16	16	0	0	53	52	27	26	23	32
2017	103	27	26	16	16	0	0	52	50	31	30	53	51
Total	1765	359	20	373	21	10	1	173	24	169	33	76	37

Sources : Tableau conçu pour nous-mêmes sur la base de données fournies par les rapports annuels de la SGBV et la COSOB.

NB : De 1999, date de la première cotation des titres de capital au 31/ 12 /2003, le nombre de cotation par titre est absent des rapports officiels de la SGBV et la COSOB.

Tandis que le nombre de séance de cotation qui s'est tenu auprès de la bourse d'Alger est de 16 séances en 1999, 52 séances en 2000 , 53 séances en 2001 , 90 séances en 2002, 105 séances en 2003.

-Depuis la première séance de cotation qui s'est tenue le 13/09/1999 au 31/12/2017, la bourse d'Alger a connu 1765 séances de cotation soit 38% de séances infructueuses (ci-joint **annexe n°14**).

- En moyenne la fréquence de cotation fructueuses est de 20% pour les titres les plus anciens coté en bourse, le plus haut de taux de fréquence a été enregistré par le titre EGH El Aurassi 50% en 2008 , 41% en 2014 pour le titre de Saidal.

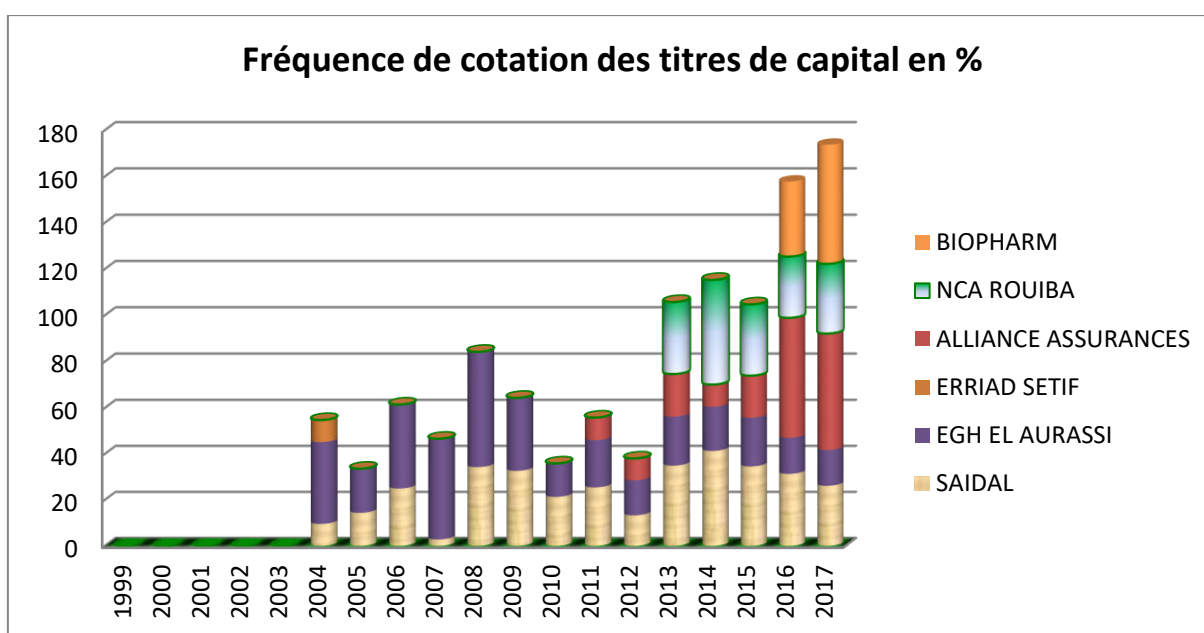
- La reprise de la 2^{ème} séance de cotation hebdomadaire a eu lieu le 17/05/2006 suspendue en 2002. Elle a eu un petit effet sur l'augmentation de la fréquence de cotation jugée nécessaire pour le développement du marché secondaire.

- En raison de la faiblesse de liquidité sur le marché, plus de 40% des séances de cotation organisées pendant l'année 2014 ont été fructueuses pour les titres de Saidal et NCA Rouiba, en revanche le taux de fructuosité pour alliance assurance et EGH Aurassi n' a pas dépassé 1/10 et 1/5 respectivement.

- Le titre Alliance Assurances a connu la fréquence de cotation la plus élevée parmi les titres de capital cotés. Sur 102 séances de cotation tenues, Alliance Assurances a été échangé 53 fois, soit une fréquence de cotation de 51,96%. Cette fréquence de cotation a fait de ce titre le plus actif sur le marché principal.

- IL y donc lieu de noter que le nombre de séances infructueuses a été dominant et ce pour les cinq titres cotés.

Figure 47: Fréquence de cotation des titres de capital



3. Activité du marché PME

Le marché des Petites & Moyennes Entreprises (PME) est un marché créé, par le règlement COSOB n°12-01 du 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement 97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs. Il a été mis en œuvre le 07 avril 2013, par la Décision SGBV n° 02/2012 portant règles de négociation des titres de capital cotés au marché PME de la Bourse d'Alger, offrant ainsi les conditions pratiques permettant au marché PME de fonctionner.

Depuis la création du compartiment du marché dédié aux petites et moyennes entreprises, aucune société n'a été introduite en bourse et par conséquent aucune activité n'a été enregistrée auprès de ce compartiment.

Malgré l'allègement des conditions d'introduction au niveau de la bourse d'alger dans le but de permettre aux PME de lever les fonds nécessaires à leur développement³⁶³.

³⁶³ Revue de la chambre de commerce & d'industrie de l'Oranie, n°81-4^{ème} trimestre 2013, page 03.

Section 03 : Evolution du marché secondaire obligataire :

1. Evolution de l'activité du compartiment obligataire

Le marché secondaire des titres de créances négociables a connu la cotation de cinq titres émis par quatre entreprises dont trois publiques (Algérie Telecom, Air Algérie, Sonelgaz) et une privée (Spa Dahli), sur les 29 émissions obligataires réalisées sur le marché primaire.

Le tableau ci-dessous trace l'évolution de l'activité du compartiment des titres de créances négociable, en l'occurrence les obligations.

Tableau 65: Evolution de l'activité du marché obligataire Algérien (marché secondaire)

Années	Titre	Nombre ordres	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée DA	Nbre de transactions
1999	SONATRACH	29	1 338	596	65 080 000	9
1999	Total :	29	1 338	596	65 080 000	9
2000	SONATRACH	352	10 412	3 427	369 112 600	139
2000	Total :	352	10 412	3 427	369 112 600	139
2001	SONATRACH	276	7 810	2 510	281 379 200	127
2001	Total :	276	7 810	2 510	281 379 200	127
2002	SONATRACH	181	2 214	729	76 124 300	29
2002	Total :	181	2 214	729	76 124 300	29
2003	Total :	0	0	0	0	0
2004	Total :	0	0	0	0	0
2005	Total :	0	0	0	0	0
2006	ALGERIE TELECOM	60	18 919	2 550	25 678 500	12
2006	SONELGAZ 11	484	95 122	9 899	99 956 460	78
2006	Total :	544	114 041	12 449	125 634 960	90
2007	AIR ALGERIE	786	141 977	13 328	133 396 000	133
2007	ALGERIE TELECOM	1 064	368 383	61 071	610 492 980	64
2007	SONELGAZ 11	608	144 351	20 250	202 034 720	100
2007	Total :	2 458	654 711	94 649	945 923 700	297
2008	AIR ALGERIE	604	262 474	41 640	419 469 230	149
2008	ALGERIE TELECOM	506	233 917	36 528	365 759 080	100
2008	SONELGAZ	75	66 287	25 546	127 738 450	15
2008	SONELGAZ 11	354	126 337	28 293	284 129 900	78

2008	Total :	1 539	689 015	132 007	1 197 096 660	342
2009	AIR ALGERIE	406	140 956	13 152	134 085 620	75
2009	ALGERIE TELECOM	547	209 676	45 047	454 795 910	87
2009	SONELGAZ	330	118 959	42 554	212 770 000	112
2009	SONELGAZ 11	332	111 122	7 810	78 107 200	48
2009	Spa DAHLI	813	67 738	300	3 000 000	6
2009	Total :	2 428	648 451	108 863	882 758 730	328
2010	AIR ALGERIE	224	69 354	5 761	58 915 910	33
2010	ALGERIE TELECOM	296	106 320	18 374	183 940 170	61
2010	SONELGAZ	294	145 230	49 483	247 519 000	67
2010	SONELGAZ 11	248	72 598	15 561	156 491 630	62
2010	Spa DAHLI	719	44 071	1 130	11 216 900	13
2010	Total :	1 781	437 573	90 309	658 083 610	236
2011	ALGERIE TELECOM	95	17 653	4 111	41 228 120	21
2011	SONELGAZ	347	133 084	14 607	73 045 310	49
2011	SONELGAZ 11	33	4 975	539	5 401 120	5
2011	Spa DAHLI	475	23 816	1 700	16 430 000	32
2011	Total :	950	179 528	20 957	136 104 550	107
2012	SONELGAZ	176	242 761	109 128	548 680 065	36
2012	Spa DAHLI	490	33 666	9 228	88 468 030	98
2012	Total :	666	276 427	118 356	637 148 095	134
2013	SONELGAZ	112	24 992	3 048	15 241 000	16
2013	Spa DAHLI	172	12 461	3 860	36 670 000	29
2013	Total :	284	37 453	6 908	51 911 000	45
2014	SONELGAZ	39	8 008	1 629	8 145 000	6
2014	Spa DAHLI	265	35 763	10 210	99 391 000	43
2014	Total :	304	43 771	11 839	107 536 000	49
2015	Spa DAHLI	254	17 115	758	7 580 000	19
2015	Total :	254	17 115	758	7 580 000	19
2016	SPA DAHLI	0	0	0	0	0
2016	Total :	0	0	0	0	0
2017	Total :	0	0	0	0	0

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base de données fournie par la SGBV .

Après une activité timide concrétisée par la cotation des titres de la première entreprise publique Sonatrach en 1999³⁶⁴, atteignant un volume transigé de 65 millions de dinars, et 369 millions de dinars en 2000, le marché secondaire s'est caractérisé par une activité nulle au cours de la période 2002 à 2005, dû à l'arrivée à échéance des titres de Sonatrach en 2002 et la rupture d'alimentation dans ce compartiment.

- ✚ Le taux de rendement offert par la société émettrice (13% par an) a découragé les détenteurs du titre à le vendre sur le marché en l'absence d'emprunt obligataire coté en bourse jusqu'en 2006.
- ✚ L'engouement des investisseurs (grand public et institutionnels) pour les emprunts obligataires observés sur le marché primaire national depuis 2004 a permis au compartiment secondaire d'enregistrer, dès le mois de mai de l'année 2006, des opérations d'admission de titres de créances (obligations) émis auprès du grand public.
- ✚ Ainsi cinq emprunts obligataires ont été listés au niveau de la cote officielle de la bourse d'Alger, ces introductions ont eu un effet stimulant sur l'activité boursière dont les niveaux ont enregistré des sursauts totalisant un encours global de 84 milliards de dinars soit 1,2 milliards de dollars.
- ✚ Le volume de transactions marque une nette reprise en 2006 soit, 126 millions de DA et 946 millions de dinars en 2007, puis le volume des échanges a progressé en 2008 pour atteindre un niveau de 1,2 milliards de dinars, soit le triple du volume réalisé en 2000, et ce suite à la cotation successive des titres d'Algérie Télécom et de Sonelgaz en 2006 et les titres d'Air Algérie en 2007 et en fin un deuxième emprunt obligataire émis par Sonelgaz coté en 2007.
- ✚ L'introduction de Sonelgaz, Air Algérie et Algérie télécom à la cote ont contribué fortement au rehaussement du niveau d'activité de la bourse d'Alger en réalisant 90% de la valeur transigée globale³⁶⁵ en 2006.
- ✚ Le volume et le nombre transigé a amorcé une diminution de 2009 à 2011, passant de 882 millions de dinars de valeur transigée en 2009 à 136 millions de dinars en 2011, malgré l'inscription à la cote officielle de la bourse d'Alger de deux nouveaux titres.

³⁶⁴ Touil Meriem, Quels enjeux pour le développement du système bancaire et financier Algérien ? revue finance & marchés, volume 2, numéro 3 page 51.

³⁶⁵ Rapport annuel 2013 de la Société de gestion des valeurs mobilières SGBV, page 12.

- ✚ Cette situation s'explique par, l'arrivée à échéance des titres d'Air Algérie et d'Algérie télécom, qui ont vu divisé par deux leur valeur transigée.
- ✚ Cette diminution a été amortie par l'évolution de la valeur transigée du titre de Spa Dahli, qui est passée de 3 millions de dinars en 2009 à 11,2 millions de dinars en 2010 et 16,43 millions de DA en 2011 et la multiplication par deux du volume d'échange du titre Sonelgaz 11 entre 2009 et 2010.
- ✚ L'année 2012 a enregistré une valeur transigée de 737 millions de dinars avoisinant le niveau de 2010, en comptabilisant juste deux titres cotés, celui de Spa Dahli et Sonelgaz, dont le volume d'échange a rebondi passant de 73 milliards en 2011 à 548 Millions en 2012 soit 7,5 fois pour le titre de Sonelgaz et atteignant 88 millions de dinars en 2012 contre 16 millions de dinars pour le titre de Dahli soit 5 fois et demi.
- ✚ Après une reprise des échanges sur le marché obligataire en 2012, il a commencé à diminuer jusqu'à ce qu'il enregistre un niveau d'échange nul en 2016 et 2017, suite à l'arrivée à terme du titre de Sonelgaz en 2015 et celui de Dahli en 2016.

Le tableau ci-dessous montre les principaux événements ayant induits le développement ou la régression voir l'absence de valeur transigées des titres cotés sur le marché des titres de créances négociables, soit par la cotation de nouveaux titres soit par l'arrivée à terme (à échéances) des titres déjà coté sur le marché secondaire.

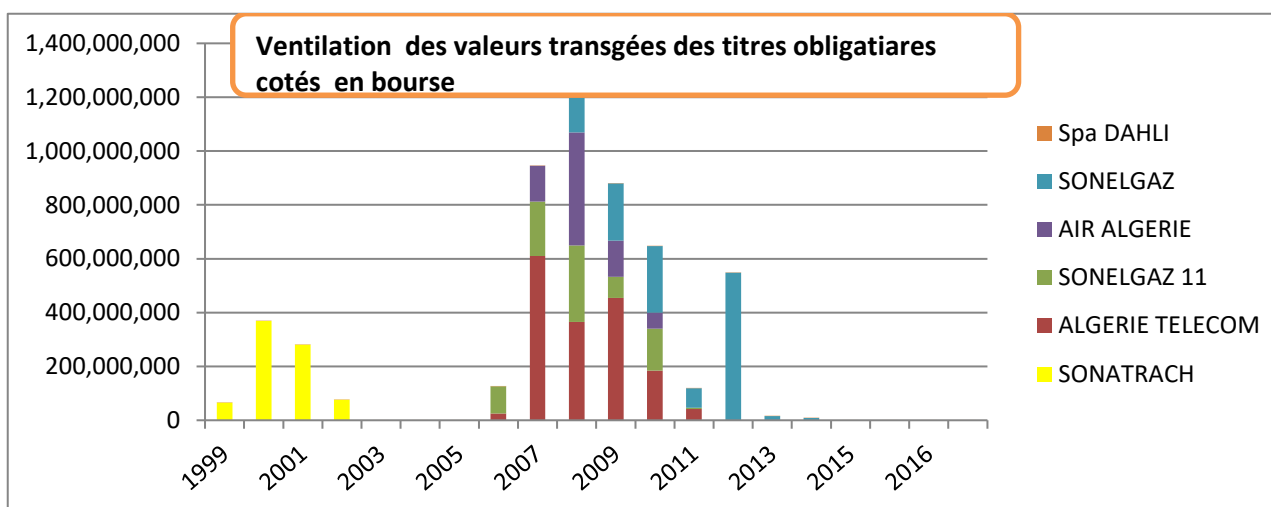
Tableau 66: Les principaux événements ayant influencés l'évolution du marché secondaire des obligations

Année	Volume transigé	Valeur transigée DA	Nbre de transactions	Obs
2002	729	76 124 300	29	Échéance du titre de Sonatrach en 2002
2002à2005	-	-	-	Aucun titre coté en bourse
2006	12 449	125 634 960	90	Cotation pour la 1ère fois du titre de Sonelgaz et d'Algérie télécom
2007	94 649	945 923 700	297	Cotation pour la 1ère fois du titre d'Air Algérie
2008	132 007	1 197 096 660	342	Cotation du 2 ^{ème} titre de Sonelgaz
2009	108 863	882 758 730	328	Cotation pour la 1ère fois du titre de SPA DAHLI
2010	90 309	658 083 610	236	Arrivée à échéance du titre d'Air Algérie
2011	20 957	136 104 550	107	Arrivée à échéance du titre d'Algérie Télécom et de Sonelgaz 11
2014	11 839	107 536 000	49	Arrivée à échéance du titre de Sonelgaz
2015	758	7 580 000	19	Arrivée à échéance du titre de spa DAHLI

Source : Elaboré par nous même sur la base de données fournie par les rapports annuels de la SGBV.

Le graphe ci-dessous résume l'évolution de la part de la valeur transgée des titres obligataires listés à la cote officielle de la bourse d'Alger de 1999 à 2017

Figure 48: Evolution de la valeur transgée des obligations cotées en bourse (DA)



Source : Confectionné à partir des données tirées du tableau n° 65, évolution de l'activité du marché obligataire Algérien (marché secondaire).

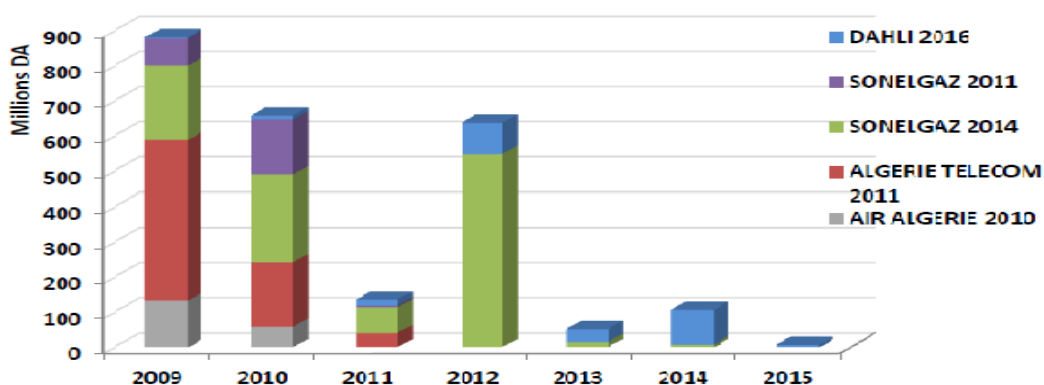
L'analyse du marché secondaire des titres de créances négociables nous amène à étudier l'évolution de l'activité de l'unique société privée avoir émis un emprunt obligataire destiné au grand public, donc listé à la cote officielle de la bourse d'Alger

L'activité boursière du titre de Spa Dahli est comparée à celle des autres titres déjà coté au paravant .

1.1.Analyse de l'activité boursière du titre Dahli :

Le titre de créance corporatif de la Spa Dahli sera comparé aux différents titrés obligataires émis sur le marché obligataire Algérien.

Figure 49: Répartition des parts des titres obligataires cotés en bourse



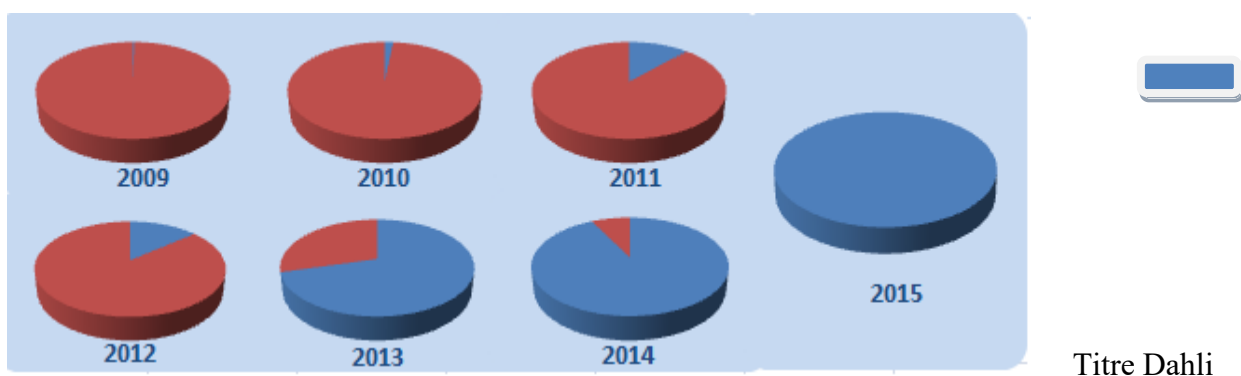
Source : SGBV

Il ya lieu de constater que l'activité boursière du titre DAHLI échéance 2016, en termes de valeur transigée, a connu une progression d'année à l'autre, suite à l'arrivée à échéance des autres valeurs, notamment les titres d'Air Algérie 2010, Algérie télécom et Sonelgaz en 2011, suivi en 2014 par l'arrivée à échéance du 2^{ème} emprunt de Sonelgaz³⁶⁶

Le titre Dahli a enregistré ses deux plus fortes valeurs en 2012 et 2014, soit plus de 88 et 99 millions de dinars respectivement.

En effet, la part du titre Dahli a progressée en termes de valeur transigée qui est passée de 0,33% à 1,77%, 12,07% , 13,89%, 70,64%, 92,43% pour atteindre 100% en 2015, suite a l'arrivée à terme des titres déjà cotés et l'absence de nouveaux emprunts d'emprunts obligataires cotés.

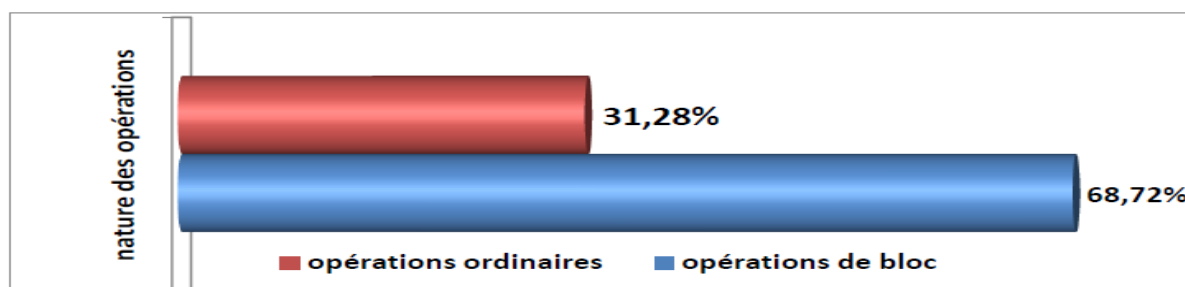
Figure 50: Evolution de la part du titre Dahli



Le titre Dahli a fait l'objet de 27 186 obligations échangée au cours de 7 ans de séjour à la cote officielle de la bourse d'Alger, à noter que 68,15% des opérations d'achat d'obligations ont été dans le cadre de l'activité de contrepartie exercée par les IOB

Aussi, plus de la moitié des obligations échangées ont été réalisée à travers des opérations de blocs.

Figure 51: Nature des opérations



³⁶⁶<https://www.sgbv.dz/commons/fr/document/document1545728039.pdf>

La faiblesse du volume transigé sur le marché secondaire s'explique principalement par :

- Le nombre très réduit de l'offre sur le marché secondaire et les ruptures d'alimentation qu'a connue ce compartiment.
- L'absence de choix et d'opportunité d'investissement en cas de cession de titre sur le marché secondaire.
- Le manque de culture boursière chez une bonne partie d'investisseurs en possession des titres quant à la possibilité d'accès de ces derniers au marché secondaire afin de fructifier leur investissement financier.
- Un taux de rendement satisfaisant (13% pour Sonatrach) dissuadant tout échange de titre.

L'activité du marché financier s'est atrophiée depuis l'année 2009, le marché secondaire n'a enregistré que la cotation d'un seul emprunt obligataire celui de Spa Dahli pour le compartiment des titres de créances négociables et de trois titre de capital .

La léthargie largement observée sur marché primaire et secondaire ne peut être imputable à un seul acteur, la responsabilité de l'ensemble des acteurs se trouve engagée³⁶⁷.

1.2.Bilan des cotations des titres obligataires :

Le nombre de cotation des titres auprès de la société de gestion des valeurs mobilières est deux fois par semaine, vu le nombre réduit des titres cotés et les volumes transigés, donc sur une année on peu avoir entre 102 et 105 séances de cotations, elles sont fructueuses ou non selon la loi de l'offre et de la demande des titres .

Le tableau ci-dessous trace l'évolution des séances de cotations sur le compartiment obligataire en Algérie.

Tableau 67: Evolution des cotations sur le compartiment obligataire

Années	Nombre de cotation /An	Nombre de cotation fructueuse	% de cotation fructueuse	Nombre de cotation Non fructueuse	%de cotation Non fructueuse en
1999	16	4	25	12	75
2000	52	42	80,77	10	19,23
2001	53	45	84,91	8	15,09
2002	90	18	20,00	72	80,00

³⁶⁷ Ahmed KOUDRI, le marché financier en Algérie : situation et perspectives, le cahiers du CREAD n°101-2012, page 13.

2003	105	0	0,00	0	0,00
2004	104	0	0,00	0	0,00
2005	104	0	0,00	0	0,00
2006	104	29	27,88	75	72,12
2007	105	71	67,62	34	32,38
2008	102	84	82,35	18	17,65
2009	104	89	85,58	15	14,42
2010	103	69	66,99	34	33,01
2011	102	49	48,04	53	51,96
2012	105	32	30,48	73	69,52
2013	103	18	17,48	85	82,52
2014	104	18	17,31	86	82,69
2015	104	11	10,58	93	89,42
2016	0	0	0	0	0
2017	0	0	0	0	0
Total	1560	579	37,12	668	42,82

Source : Confectionné par nos soins sur la base de données fournie par la SGBV.

Depuis la première séance de cotation qui s'est tenue le 13/09/1999 au 31/12/2017, le compartiment des titres de créances a totalisé 1560 séances de cotation avec 668 infructueuses soit 43%.

Le compartiment obligataire n'a enregistré un nombre de cotation moyen depuis la première cotation au 31/12/2017, de 37,12%, soit 579 cotations sur 1560 séances en 19 ans d'activité.

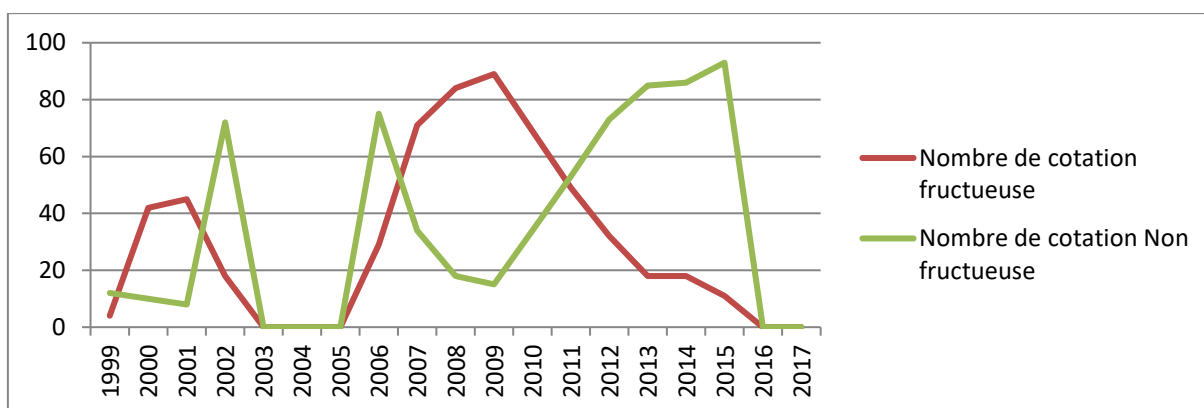
La cotation des titres est liée au volume transigé, entre les années 2000 et 2001, 5937 obligations ont été échangées ce qui implique que 80% des cotations étaient fructueuses,

En moyenne le tiers des cotations sur le compartiment obligataire est fructueux soit 579 sur 1560 séances qu'a connu la bourse d'Algérie depuis 1999 à 2017.

Ce compartiment a enregistré aucune cotation pour les années 2003, 2004, 2005, 2016, 2017 et ce en absence de titre coté.

De 2007 à 2010 le nombre de cotation fructueuse est supérieur à 50%, elle atteint 85 % en 2009, suite à la cotation de nouveaux titres D'air Algérie (2007), Sonelgaz (2008), Spa Dahli (2009) , puis elle entame une décroissance, 11 séances on marquées un échange de titre en 2015, soit 11% , un très faible taux suite à l'arrivée à échéance des titres cotés .

Figure 52: Nombre de cotations fructueuses et infructueuses



2. Activité sur le marché de bloc des OAT

L'introduction en bourse des OAT s'inscrit dans le cadre de réformes financières initiées par le ministère des finances en vue de développer le marché des capitaux qui constitue un complément de financement au financement bancaire.

L'introduction des obligations assimilables du trésor émises sur des maturités de 7,10 et 11 ans est venue le 11 février 2008, consolider les encours des titres de créances cotés au niveau de la bourse d'Alger et propulser le niveau des échanges sur le compartiment boursier, le nombre d'obligations assimilables du trésor cotées en bourse s'élève à 23 et leur encours cumulé atteint 277 milliards de dinars en 2011, soit 3,8 milliards de dollars³⁶⁸ et 4,20 milliards de dollars en 2017.

Le tableau ci-dessous trace l'activité du marché des OAT en Algérie depuis sa création.

Tableau 68: Evolution de l'activité du marché des OAT

Année	Nombre ordres	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée DA	Nombre de transactions	Engagement milliards de dinars	Nbre de lignes
2008	227	10 976	1 585	1 760 340 900	23	145	16
2009	18	10 004	5 002	5 101 577 900	10	226,25	19
2010	19	8 456	3 764	4 314 215 600	6	276	22
2011	4	6 000	3 000	3 512 100 000	2	273.35	23
2012	2	1 000	500	502 700 000	1	297,2	25
2013	0	0	0	0	0	303,76	26
2014	34	16 430	8 215	8 246 328 000	17	381,97	27
2015	58	33 644	16 822	16 978 870 360	29	437	28

³⁶⁸http://www.eldjazaircom.dz/index.php?id_rubrique=291&id_article=2789 L'évolution de l'activité de la Bourse d'Alger consulté le 18/06/2015 .

2016	52	23 670	11 835	11 604 764 510	26	416	26
2017	92	52 526	26 263	23 746 484 050	46	410,9	26

Source : Tableau confectionné sur la base des données fournies par les rapports annuel de la COSOB de 2008 à 2017.

L'analyse du tableau ci-dessus montre que le niveau échangé durant les onze mois suivant l'introduction des Obligations Assimilables du Trésor en Bourse a été de l'ordre de 1585 titres donnant lieu à une valeur globale transigée de 1 760 340 900 dinars Algériens.

Cependant, le niveau des échanges sur le compartiment secondaire des Obligations Assimilables du Trésor a été relativement bas en raison de:

1-La situation de trésorerie excédentaire du Trésor Public et de la politique de désendettement de l'Etat visant à réduire notamment la dette intérieure. Cela a engendré la diminution des recours du Trésor public à l'emprunt sur le marché primaire des valeurs du Trésor provoquant ainsi une tension sur les cours des valeurs du Trésor et un fléchissement des taux de rendement.

2-La rareté de l'offre sur le compartiment primaire et la baisse des taux de rendement a amené les investisseurs détenteurs des Obligations Assimilables du Trésor offrant des rendements supérieurs à les garder en portefeuille au lieu de les échanger.

3-La concentration de la détention des Obligations Assimilables du Trésor au niveau des organismes de sécurité sociale telle que la Caisse Nationale d'Assurance Chômage (qui détient plus de 60% de l'encours) tenus par le respect de la constitution des réserves techniques (jusqu'à 70% de leurs disponibilités en trésorerie devront être placées sous forme de titres souverains) a eu un impact significatif sur le niveau d'échange des OAT sur le compartiment secondaire.

4-Le non élargissement au compartiment secondaire des O.A.T de la clause du cahier des charges fixant le niveau d'activité minimal à 3,5% du volume transigé par mois et 5% par an.

5-La valeur nominale unitaire des Obligations Assimilables du Trésor fixée à 1 million de dinars n'a pas facilité la diffusion de ces titres auprès d'un large public d'investisseurs ce qui réduit l'atomicité du compartiment secondaire des Obligations Assimilables du Trésor (un nombre restreint d'investisseurs peuvent y souscrire).

Après trois années de leur introduction en Bourse, les Obligations Assimilables du Trésor ont connu une consolidation de leur nombre et aussi de leur encours. En effet, le nombre des OAT listées au niveau du compartiment secondaire est passé de 19 titres au 31 décembre 2009 à 22 titres à la même période de l'exercice 2010. L'encours a augmenté de plus de 22,12% passant de 226 milliards de dinars en 2009 à plus de 276 milliards de dinars Algériens en 2010.

Toutefois , les niveaux des échanges au sein du compartiment secondaire des obligations souveraines ont observé un recul significatif de près de 1 milliard de dinars Algériens (soit 13,55%) de la valeur globale transigée par rapport à l'exercice 2009 et ce du fait de la persistance des contraintes engendrées par la dualité de gestion des Obligations Assimilables du Trésor par la Banque d'Algérie et le Dépositaire Central « Algérie Clearing » et ce malgré les différentes actions et démarches menées par les directions des institutions de marché (SGBV et Algérie Clearing) auprès de la Direction Générale du Trésor visant à apurer cette situation.

Ainsi, le niveau du volume échangé en 2010 a atteint les 3 764 obligations contre 5002 titres échangés en 2009 soit une diminution de 24,75%. La valeur transigée a connu la même tendance baissière passant de 5 101 577 900,00 dinars en 2009 à 4 314 215 600,00 dinars en 2010 soit une variation négative de 15,43%.

- Le compartiment des OAT a enregistré une baisse du volume des transactions réalisées en 2011 par rapport à l'année 2010 et ce pour un montant de 802 millions de dinars Algérien. La valeur totale transigée au courant de l'année 2011 au niveau de ce compartiment s'élève 3.512.100.000 DA contre 4.314.215.600 dinars en 2010.

Le nombre des lignes cotées à la bourse d'Alger s'élève à 23 lignes soit une ligne de plus que l'exercice précédent, L'encours global de obligations assimilables du trésor est de 273 354 000 DA . Pour l'exercice 2011, une seule cotation sur OAT a été réalisée à la bourse d'Alger enregistrant un volume transigé de 3000 titres d'une valeur transigée de 3 512 100 000 DA (cours 117,07).

- Ce compartiment a enregistré une baisse du volume des transactions réalisées en 2012 de 598 ,64% par rapport à l'année 2011. une seule opération avec un volume transigé de 500 titres totalisant une valeur totale transigée au courant de l'année 2012 au niveau de ce compartiment s'élève à 502.700.000 DA contre 3.512.100.000 DA en 2011 et 4.314.215.600 DA en 2010 tel que présenté dans le graphe n°53.

Pour l'exercice 2012, 25 lignes sont cotées pour un encours global de 297.204.000.000 DA.

- L'exercice 2013 a été caractérisé par l'absence de transaction sur le marché bloc des OAT pour les trois maturités (7, 10 et 15 ans).

Sous l'effet des nouvelles émissions qu'a connu l'année 2013, l'encours global, issu des vingt six (26) lignes inscrites au marché Bloc OAT, s'élève à 303 759 Millions DA.

Contrairement à l'année 2013 où ce marché n'a connu aucune transaction, l'exercice 2014 a connu une réelle dynamique en enregistrant un volume global d'échange de 8.215 Obligations d'une valeur globale transigée de 8.246.328.000 DA, le marché de Blocs OAT, compte vingt six(26) lignes inscrites, totalisant un encours global de l'ordre de 382 milliards de dinars.

Il s'agit de la plus forte valeur enregistrée depuis l'introduction des OAT à la bourse d'Alger.

Pour l'exercice 2015, le marché primaire des Obligations Assimilables du Trésor a connu l'émission de 03 lignes de maturité 7, 10 et 15 ans par la DGT totalisant 8,3 milliards de dinars et la réouverture de lignes cotées d'un montant de 57,89 milliards de dinars soit un montant total émis de 66,19 milliards de dinars.

Ainsi que la radiation de 02 lignes de maturité 7 et 10 ans, suite à leur arrivée à échéance.

Le marché de Blocs OAT, compte 28 lignes inscrites à la cote, totalisant un encours global de l'ordre de 437,66 milliards de dinars contre 371 milliards de dinars en 2014 soit une progression de 17,82% . Avec un volume de transactions de 16.822 OAT d'une valeur transigée de 16.978.870.360 DA.

Au lendemain du démarrage officiel de la cotation via la plateforme Smart Trésor-x, le 23 novembre 2015, le marché des OAT a enregistré 10 transactions, soit 34% de l'ensemble des transactions conclues. Ceci représente 14% de la valeur transigée durant l'année 2015.

Suite à l'arrivée à échéance des deux lignes de maturité 07et 10 ans, le marché de blocs OAT compte, au 31 décembre 2016, 26 lignes cotées totalisant un encours global de plus de 416 milliards de dinars, contre un montant de 437 milliards de dinars en 2015, soit un recul de 4,82%. Comparé à 2015 .

Après avoir connu une hausse considérable en valeur en 2015 , l'activité sur le marché de bloc des OAT a baissé sensiblement en 2016, ainsi, les montants et les volumes échangés ont baissé de près de 30% . Cela s'explique probablement par la souscription des banques à l'emprunt national pour la croissance , initié par l'Etat durant l'année 2016, qui offrait des taux de rendement très compétitifs.

Le programme d'émission des OAT a connu une diminution nette de l'ordre de 71,42% passant de 66 192 000000 dinars à 18 915 000000 dinars en 2016 résultant uniquement des opérations de réouverture.

L'année 2017, a connu une évolution exceptionnelle du marché de bloc OAT, enregistrant une valeur transigée de 23 milliards de dinars soit une progression de 104,63% par rapport à 2016 et 121,93% pour le volume de transaction.

Au 31/12/2017, le marché de blocs OAT compte 26 lignes cotés totalisant un encours global de plus 410 milliards de dinars contre un montant de 416 milliards de dinars en 2016, soit une diminution de 1,36% (marché d'émission).

Deux (02) lignes d'OAT d'un montant de 31,20 milliards DA sont arrivées à échéance au courant de l'année. Le montant émis en 2017 est quant à lui, de 25,52 milliard DA dont 24,44 milliards DA représente une réouverture de 19 lignes et 1,08 milliards DA représente deux nouvelles émissions de 7 et 10 ans.

Les graphes ci-après tracent l'évolution de l'activité sur le marché de bloc des OAT (Volume et valeur transigé) depuis 2008.

Figure 53: Valeur transigée des OAT en milliards DA

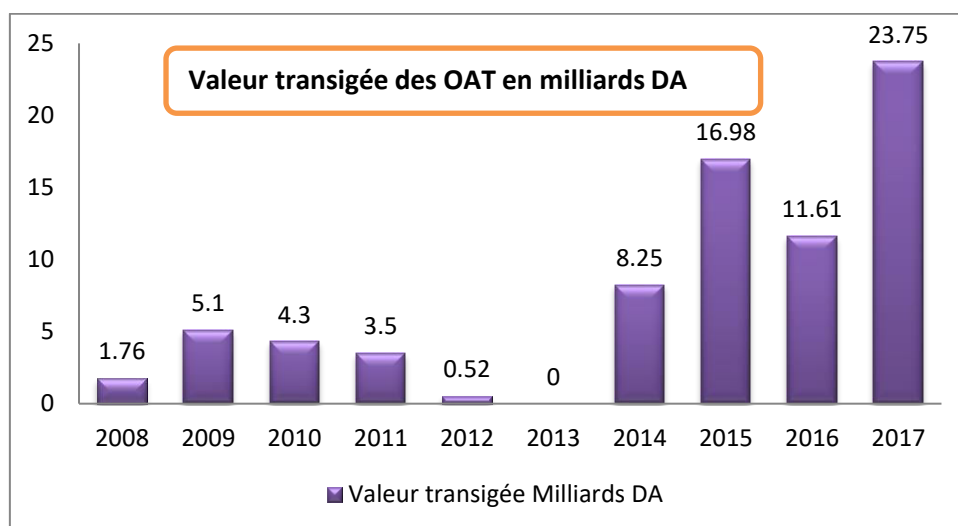
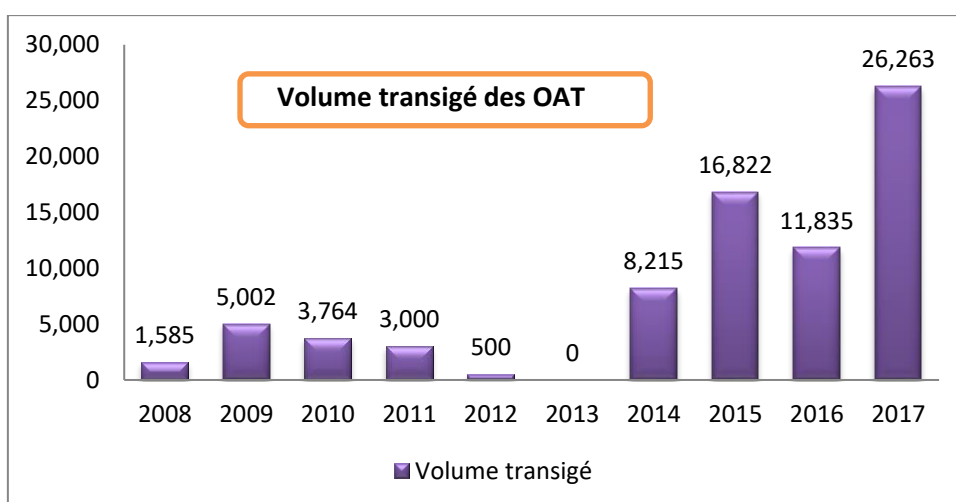


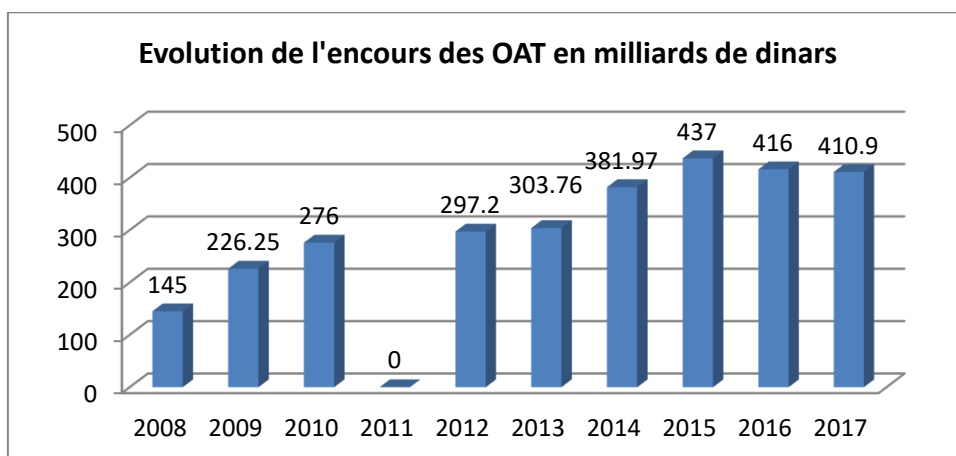
Figure 54: Volume transigé des OAT



Depuis l'ouverture du marché des obligations assimilables de trésor, le nombre de ligne ouverte n'a cessé d'augmenter jusqu'en 2015, puis il s'est stabilisé autour de 26 lignes en 2016 et 2017.

Aussi l'encours des OAT qui a enregistré une augmentation appréciable passant de 145 milliards de dinars en 2008 à 410 milliards de dinars en 2017 malgré l'arrivée à échéance de plusieurs lignes.

Figure 55: Evolution de l'encours des OAT en milliards de dinars



L'intérêt d'émettre des titres de trésor est de diversifier les ressources de financement pour l'état à long terme, ce dernier a plusieurs sources de financement dont la fiscalité et l'emprunt le coût de l'emprunt, comparé aux opportunités que l'Etat tire d'un maintien d'une économie de cette épargne à moyen terme est considérable.

Le marché des valeurs du trésor présente des maturités de 7, 10, 15 ans d'une valeur nominale de un million de DA, négociées par l'entremise des intermédiaires en opérations de bourse et les

compagnies d'assurances ayant le statut de spécialistes en valeurs du trésor, à concurrence de 05 séances par semaine.

Le marché des valeurs du trésor constitue un moyen de financement à la fois du déficit budgétaire à court terme et des besoins d'investissements et d'équipements de l'Etat lui permettant ainsi de gérer rationnellement les deniers publics

L'objectif visé par cette mesure est d'abord de donner une profondeur et redynamiser le marché boursier national en l'alimentant par des titres souverains à moyen et long termes, mais également de permettre l'élaboration d'une courbe de rendement qui va servir de référence comme pour la rentabilité des capitaux investis.

L'introduction en bourse des OAT permettra aux investisseurs d'accéder à des titres liquides et sécurisés. Le nombre de ligne introduit est passé de 16 en 2008 à 26 lignes cotées en 2017³⁶⁹

Depuis l'admission des obligations assimilables du trésor au niveau de la bourse d'Alger en février 2008, beaucoup de contraintes ont continué à subsister jusqu'à 2011, engendrant un recul des indicateurs d'activité, qui consiste essentiellement dans la dualité de gestion des OAT par les services de la banque d'Algérie et le dépositaire central des titres Algérie clearing provoquant, ainsi un surcoût supporté par les intermédiaires et les spécialistes en valeurs du trésor et de réelles difficultés en matière de perception des coupons d'intérêts attachés à ces titres

La modernisation des échanges s'est faite par le lancement de la nouvelle plateforme de négociation des OAT SMART TRESOR-X à partir du 23 novembre 2015 par avis SGBV n° 55/15 qui permet la négociation bilatérale, à distance, des OAT tous les jours ouvrables de la semaine à l'exception du mercredi et cela de 9 h à 12 h

Le marché de blocs OAT se hisse à la tête des marchés de la bourse d'Alger en dominant encore une fois la cote officielle, avec une part de 93,09% de la valeur transigée globale en 2015 et 98,74%³⁷⁰ de la valeur transigée globale en 2017.

3. Activité des intermédiaires en opération de bourse IOB et les SVT

3.1. Activité des intermédiaires en opération de bourse IOB

L'activité des intermédiaires en opérations de bourse est concentrée autour de l'intermédiation (réception et transmission des ordres de bourse) laissant une part marginale pour les autres types

³⁶⁹ Rapport annuel de la Société de gestion des valeurs mobilière SGBV 2017 page 10.

³⁷⁰ Bilan d'activité de la société de gestion de la bourse des valeurs 2014, publié janvier 2015, page 07.

d'activité notamment l'accompagnement des entreprises et le conseil. Elle est en général organisée au sein des banques comme : service, département ou direction .

L'intermédiaire en opérations de bourse est un acteur principal dans le fonctionnement et le développement de l'activité boursière, le tableau ci-dessous récapitule la répartition des achats et des ventes en valeur, volume réalisées en bourse par les IOB.

Tableau 69: Activité des intermédiaires en opération de bourse IOB en Algérie

Année	IOB	Volume échangé	valeur (millions DA)	Part de la valeur %
2017	BADR	16 127	7	1,09%
	BDL	13 959	15	2,41%
	BEA	50 177	52	8,65%
	BNA	5 308	3	0,48%
	BNP Paribas	683 054	404	66,89%
	CNEP-BANQUE	47 472	52	8,53%
	CPA	100 043	50	8,27%
	SGA	14 151	15	2,50%
	TELL MARKETS	5 999	7	1,18%
	TOTAL 2017	936 290	605	100,00%
2016	BADR	21 805	12	0,74%
	BDL	6 920	7	0,45%
	BEA	26 671	18	1,08%
	BNA	20 377	13	0,79%
	BNP Paribas	1 388 759	1488	90,11%
	CNEP-BANQUE	40 551	27	1,65%
	CPA	60 290	30	1,81%
	SGA	4 297	5	0,31%
	TELL MARKETS	8 050	51	3,07%
	TOTAL 2016	1 577 720	1651	100%
2015	BADR	17 160	9	0,36%
	BDL	3 712	2	0,00%
	BEA	27 719	13	0,53%
	BNA	30 689	20	0,81%
	BNP Paribas	4 289 240	2442	96,93%
	CNEP-BANQUE	21 516	12	0,47%
	CPA	37 766	21	0,85%
	SGA	0	0	0,00%
	TELL MARKETS	0	0	0,00%
	TOTAL 2015	4 427 802	2 519	100,00%

2014	BADR	20 929	16	5,37%
	BDL	4 114	24	8,20%
	BEA	49 562	162	54,27%
	BNA	30 404	23	7,85%
	BNP Paribas	59 289	26	8,57%
	CNEP- BANQUE	13 854	16	5,26%
	CPA	25 748	31	10,48%
	SGA	0	0	0,00%
	TELL MARKETS	0	0	0,00%
	TOTAL 2014	203 900	298	100

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base de données tirées des rapports d'activités annuels de la SGBV .

L'activité sur le marché a été dominée par une seule banque privée, en l'occurrence BNP Paribas, avec 93% des achats et 83% des ventes réalisées en bourse en 2016.

- L'IOB BNP Paribas, s'est adjugée la part la plus importante dans la valeur globale des transactions depuis 2015, soit une part de 97%, 90% et 67% pour les années 2015, 2016 et 2017, pour un montant de 59 millions de dinars, 2,44 milliards et 1,48 milliards de dinars, pour 2015, 2016 et 2017 suivi de loin par l'IOB CPA .
- Les banques publiques, bien qu'elles disposent d'un réseau historique très bien étoffé, elles n'ont contribué qu'avec 6% des achats et 16 % des ventes réalisés sur le marché en 2016.
- L'activité marginale des banques publiques en bourse renseigne sur la nécessité de repenser le modèle d'exercice de l'activité de l'intermédiation en bourse au sein des banques pour donner plus d'autonomie, de dynamisme et de volontarisme aux structures chargées de l'activité d'IOB au sein des banques
- Les banques publiques exercent l'activité de l'intermédiation en opérations de bourse avec une approche purement administrative et procédurale.
- Le comité de négociation a connu durant l'année 2016 , l'intégration de deux nouveaux membres représentant l'IOB Société générale Algérie et TELL MARKETS

3.2.Activité des spécialistes en valeurs du trésor SVT

Le tableau ci-dessous résume le volume et la part de marché des SVT activant dans ce compartiment .

Tableau 70: Activité des spécialistes en valeurs du trésor en Algérie

	SVT	Volume	Valeur Mds DA	Part de la valeur%
2017	BEA	6940	6,21	13,07%
	BNA	2720	2,17	4,57%
	CAAR	3406	3,16	6,65%
	CIAR	10520	9,56	20,12%
	CNAC	1500	1,39	2,94%
	CNEP	14440	13,54	28,50%
	CPA	13000	11,47	24,15%
	TOTAL 2017	52526	47,50	100,00%
2016	BEA	10240	10,03	43,23%
	BNA	0	0	0,00%
	CAAR	2930	2,86	12,33%
	CIAR	3000	2,95	12,73%
	CNAC	500	0,49	2,13%
	CNEP	6600	6,47	27,89%
	CPA	0	0	0,00%
	CAAT	400	0,39	1,69%
	TOTAL 2016	23670	23,19	100,00%
2015	BEA	11995	11,96	35,22%
	BNA	0	0	0,00%
	CAAR	480	0,48	2,54%
	CIAR	863	0,86	1,40%
	CNAC	17000	17,38	51,18%
	CNEP	3306	3,28	9,67%
	CPA	0	0	0,00%
	CAAT	0	0	0,00%
	TOTAL 2015	33644	33,96	100
2014	BEA	15080	15,14	91,80%
	BNA	0		
	CAAR	350	0,35	2,13%
	CIAR	0	0	0
	CNAC	0	0	0
	CNEP	1000	1	6,08
	CPA	0	0	0
	CAAT	0	0	0
	TOTAL 2014	16430	16,49	100,00%

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base de données tirée des rapports d'activités annuels de la SGBV et la COSOB .

L'analyse du tableau ci-dessus fait ressortir les points suivants :

En 2014, seulement trois entreprises sont actives sur le marché blocs OAT³⁷¹, l'IOB BEA a dominé le marché avec 91,8% de la valeur transigée globale des OAT suivi par l'IOB CNEP banque et la SVT CAAR avec 6,08 % et 2,13% respectivement.

Plus de la moitié de l'activité du marché des OAT a été réalisée par la Caisse Nationale d'Assurance Chômage, pour un montant de plus de 17 milliard de dinars à l'achat et à la vente, représentant 51,18% du montant des transactions globales. En deuxième position la Banque Extérieur d'Algérie, avec un montant de plus de 11 milliards de dinars, achat et vente, soit 32,22% de la valeur transigée globale. La CNEP banque se classe en troisième position par une part de 2,54% correspondant à une valeur transigée de 3,2 milliards de dinars. Le SVT CIAR s'est présenté vendeur en 2015, d'un montant de 860 853 200DA. Par contre, le SVT CAAR s'est présenté acheteur uniquement, pour un montant de 475 536 000 DA.

Au titre de l'exercice 2016, le marché Blocs OAT a été animé par cinq (05) SVT : en tête de liste, la BEA avec de 10 milliards de dinars de valeur transigée, soit 43,23 %, suivie de la CNEP-Banque avec 27,89% , soit une valeur de 6,47 milliards de dinars. La CAAR et la CIAR, quant à elles, ont négocié à part égale plus de 12% des transactions, totalisant une valeur de 5,8 milliards de dinars.

L'année 2016 a été caractérisée par l'absence des spécialistes en valeur du trésor : BDL-BADR-BNA-CPA-CITIBANK et SGA, pour des raisons de non satisfaction des conditions selon lesquelles ont été agréées, la direction générale du trésor a procédé au retrait d'agrément de la SAA et la CAAT en date du 18 mai 2016.

Transigeant pour plus de 10 milliards de dinars en 2017, les SVT CNEP Banque, CPA et CIAR ont occupé les premières places au marché de blocs OAT avec des parts de 28,5, 24,15% et 20,12% respectivement , suivis par le SVT BEA avec une part de 13,07% , soit pour plus de 6 milliards de dinars de valeur transigée.

Le nombre de sociétés de valeurs de trésor SVT animant le marché blocs des OAT est passé de 03 en 2014 à 07 en 2017.

Résultat :

La faiblesse et le manque de profondeur du marché financier Algérien notamment la bourse est due principalement à la marginalisation de l'activité de marché **(titres) dans les banques**

³⁷¹Rapport d'activité 2014 de la SGV de la bourse d'alger, page 07.

publiques qui n'a pas été suffisamment développée. Sachant que la bourse d'Alger est détenue par les banques publiques qui sont des IOB, et le dépositaire centrale.

Le nombre de transaction par IOB reste insignifiant, ce qui dénote de l'ampleur du travail à faire en termes de démarchage et de conseil de la clientèle.

Une démarche innovante visant à stimuler l'activité des IOB et créer un esprit de compétition entre eux, la bourse d'Alger a initié , à compter de 2017, un trophée du "meilleur IOB de l'année" qui récompense l'IOB le plus actif, en l'occurrence BNP Paribas qui a négocié pour plus de 66,89% de la valeur global du marché principal en 2017, contre 90,11% en 2016 .

4. Evolution des dividendes versés par les sociétés cotées :

L'évolution des dividendes distribués par les six sociétés cotés à la bourse d'Alger depuis la première année de cotation est répertoriée dans le tableau ci-dessous.

Tableau 71: Evolution des distributions des dividendes (DA)

DIVIDENDES	SAIDAL	AURASSI	Erriad setif	ALLIANCE	ROUIBA	BIOPHARM
1999	36	19	230	-	-	-
2000	20	20	230	-	-	-
2001	40	22	138	-	-	-
2002	9	25	115	-	-	-
2003	24	30	80,5	-	-	-
2004	20	34	-	-	-	-
2005	20	40	-	-	-	-
2006	23	45		-	-	-
2007	11	47		-	-	-
2008	35	49	-	-	-	-
2009	35	50	-	-	-	-
2010	35	15	-	20	-	-
2011	35	0	-	0	-	-
2012	40	0	-	0	-	-
2013	40	20	-	30	10	-
2014	40	30	-	35	12	-
2015	40	40	-	35	15	55
2016	40	30	-	35	-	66
2017	45	40	-	45	-	100
Dividende moyen distribué	30,94	29,26	158,7	25	7,4	73,66

Source : Tableau construit par nos soins sur la base de données fournie par les rapports annuels de la COSOB.

- ✚ Les dividendes distribués par la chaîne hôtelière *Aurassi* ont connu une tendance croissante, passant de 19 DA en 1999 par action à 50 DA en 2009 .

Le montant versé en 2010 a été divisé par trois puis aucune distribution n'a eu lieu jusqu'en 2013, pour une raison simple, de gros investissements ont été réalisés au niveau de l'hôtel, ce qui a réduit sensiblement son activité.

En 2013 l'hôtel El Aurassi a renoué avec la politique de distribution d'une partie des bénéfices au profit des investisseurs en allouant à chaque détenteur d'une action un montant de 20, 30 à 40 DA comme dividende entre 2013 et 2017. Le dividende moyen distribué par la société Aurassi est de **29,26 DA**.

- ✚ Les dividendes versés par *Saidal* fluctuent, quant à eux, au fil des années pour se stabiliser à partir de 2008 à un niveau de 35 à 40 DA .

Elle est la seule société cotée qui prône une politique de distribution de dividendes depuis sa première année de cotation jusqu'en 2017 sans interruption. Le dividende moyen distribué par SAIDAL est estimé à 30,94 DA .

- ✚ **Erriad setif** a distribué un dividende de **230 DA** durant deux années successives 1999 et 2000, un montant record, puis il a amorcé une tendance baissière pour atteindre 80 DA en 2003 suite aux difficultés financières qu'a connu le groupe .

- ✚ *Alliance Assurances*, admise à la bourse d'Alger en 2011, a distribué la même année **20 DA** au titre de l'exercice 2010. L'exercice 2011, étant déficitaire, aucun dividende n'a été distribué jusqu'à 2013, le montant d'un dividende est fixé à 30 DA pour 2013 puis, 35 DA pour les années 2014, 2015, 2016 ensuite, il a rebondi en 2017 pour atteindre 45 DA .

- ✚ Pour la société *Nca Rouiba*, elle a commencé à distribuer un dividende de **10 DA** par action en 2013, année de sa première cotation, ensuite, il a progressé d'une année à l'autre passant de 12 DA en 2014 pour atteindre 15 DA en 2015, A noter que l'Assemblée générale de NCA Rouiba a décidé de ne pas verser de dividendes pour l'exercice de 2016 et 2017, les actionnaires ont privilégié alimenter le compte «réserves facultatives» pour faire face aux dépenses d'investissement liées au développement de la société.

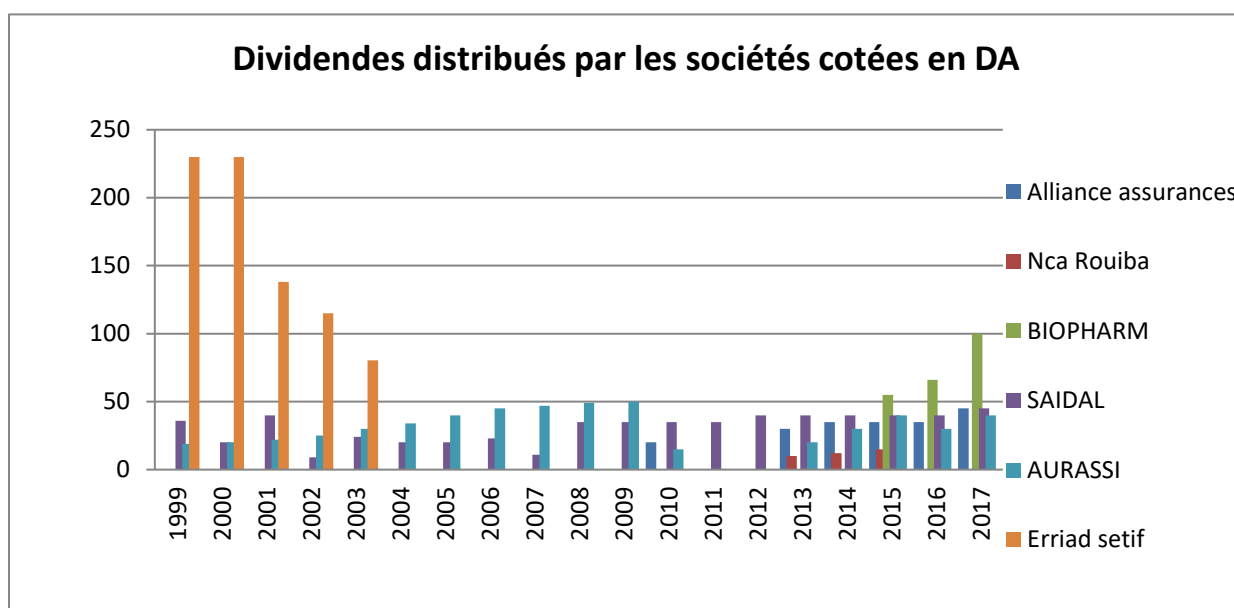
Le dividende moyen distribué par Nca Rouiba est le plus faible enregistré par rapport aux dividendes moyens distribués par les autres sociétés cotées auprès de la bourse d'Alger, il est de 7,4 DA.

✚ Quant au Groupe **Biopharm spa**, dernière société listée à la cote officielle, elle a distribuée un dividende de 55 DA en 2015, puis il a progressé pour atteindre 66 DA l'année suivante, ensuite 100 DA par titre a été distribué pour l'année 2017.

Une nette évolution a été constatée et demeure la première société cotée, a avoir versé un dividende record de 100 DA depuis 2002.

Le graph ci-dessous illustre l'évolution des dividendes distribués par les sociétés cotées.

Figure 56: Evolution des dividendes distribués par les sociétés cotées



Conclusion :

L'émission de valeurs mobilières sous forme d'action par les entreprises publiques SAIDAL, Hôtel El Aurassi et d'Eriad Setif s'est bien déroulée, mais les titres ont par la suite évolué négativement accusant une décote très sensible sur le marché boursier.

Cette décote, sans rapport avec la santé financière des émetteurs, peut surprendre. L'explication réside dans l'atonie du marché boursier caractérisé par une **faiblesse** marquée par des ordres d'achats et une prédominance des ventes dites de nécessité (ventes dictées par des besoins urgents de trésorerie des souscripteurs)³⁷².

L'atonie du marché découle de l'absence de nouvelles cotations qui a limité l'activité du marché à trois entreprises jusqu'à 2010 et à cinq à la fin décembre 2017 qui est insuffisant pour déclencher une dynamique.

Aussi les relations entre les souscripteurs et les émetteurs, vivaces au moment des émissions, ne sont pas maintenues avec la même intensité après la clôture de l'opération .

La morosité du marché n'a pas incité d'autres entreprises à proposer de nouvelles opérations de capital d'autant que celles éligibles aux conditions du marché n'étaient pas nombreuses.

La plus part des entreprises publiques étaient en phase d'adaptation organique et de restructuration financière donc non éligibles au marché .

Les entreprises privées, pour leur part, n'ont pas ressenti la nécessité d'élargir leur actionnariat à des personnes ne faisant pas parti du cercle familiale ou amical, a partir de 2010 seule trois d'entre elles ont sollicité le marché financier pour augmenter ou ouvrir leur capitale sociale : Alliance assurance, NCA Rouiba, Biopharm SPA, non pas par choix mais comme dernier recours pour rester sur le marché.

³⁷² La relation bancaire avec les particuliers, formation chargé de clientèle, intra CPA, dispensée par la SIBF, page 35.

Chapitre 6 : Perspectives de développement du marché financier Algérien

Section 1 : Les PME et le rôle de la privatisation dans le développement du marché financier

1. Le marché des petites et moyennes entreprises PME :

Soucieux de l'émergence d'un tissu de petites et moyennes entreprises performantes, créatrices de richesses et pourvoyeuses d'emplois, les pouvoirs publics ont instruit les institutions du marché financier à l'effet d'élargir la bourse d'Alger aux financements de cette frange de sociétés par le renforcement de leurs fonds propres (augmentation de capital)

Le compartiment dédié au marché des Petites et Moyennes Entreprises a été créé en 2012 par le règlement COSOB n°12-01 du 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement n°97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières. (Paru au JORA n°41 du 15 juillet 2012).

Ce marché peut offrir aux PME en démarrage une alternative pour accéder aux capitaux. C'est une excellente occasion de croissance pour les PME, tout en procurant aux investisseurs un marché bien réglementé pour leurs placements.

1.1.Définition de la PME /PMI :

Conformément à la loi d'orientation sur la promotion de la PME n°01-18 du 12 décembre 2001³⁷³, la petite et moyenne entreprise/petite et moyenne industrie (PME/PMI) est définie quel que soit son statut juridique, comme étant une entreprise de promotion de biens ou de service³⁷⁴

- Employant une (01) à (250) personnes.
- Dont le chiffre d'affaire annuel n'excède pas 02 milliards de dinars ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 500 millions de DA.
- Respectant les critères d'indépendance.

NB : Avant l'adoption de la loi d'orientation sur la promotion de la PME en décembre 200, il n'existait pas une définition officielle de ce type d'entreprise³⁷⁵.

³⁷³ Journal officiel de la république Algérienne n°77 du 15 décembre 2001, page 04

³⁷⁴ Article 4 , loi n°01-18 du 12 décembre 2001 portant sur l'orientation et la promotion de la PME.

³⁷⁵ BOUYACOUH Ahmed, le PME en Algérie : dynamisme et limites institutionnelles, in ,de la gouvernance des pme-pmi : regards croisés France –Algérie, l'Harmattan,2006,page 115.

1.2. Avantage d'un marché boursier dédié aux PME :

La création d'un marché PME à la bourse d'Alger a fait l'objet de travaux et de consultations entre les acteurs de la place et un rapprochement avec les bourses régionales et émergentes

A cet effet les objectifs visés par ce marché sont les suivantes³⁷⁶ :

- Financement complémentaire au financement bancaire.
- Un accès à des ressources stables destinées au financement du haut de bilan.
- Opportunité d'investissement et de sortie pour les sociétés de capital investissement.
- Modification de la structure de financement de la PME et l'attribution des ressources nécessaire à son développement.
- Facteur d'appartenance et de fierté pour le personnel de l'entreprise et fidélisation des salariés par des formules donnant accès au capital.
- Amélioration de la notoriété et de la pérennité de la PME sur le plan financier et commercial, en particulier un apport de crédibilité sur le marché national et international.
- Assurer la pérennité des PME par la voie de la transmission des titres³⁷⁷.

1.3. Organisation de la cote officielle

La relance de la bourse d'Alger à travers l'amendement de son règlement général, élaboré par la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse COSOB a été approuvé par le ministère des finances et publié en juillet 2012 au journal officiel.

Ainsi, de nouvelles dispositions qui réorganisent la cote et permettent la création d'un marché dédié aux PME ont été prises.

Selon le règlement COSOB n12-01 du 18 safar 1433 correspondant au 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement n°97-03 du 17 rajab 1418 correspondant au 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières, la cote officielle de la bourse des valeurs mobilières comporte un marché de titres de capital et un marché de titres de créance.

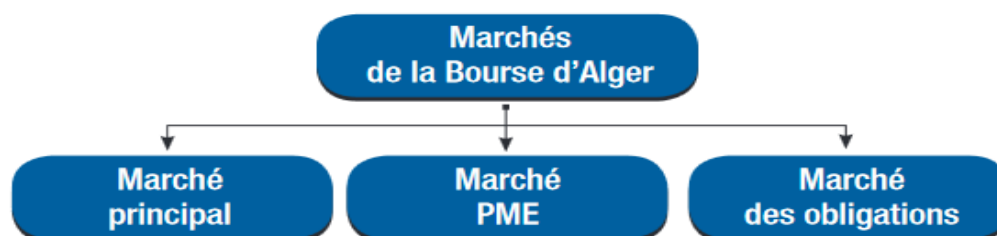
- ***Le marché de titre de capital*** est composé d'un marché principal destiné aux grandes entreprises et d'un marché PME pour la petite et moyenne entreprise.

³⁷⁶ Guide du marché PME, de la bourse d'Alger, page 05.

³⁷⁷ Rapport d'activité annuel édité par la COSOB 2010, page 22.

- **Le marché des titres de créance** est composé d'un marché des titres de créance émis par les sociétés par actions, les organismes publics et par l'Etat et d'un marché de blocs des obligations assimilables du trésor (OAT) émises par l'Etat.

Figure 57: organisation de la bourse des valeurs mobilières



Source : Rapport d'activité 2013 de la bourse d'Alger , page 06.

1.3.1. Conditions d'admission sur le marché PME par la bourse d'Alger

Des modifications réglementaires ont porté également sur les conditions d'admission, par un assouplissement des conditions d'éligibilité plus ou moins rigoureuses et auxquelles les PME n'ont pas toute latitude de répondre , ainsi la PME doit :

- ✓ Avoir un statut de société par actions (SPA) et doit désigner, pour une période de cinq ans un conseiller accompagnateur dénommé **Promoteur en bourse**.
- ✓ Ouvrir son capital social à un niveau minimum de 10% au plus tard le jour de l'introduction.
- ✓ Diffuser dans le public ses titres de capital et les répartir auprès d'un nombre minimum de cinquante (50) actionnaires ou trois (03) Investisseurs institutionnels³⁷⁸ au plus tard le jour de l'introduction.
- ✓ Publier les états financiers certifiés des deux derniers exercices, sauf dérogation de la COSOB.
- ✓ Les conditions de bénéfices et de capital minimum ne sont pas exigées pour la société qui demande d'admission sur le marché PME

³⁷⁸ Investisseurs institutionnel : sont les organismes de placement collectif en valeurs mobilières OPCVM, les banques, les établissements financiers , les compagnies d'assurances, les fonds d'investissement et les sociétés gestionnaires d'actifs.

Tableau 72: Tableau récapitulatif des conditions d'introduction au marché des titres de capital

Conditions	Marché des titres de capital	
	Marché principal	Marché PME
Forme juridique	Société par action SPA	Société par action SPA
Capital social minimum libéré	500.000.000 DZD	Pas de limite fixée
Résultat au dernier exercice	Bénéficiaire	N'est pas exigé
Part du capital minimum à diffuser dans le public	20%	10%
Etats financiers certifiés et publiés	03 derniers exercices sont le dernier résultat doit être bénéficiaire	02 derniers exercices sauf dérogation de la COSOB
Structure d'audit interne	Exigée	Exigée + désignation d'un promoteur en bourse
Nombre de détenteurs le jour de l'introduction	150 actionnaires	50 actionnaires ou 03 investisseurs institutionnels

Source : Guide du marché PME, de la bourse d'Alger, page 09.

1.3.2. La relation entre la PME et le promoteur en bourse :

Le promoteur en bourse est un conseiller accompagnateur. Il doit être un intermédiaire en opération de bourse IOB, une banque, un établissement financier ou une société de conseil en finance, droit et stratégie d'entreprises, disposant d'une expérience suffisante en matière de structure de capital, de fusion et de rachat d'entreprises, reconnu et inscrit auprès de la COSOB.

Toutes les entreprises souhaitant être cotées sur le marché des PME doivent avoir un promoteur en bourse, à la fois pour leur introduction et pendant toute leur vie boursière.

Il joue un rôle essentiel dans le contrôle du respect des obligations de transparence auxquelles est soumise la PME cotée.

Promoteur en bourse agréé dans le marché Algérien :

- *Société Dey Capital* est inscrite en qualité de promoteur en bourses par la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse le 24 novembre 2015³⁷⁹.
- *La société RMG Consulting* est inscrite en qualité de promoteur en bourse à partir du 18 décembre 2017 pour une période de (02) deux années³⁸⁰.

³⁷⁹ Communiqué de presse de la SGBV d'inscription en qualité de promoteur en bourse.

³⁸⁰ Rapport annuel COSOB

1.3.2.1.Pré-introduction :

La PME doit désigner un promoteur en bourse chargé :

- de l'assister, lors de l'émission de ses titres, dans la préparation de l'opération d'admission
- d'attester par sa signature sur la notice soumise au visa de la COSOB
- d'avoir effectué les diligences d'usage et que l'information contenue dans la notice est, à sa connaissance, conforme à la réalité et que la notice ne comporte pas d'omission susceptible d'en altérer la portée.

1.3.2.2.A l'introduction :

La société doit avoir conclu avec le promoteur en bourse, une convention établie suivant le modèle fixé par la COSOB , pour une période minimale de deux 02 ans convenue entre les deux parties.

La résiliation de la convention doit être notifiée à la COSOB et la PME doit, sans délai désigner un nouveau promoteur en bourse .

13.2.3. Post-introduction

Le promoteur en bourse est chargé de contrôler la PME et s'assurer en permanence qu'elle respecte ses obligations d'informations légales et réglementaires.

En cas de manquement par l'entreprise émettrice, il est tenu de la rappeler à ses obligations et lui fournir le conseil nécessaire pour remédier.

1.3.3. Procédure d'introduction en bourse

Le règlement de la bourse d'Alger prévoit deux procédures d'introduction en l'occurrence :

1.3.3.1.Procédure Ordinaire :

Elle consiste à l'inscription directe de la valeur mobilière à la cote pour y être négociée dans les conditions de cotation pratiquées sur le marché des PME à partir d'un cours d'introduction validé par la SGBV

Nb : la procédure ordinaire est utilisée par la PME dont les titres ont fait l'objet d'un placement préalable auprès d'investisseurs institutionnels.

1.3.3.2.Procédure d'offre publique de vente :

C'est une opération qui consiste à la mise en vente des titres de capital émis par des sociétés par actions selon des conditions précises de **quantité** et de **prix**. Nous pouvons distinguer :

- a- **La procédure d'offre publique de vente OPV à prix fixe** : cette procédure consiste à mettre à la disposition du marché un quantité de titres à un prix d'offre fixe et définitif.
- b- **La procédure d'offre publique de vente OPV à prix minimal** : le prix d'offre proposé dans ce cas est un prix minimal arrêté par la société émettrice.

Figure 58: L'introduction en bourse

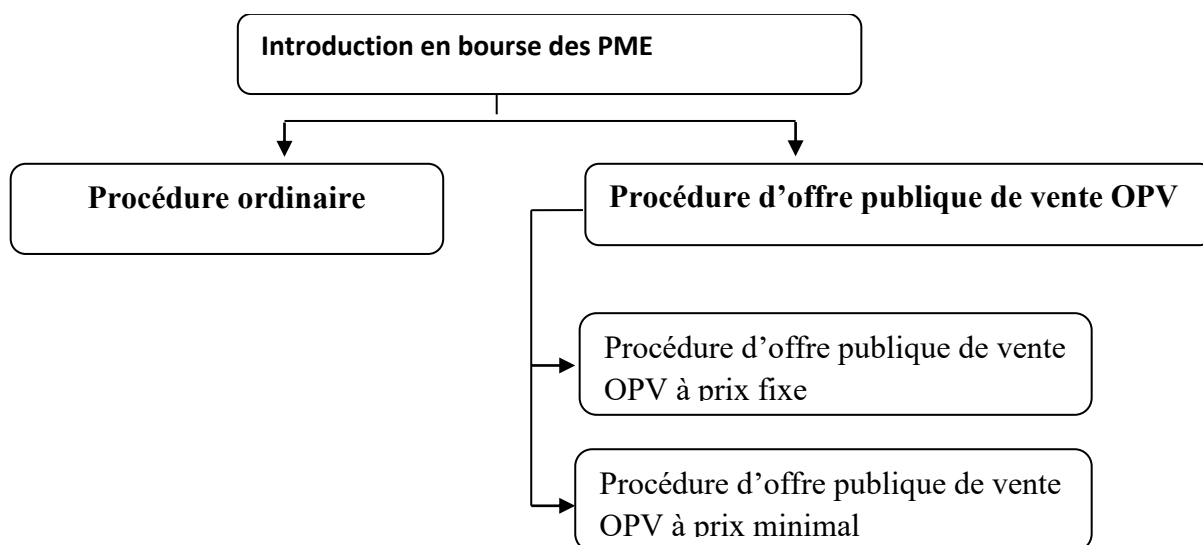


Schéma : Procédure d'introduction en bourse d'une PME

1.3.4. Les obligations de la PME :

Pour assurer la protection de l'épargne investi et la transparence du marché, la PME cotée au niveau de la bourse d'Alger est soumise à des exigences d'informations permanentes et périodiques prévues par le règlement COSOB :

- **Informations permanentes** : Une fois le titre coté en bourse , l'émetteur doit porter à la connaissance du public tout changement ou fait important susceptible, d'exercer une influence significative sur le cours des titres .
- **Informations périodiques** : la PME doit déposer auprès de la COSOB, et de la SGBV un rapport annuel contenant les états financiers annuels(bilan, tableau des comptes de résultats le projet d'affectation du résultat, les notes annexées aux états financiers, le tableau de flux de trésorerie, et le rapport de gestion), le rapport du commissaire aux comptes et autres informations requises par instruction de la

COSOB au plus tard trente 30 jours avant la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires.

1.4.Mutation des PME vers le marché principal

Le transfert d'une société listée sur le marché PME au marché principal est tributaire :

- ✓ D'une année d'existence sur le marché PME si la société émettrice n'a pas été constituée par appel public à l'épargne et trois 03 années pour les sociétés constituées par appel public à l'épargne **APE**
- ✓ De l'octroi de l'accord de la COSOB (décision de transfert accordée par la COSOB et publié sur le bulletin officiel de la cote de la bourse d'Alger)
- ✓ De la satisfaction des conditions d'admission au marché principal.

1.5.Topographie de la création d'entreprises en Algérie :

La faiblesse du tissu économique Algérien, est due à la faiblesse de création d'entreprises, 117 704 entreprises créée en 16 ans, soit 7356 par an , publiques et privées confondues .

Aussi, on a constaté une forte création d'entreprises privées nationale par rapport aux entreprises publiques³⁸¹, Cela s'explique par les différents plans de relance de l'activité économique initiée par les pouvoirs publiques afin d'encourager l'entrepreneuriat privé, notamment par :

- La création d'un guichet unique (ANDI) facilitant l'investissement des opérateurs économiques, l'attribution d'avantages fiscaux et parafiscaux à ces investisseurs
- La création de plusieurs dispositifs d'aide à la création d'emploi ANSEJ-CNAC - ANGEM .
- Faciliter et simplifier les procédures d'accès au financement bancaire .

Cette volonté de création d'entreprises privées s'est traduite par la prédominance de création d'entreprise sous la forme juridique de SARL , souvent des entreprises familiales , suivant le tableau de répartition de création d'entreprises³⁸² :

³⁸¹ Amroun Seddik ,RAHMANI Amina , les facteurs déterminants des petites et moyennes entreprises exportatrices en Algérie : le cas de PME de la wilaya d'Oran, revue Algérienne d'économie & gestion, université d'Oran°13-2015 /2016 , Page 55.

³⁸²<http://www.ons.dz/-Les-Personnes-Morales-.html>, le 10/04/2017 à 23H30.

Tableau 73: Tableau de répartition de création d'entreprise en Algérie suivant le statut juridique

Année de création	Secteurs Juridiques						TOTAL	%
	Privé National	Privé Etranger	Ste Mixte	Public Etranger	EPE Nationale	Autre Public*		
Avant 2000	52 280	170	30	4	677	2 469	55 630	32,09
2000	5 772	17	3	-	33	23	5 848	3,37
2001	4 279	23	13	2	25	13	4 355	2,51
2002	6 577	45	2	1	12	28	6 665	3,85
2003	4 977	35	4	-	8	24	5 048	2,91
2004	6 269	23	5	5	4	43	6 349	3,66
2005	5 878	42	2	2	1	66	5 991	3,46
2006	5 287	33	3	-	-	24	5 347	3,08
2007	5 117	12	2	-	-	37	5 168	2,98
2008	6 996	15	-	2	1	40	7 054	4,07
2009	6 826	9	1	1	-	45	6 882	3,97
2010	6 407	4	-	-	-	54	6 465	3,73
2011	7 939	8	2	-	-	38	7 987	4,61
2012	8 505	8	4	-	4	30	8 551	4,93
2013	9 911	15	5	2	-	36	9 969	5,75
2014	10 818	32	1	-	1	15	10 867	6,27
2015	9 566	27	4	-	-	15	9 612	5,55
2016	5 523	5	-	-	-	18	5 546	3,20
Total	161 486	495	80	19	779	2 992	173 334	100

Source : ONS

Tableau 74: Répartition des personnes morales par forme juridique au 30 / 06 / 2016

48 Wilaya	Formes juridiques							Total
	EURL	SARL	SNC	SPA	EAC	Coop Art	Autres*	
Total	49 724	87 833	15 169	3 314	3 423	8 208	5 663	173 334

* :Autres formes juridiques (société anonyme SA, société en commandite simple SCS, etc. ...)

Source : ONS

- On constate la prédominance du statut juridique SARL Société à responsabilité limitée dans création d'entreprises en Algérie, soit 87 833 entreprises créées, représentant 50 ,67% de l'ensemble des entreprises créées.
- La moitié des entreprises créées en Algérie, sont créées sous la forme de SARL, si on les additionne avec les EURL on trouve un taux de 79,36 % de création d'entreprises en Algérie .

- Le faible nombre d'entreprises créées en Algérie sous la forme de société par action (SPA) soit **3 314** entreprises couvrant le territoire national, représentant un taux de **1,91%** sur l'ensemble de créations d'entreprises en Algérie.

1.6.Population des PME en Algérie :

Le développement de la PME constitue l'un des axes majeurs du plan d'action du gouvernement du fait qu'elle procure une croissance soutenue pour l'économie. L'année 2016 était une année charnière car le cadre réglementaire et juridique de la PME a connu une reconfiguration profonde pour permettre à ce type d'entreprise de s'adapter plus au contexte économique et de disposer d'outils efficaces lui permettant de confronter la concurrence et mieux se positionner sur les marchés³⁸³.

Ainsi, une nouvelle loi d'orientation sur la PME a été promulguée, elle est l'aboutissement d'un long processus de concertation avec les parties concernées, pour donner un nouveau souffle à ce type d'entreprises qui joue pleinement son rôle dans le processus de diversification de notre économie. Cette nouvelle loi introduit plusieurs mesures de soutien à cette catégorie d'entreprises notamment en matière de création, de la recherche et développement, de l'innovation, de développement de la sous-traitance, de financement, d'actions de sauvetage et de reprise des activités des PME viables mais en difficulté mais.

Il prévoit notamment la mise en place d'un Fond d'amorçage pour encourager la création de start-up innovantes.

Tableau 75: Typologie des PME en Algérie³⁸⁴

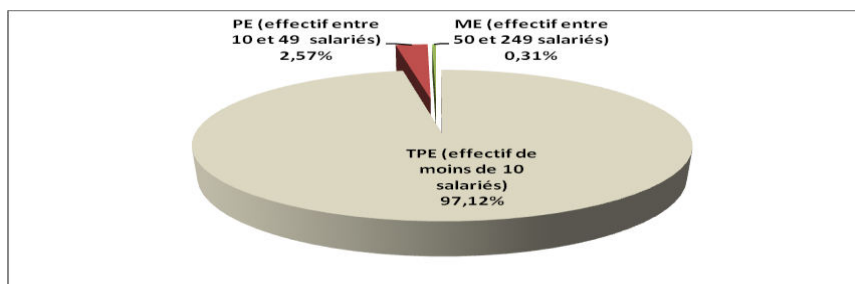
Type des PME	Nombre de PME	%
TPE (effectif de moins de 10 salariés)	993 170	97,12
PE (effectif entre 10 et 49salariés)	26 281	2,57
ME (effectif entre 50 et 249 salariés)	3 170	0,31
Total	1 022 621	100

³⁸³ BEKADA mohammed, le marché financier en Algérie , état des lieux et perspectives de son développement, revue Algérienne d'économie & gestion, université d'Oran Volume 10, Numéro 3, Page 65.

³⁸⁴ Bulletin d'information statistique n°30, ministère de l'industrie et des mines, direction générale de la veille stratégique, des études et des systèmes d'information , édition mai 2017, page 09

Source : CNAS

Figure 59: Typologie des PME en Algérie



A la fin de l'année 2016, la population de la PME est composée de plus de 97% de très petites entreprises TPE (effectif de moins de 10 salariés) qui demeure fortement dominantes dans le tissu économique, suivie par les petites entreprises avec 2,75 % et de la moyenne entreprise ME avec 0,31% .

En conclusion

La création d'un marché financier dédié aux PME, s'est traduit par l'amendement du règlement général de la bourse d'Alger en faveur d'une réorganisation de la cote par la création d'un compartiment destiné aux PME, beaucoup de mesures incitatives et assouplies ont été mise en œuvre pour permettre aux PME de recourir à l'appel public à l'épargne lors de sa création, notamment la suppression de la condition du capital minimum qui est fixée à 500 millions de DA pour les grandes sociétés, la réduction de la proportion minimal du capital action mis en circulation à 10% au lieu de 20%.

Cependant, la réussite de ce compartiment est tributaire de la réunion d'un certain nombre de conditions telles que l'octroi de certains avantages fiscaux aux PME (abattement proportionnel à la proportion du capital ouvert sur l'impôt des bénéfices des sociétés IBS, création d'un fond spécial de soutien aux PME candidates à l'admission en bourse permettant la résorption d'une partie des coûts liés au processus d'admission comme l'évaluation, la campagne publicitaire, les commissions de placement et d'admission en bourse, honoraires du promoteur en bourse...).

Malheureusement, le tissu économique Algérien est faible par rapport à la création de PME/PMI, plus de 79 % d'entreprises Algériennes sont constituées sous la forme juridique de SARL et EURL.

Malgré toutes les réformes réglementaires que connaît le marché des PME en Algérie, tous les avantages fiscaux et parafiscaux, tous les différents dispositifs d'aide et de soutien à la création , au développement , à la diversification des ressources des PME, le compartiment des

PME auprès de la bourse d'Alger n'a enregistré aucune activité jusqu'à la fin décembre 2017 et cela, faute d'absence de culture boursière des dirigeants des PME et la prédominance du financement bancaire classique souvent à des taux d'intérêt bonifiés.

Vu que la plus part des PME Algériennes sont de petites tailles et sous capitalisées, le marché financier est une opportunité pour financer leur croissance, développement à l'infini.

2. Le rôle de la privatisation dans le développement du marché financier

l'Algérie s'est engagée dans un processus de réformes pour assurer le passage à une économie de marché où le désengagement de l'Etat est devenu impératif, et cela suite à l'intervention d'entités internationales (banque mondiale et FMI) dans le sens de la libéralisation et de la privatisation d'entreprises publiques par le biais d'un processus défini par des textes figurants dans la loi de finances de 1994, autorisant les cessions d'actifs à des opérateurs privés (articles 24 et 25)³⁸⁵. Ils seront ainsi accompagnés d'une série de décrets, circulaires et textes d'application.

La loi de finance complémentaire 1994, a autorisée les EPE autonome à disposer librement de leurs actifs et a procéder à leur cession et à l'ouverture du capital social à des investisseurs privés, dans la limite de 49%³⁸⁶ de son capital en adoptant une privatisation partielle dans le cadre de la cession gré à gré, la convention de la dette en prise de participation³⁸⁷.

La privatisation a pris de l'ampleur suite à la promulgation de l'ordonnance relative à la privatisation des EPE en Aout 1995 (ordonnance n°95/22 du 26 aout 1995), suivi de plusieurs décrets d'application en 1996 (Décret n°96 du 10 janvier 1996)³⁸⁸ et 1997 prévoyant la conservation par l'Etat d'une action spécifique (golden share) pendant cinq ans dans le but de garder le contrôle de l'entreprise privatisée ³⁸⁹.

La notion de privatisation se distingue d'un pays à l'autre, en effet, « la privatisation est synonyme de restructuration (Tunisie), d'autonomie (Algérie), de transfert (Maroc), de désattribution (Brésil), de réaction face à la croissance de la bureaucratie (Etats-Unis) de

³⁸⁵ Décret exécutif n°94-08 du 26/04/1994 portant la loi de finances complémentaire pour l'année 1994.

³⁸⁶ MEBTOUL. A, processus de privatisation en Algérie les dessous des cartes, Algérie News décalage du 14/12/2013 .

³⁸⁷ P .SAMUEL, privatisation et secteur public, finances et développement, vol 22, n°04 , décembre 1985 page 42.

³⁸⁸ O.BOURI, l'entreprise publique Algérienne dans la transition vers l'économie de marché, mémoire de DEA, faculté de droit, des sciences économiques et de gestion, Université de Nice Sophia-Antipolis, page 77 (1995-1996).

³⁸⁹ ANDREF.w, Réformes libéralisation, privatisation en Algérie, point de vue d'un outsider en 1988-1994, Confluences Méditerranée, 2009/4n°71, P41-62.DOI : 10.3917 /come.071.0041

changement des structures organisationnelles (Pays-Bas), de dénationalisation des entreprises compétitives et bénéficiaires (France) »³⁹⁰

2.1.Définition de la privatisation

La privatisation en Algérie est définie par l'ordonnance n°01-04 du 20 aout 2001 relative à l'organisation, à la gestion et la privatisation des entreprises publiques économiques. Au sens de l'ordonnance 01-04, la privatisation désigne toute transaction se traduisant par un transfert, à des personnes physiques ou morales de droit privé autres que des entreprises publiques, de la propriété :

- De tout ou partie du capital social des entreprises détenu directement ou indirectement par l'État ou les personnes morales de droit public, par cession d'actions, de parts sociales ou souscription à une augmentation de capital .
- Des actifs constituant une unité d'exploitation autonome des entreprises appartenant à l'État.

La privatisation des entreprises publiques économiques (EPE) constitue un axe prioritaire des réformes engagées par l'État pour accélérer le processus d'ouverture de l'économie Algérienne. Les EPE sont des sociétés par actions dans lesquelles l'État (ou toute autre personne morale de droit public) détient directement ou indirectement la majorité du capital social.

2.2.Objectifs de la privatisation

La privatisation des entreprises publiques en Algérie a été une condition imposée par le fond monétaire international dans son programme de stabilité et d'ajustement structurel ³⁹¹.

Elle peut être considérée comme étant un outil de désengagement de l'État de la sphère économique d'un coté, comme elle peut être considérée comme un moyen de restructuration de l'appareil économique permettant de :

- Décharger l'État de la gestion et du financement d'activités non stratégiques.
- Réduire le déficit budgétaire de l'Etat³⁹².
- Valoriser les atouts compétitifs de l'Algérie on attirer de nouveaux investisseurs.
- Promouvoir un management moderne, par l'introduction de nouvelles techniques. de gestion et le développement de la formation.

³⁹⁰ N.SADI, la privatisation des entreprises publiques en Algérie ,l'Harmattan , Paris 2005, page 69 .

³⁹¹ N.SADI, la privatisation des entreprises publiques, 2^{ème} éditions2006, page 89.

³⁹² A.TEBANI, privatisation des entreprises publiques économiques en Algérie, 2011,

- Assurer la pérennité des activités des entreprises.
- Amélioration de l'efficacité et le développement de l'entreprise Algérienne par conséquent accroître leur rentabilité économique et financière³⁹³.
- Introduire et promouvoir la concurrence par le biais de l'ouverture du marché.
- Renforcer la compétitivité des entreprises par la réduction des coûts, l'augmentation de la productivité et l'amélioration de la qualité.
- La diversification de l'économie nationale par la consolidation du tissu productif dans le but d'augmenter les exportations hors hydrocarbures et réduire la facture d'importation.
- Le développement de l'actionnariat et la préservation de l'emploi³⁹⁴.

2.3. Les acteurs du processus de privatisation en Algérie

Les acteurs du processus de privatisation des entreprises relevant du secteur public marchand sont les suivants³⁹⁵ :

- ✚ **L'entreprise** prépare les éléments du dossier de privatisation qui contient, notamment, le diagnostic et la valorisation de l'entreprise ou de l'actif à céder.
- ✚ **La Société de Gestion des Participations (SGP)** lance l'appel d'offres, conduit les négociations et prépare le dossier à présenter au Conseil des Participations de l'État (CPE)³⁹⁶.
- ✚ **Le Ministère de l'Industrie et de la Promotion des Investissements (MIPI)** examine les communications et s'assure de la conformité et la cohérence des dossiers préparés par les SGP. Il programme les dossiers à présenter au CPE .

En tant qu'instance chargée du secrétariat permanent du CPE, le MIPI organise et suit les opérations de privatisation : il fait estimer la valeur de l'entreprise ou des actifs à céder, assure l'étude et la sélection des offres et établit un rapport circonstancié sur l'offre retenue.

³⁹³ L.ABDELADIM, privatisation des entreprises publiques dans les pays du Maghreb, éditions internationales, page 84.

³⁹⁴ Décret 96-134 du 13 avril 1996 relatif aux conditions et modalités d'acquisition par le public des valeurs mobilières des entreprises à privatiser JORA n°23 du 14 avril 1996 page 02.

³⁹⁵ Gadi ibissemm, processus de la privatisation des entreprises publiques dans le cadre de la transition de l'économie Algérienne, Thèse de doctorat, 2014-2015 TH488, page 253

³⁹⁶ C'est une instance gouvernementale instituée par l'ordonnance n°01-04 du 20 août 2001 relative à l'organisation, la gestion et la privatisation des entreprises publiques économiques

✚ Le **Conseil des Participations de l'État (CPE)** : Présidé par le Chef du Gouvernement³⁹⁷, le CPE statue en dernière instance sur les dossiers de privatisation, il est chargé suivant l'article 9 de l'ordonnance 01-04 de :

- Fixer la stratégie globale en matière de participations de l'État et de privatisation .
- Définir et mettre en œuvre les politiques et programmes concernant les participations de l'État .
- Définir et approuver les politiques et programmes de privatisation des entreprises publiques économiques .
- D'examiner et d'approuver les dossiers de privatisation.

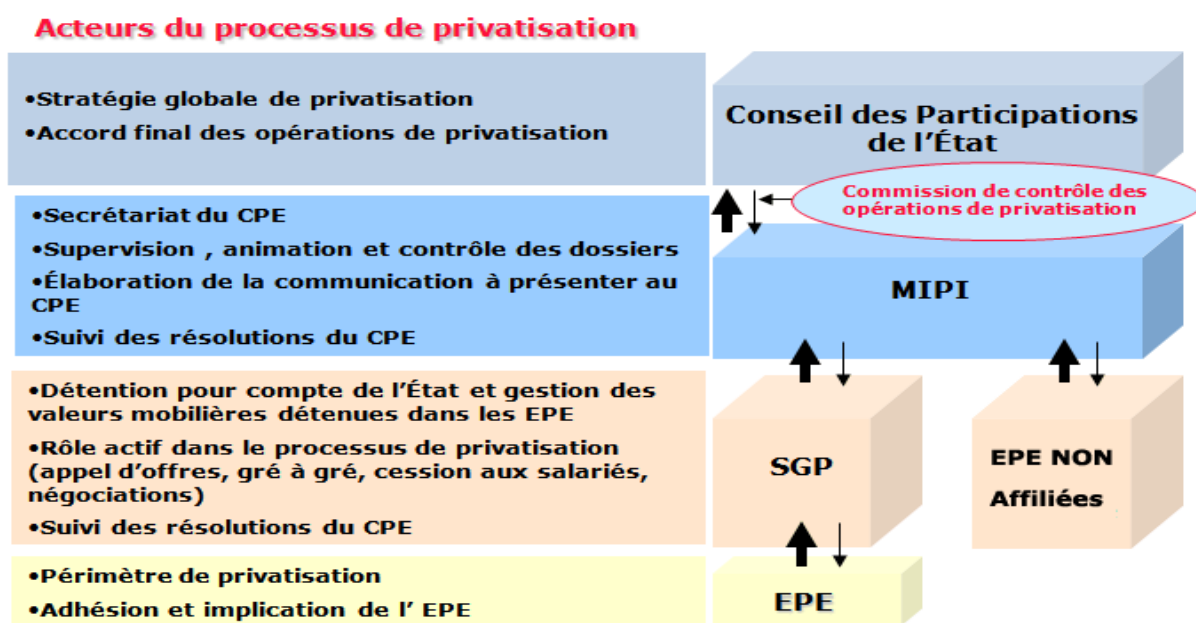
Par le biais du CPE, l'État exerce son rôle de propriétaire des actifs confiés aux Sociétés de Gestion des participations (SGP).

✚ Le **MIPI** assure le rôle de secrétariat du CPE et le suivi des transactions³⁹⁸.

Dans le cas des grandes entreprises:

- Le processus est suivi par le MIPI .
- L'accompagnement est confié à des cabinets conseils et / ou banques d'affaires .
- Les SGP et les EPE sont directement impliquées dans le processus.

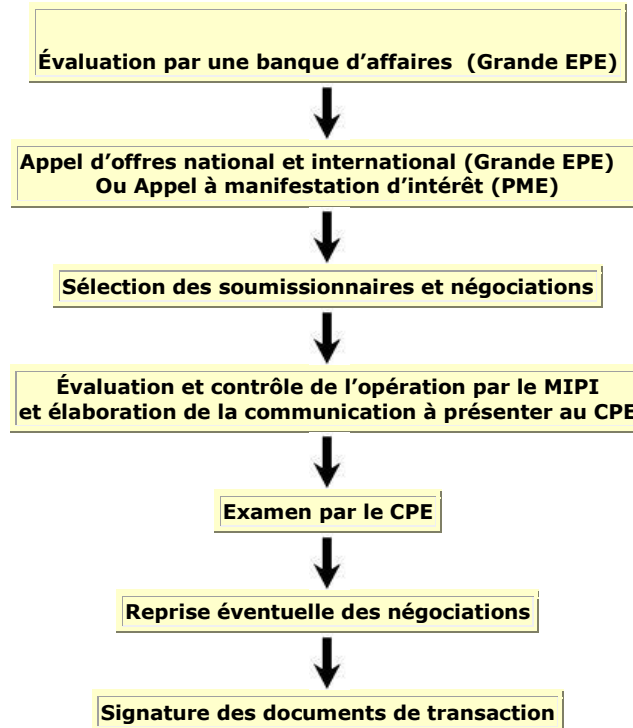
Figure 60: Acteurs du processus de privatisation



³⁹⁷ Guide de la privatisation, ministère des participations et de la promotion des investissements, 2002, page 06.

³⁹⁸ Guide privatisation, ministère des privatisations et de la promotion des investissements, 2002, page 07.

2.4.Processus de privatisation :



2.5.Modes de privatisation

Suivant l'article 25 de l'ordonnance n°95-22 , alinéa 2, du 26 août 1995, les opérations de privatisation peuvent s'effectuer par:

- Le recours aux mécanismes du marché financier (par introduction en bourse ou offre publique de vente à prix fixe ou par adjudication³⁹⁹)
- Appel à manifestation d'intérêt
- Appel d'offres.
- Le recours au gré à gré, après autorisation du CPE et sur rapport circonstancié du MIPI
- Par tout autre mode de privatisation visant à promouvoir l'actionnariat populaire (reprise par les salariés ou RES).

2.6.Le cadre global du processus de privatisation en Algérie :

La privatisation en Algérie fut lancée par les pouvoirs publiques en 1998, présentant une liste de **1148 EPE éligibles** à la privatisation (fin aout 2003) de taille nationale ou régionale dont 28 sont

³⁹⁹ A.GLIZ, valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché, thèse de doctorat, 2001, page 19.

déjà proposée à l'appel d'offres et 320 éligibles pilotées par 28 SGP, 08 groupes industriels (Air Algérie, Sidal, SNVI...) et 11 banque et compagnies d'assurance⁴⁰⁰

2.7. Bilan de la privatisation en Algérie

Le tableau ci-dessous représente le bilan de la privatisation des entreprises publiques Algérienne entre 2003 et 2007 :

Tableau 76: Bilan des privatisations en Algérie entre 2003 et 2007⁴⁰¹

Nombre d'opérations	2003	2004	2005	2006	2007	Total
Privatisation totale	5	7	50	62	68	192
Privatisation partielle (>50%)	1	2	11	12	7	33
Privatisation partielle (<50%)	0	3	1	1	6	11
Reprise par les Salariés (RES)	8	23	29	9	0	69
Partenariats (Joint-ventures)	4	10	4	2	9	29
Cession d'actifs à des repreneurs privés	2	13	18	30	20	83
Total	20	58	113	116	110	417

Tableau 77: Répartition des produits de cession par type de privatisation de 2001 à 2007 (million dinars Algérien)⁴⁰²

Nombre d'opérations	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
Privatisation totale	0	0	1 440	1 530	8 346	17 055	9 117	37 488
Privatisation partielle	0	0	1 002	4 958	20517	8 633	47 793	82 903
Cession d'actif à des institutions publiques	1 506	0	425	551	1495	2 257	1 315	7 549
Cession d'actif à des repreneurs privés	0	249	211	425	1 309	3 998	2 392	8 584
Cession de parts sociales	0	0	0	30	2 543	693	0	3 266
Cession d'unité d'exploitation homogènes	1 000	0	65	1 894	4 266	5 020	7 737	19 982

⁴⁰⁰ Gadi BENSALHA Ibtissem, Les privatisations en Algérie : un processus inachevé ?, revue économie & gestion n°09/01^{er} trimestre 2014, page 42

⁴⁰¹ HAMAMDA Mohamed Tahar, privatisation des entreprises publiques en Algérie, éditions choiseul « Géoéconomie », 2011/1 n°56 page 147 .

⁴⁰² ABBAR Mohammed, la privatisation des entreprises publiques par la création de sociétés de salariés, Thèse de doctorat, 2016 , page 222.

L'échec de la privatisation des entreprises publiques suivant l'ordonnance n°95-22 qui a limité le champ des entreprises publiques à privatiser au nombre de 89⁴⁰³ en excluant les secteurs : bancaire, minier, hydrocarbures, sidérurgie, métallurgie, transport aérien et ferroviaire, télécommunications qui devaient servir de combustible à la réussite de la privatisation des grandes entreprises publiques et en même temps la relance du marché financier primaire et secondaire en lui donnant plus de profondeur par l'intégration des grandes entreprises faisant partie de ces secteurs.

2.7.1. Les modalités et les techniques de privatisation par le marché financier :

L'article 26 de l'ordonnance sur la privatisation, indique que les opérations de privatisation peuvent s'effectuer par le recours aux mécanismes du marché financier soit par introduction en bourse par offre publique de vente à prix fixe ou par offre publique de vente par adjudication à prix plancher ⁴⁰⁴.

2.7.2. Les conditions de succès d'une privatisation par le marché financier :

- Le marché boursier doit être opérationnel avant tout plan de privatisation .
- Déterminer la liste des entreprises éligibles à la privatisation par le biais du marché financier.
- Pour que la privatisation par le marché financier réussisse, il faut que le marché soit : Sûr, honnête et liquide.
- Une commission boursière, (régulateur) assure la protection de l'investisseur .
- Les systèmes de négociation et de routage des ordres doivent assurer l'égalité d'accès de tous les investisseurs au marché.
- Le système de diffusion doit apporter une transparence du marché égale pour tous .
- L'essentiel des négociations doit être effectué sur le système de négociation central.
- Les négociations de blocs doivent faire l'objet d'une déclaration auprès de la commission ou d'une autorité compétente .
- Un mécanisme de garantie de marché doit assurer le bon dénouement d'une négociation quelque soit la défaillance de l'un des deux intermédiaires partie prenante à la négociation .

⁴⁰³ Décret exécutif n°98-195 du 07 juin 1998, fixant le premier lot d'entreprises publiques à privatiser.

⁴⁰⁴ Guide investir en Algérie 2006.doc 42.

- Un fond d'indemnisation doit dédommager tout investisseur lorsque son teneur de compte est dans une situation de banque route (faillite) .
- Le dénouement des négociations doit assurer la simultanéité entre le règlement espèce et la livraison des titres.
- La dématérialisation des valeurs mobilières émises .
- Mise en place de règles de transparence strictes pour les sociétés souhaitant coter leurs actions ou leurs obligations.

2.7.3. Les difficultés d'application dans les pays en développement particulièrement l'Algérie :

- La complexité et la lourdeur des étapes préparatoires des procédures de privatisation par le biais de la bourse ressenti par les dirigeants des entreprises publiques .
- Le cout financier élevé du à l'introduction en bourse, en moyenne 10% du montant levé .
- Les mesures de restructuration des entreprises éligibles à la privatisation qu'impose une introduction en bourse.
- Les difficultés techniques rencontrées lors de l'évaluation des entreprise privées comme publiques éligibles à la privatisation, car les méthodes d'évaluation ne sont ps toujours adaptées aux spécificités de l'entreprises publique.
- L'inaptitude des entreprises à privatisées à répondre aux exigences informationnelles des autorités boursières.
- La difficulté de drainer et transformer l'épargne et le manque de culture boursière chez la population et les dirigeants des entreprises, ce qui a entraîné échec de l'opération.
- Les montants faramineux des créances non recouvrables détenues par les entreprises publiques nécessitant un assainissement profond des comptes des entreprises publiques .
- Le climat des affaires défavorable à des opérations d'une telle envergure.

2.8.Bilan de la privatisation par le marché financier en Algérie.

Depuis la création du marché boursier en Algérie, ce dernier reste de taille insuffisante pour jouer un rôle déterminant dans le processus de privatisation, ces opérations on touché juste une petite parte du capital social des quatre entreprises privatisées entre 1998 et 2017 , dont deux se sont soldées par un échec .

L'étroite expérience de l'état Algérien en matière de privatisation par le biais du marché financier dresse un constat amer et révèle de nombreux dysfonctionnements, qui constituent les causes directes de l'échec de la privatisation, on citera :

- ❖ La privatisation suppose la définition d'une stratégie de concrétisation⁴⁰⁵, ce qui a été négligé.
- ❖ La faiblesse de la bancarisation, l'inefficacité et l'inadaptation du réseau bancaire, notamment dans le cadre de paiement des dividendes aux actionnaires en dépit de l'existence de conventions avec les entreprises émettrices. Elles se sont retrouvées dans l'obligation de régler les dividendes directement aux actionnaires.
- ❖ Le désintéressement des pouvoirs publics des financements alternatifs, notamment le financement boursier, de 2000 à 2017, on a constaté l'introduction en bourse de trois entreprises privées et aucune entreprise publiques en bourse, sachant qu'un lot de 50 entreprises publiques est dans le pailleur (validé par le CPE).
- ❖ La défaillance des sociétés émettrices en matière de communication envers les actionnaires, par la publication des états financiers et des résultats qui se fait souvent dans un langage financier hermétique, incompréhensible pour un simple épargneur.
- ❖ La défaillance de la bourse d'Alger, notamment dans la gestion des transactions, dans le cas de l'offre publique de vente des titres Egh El Aurassi, certains actionnaires n'ont pas pris possession de leurs certificats matérialisés qu'en 2003, soit un retard de cinq ans.
- ❖ La place financière Algérienne a enregistré un énorme retard dans le lancement du dépositaire central (Algérie clearing).
- ❖ Le manque de compétences et de culture financière de tous les intervenants : Les IOB, les sociétés émettrices et les épargnants.

2.9. Mesures de la relance de la privatisation par le marché financier

Afin de promouvoir les pratiques boursières et moderniser le marché financier Algérien, des mesures doivent être prises et les défis doivent être relevés par les autorités financières Algériennes pour favoriser le développement du marché financier et contribuer au parachèvement des réformes économiques et financières du pays.

405J. Kumssa, « L'économie politique de la privatisation en Afrique subsaharienne », Problèmes économiques, n° 2480, 24 juillet 1996, pp. 9-15.

- L'état en sa qualité de stratège et de pilote dans le processus de désengagement, doit clairement affirmer sa volonté inconditionnelle de relancer le programme de privatisation par le biais du marché des valeurs mobilières et relancer de ce fait, l'activité boursière.

Le seuil de 20% reste insuffisant pour créer un véritable marché, la situation actuelle du marché financier est telle que l'Etat doit céder la totalité de ces actions pour prétendre à une réelle économie de marché. L'Etat devrait donc déplaçonner le niveau d'ouverture du capital à 40% voir 50%.

- Le marché boursier Algérien ne contient qu'un seul compartiment (la cote officielle) réservé à des entreprises rentables, ayant des parts de marché appréciables et une notoriété bien établie. Les autorités financières devraient penser à créer une maison de rating en Algérie qui permettrait de noter les entreprises éligibles à la cote d'en apprécier le risque.
- L'adoption d'un nouveau mode de financement par la bourse dans l'économie Algérienne comme mode de financement alternatif aux financements classiques .
- Le manque de culture boursière doit être pris en charge par les autorités compétentes en vulgarisant les pratiques boursières à travers différents moyens médiatiques en organisant des formations et séminaires, créant des écoles et traçant des parcours notamment universitaire dans la discipline.
- L'aspect de l'information et de la communication financière a été négligé dans les stratégies de privatisation et n'a pas manqué d'aggraver l'indifférence et la méfiance des investisseurs, les instances boursières devraient informer et sensibiliser les porteurs de titres sur l'exercice de leurs droits et la compréhension de leurs obligations.
- Elles doivent également veiller à ce que les sociétés cotées respectent leurs engagements d'information, en diffusant régulièrement leurs résultats et leurs projets de développement afin de créer une atmosphère de confiance avec les actionnaires.
- Compléter le paysage boursier et pallier le dysfonctionnement organisationnel et structurel de la bourse d'Alger, par l'encouragement des pouvoirs publics la constitution des OPCVM et celle des intermédiaires en bourse et élargir leur champ d'activité allant jusqu'au démarchage et la gestion de portefeuille.

Conclusion

La réussite d'un programme de privatisation par le marché boursière est étroitement liée à la recherche de l'efficacité économique à travers la définition d'objectifs compatibles, de méthodes de transfert appropriées et une réelle libéralisation de l'économie .

La politique de privatisation menée par les pouvoirs publics n'a pas donné des résultats probants puisque seulement 400 entreprises ont été privatisées sur les 1200 entreprises publiques économiques.

Le choix de la privatisation par le biais du marché financier aurait pu permettre au pays de réussir cette privatisation, elle aurait été bénéfique pour les entreprises, pour l'Etat et sur tout pour relancer le marché du financement alternatif.

Le processus de privatisation par le marché financier a été bien amorcé , il a connu un engouement de la part du public, en effet , les offres publiques de vente des titres de capital de Saidal et Aurassi ont connu un véritable succès et un réel enthousiasme de la part du public, il a fallu réduire les parts allouées aux institutionnels pour satisfaire la demande privée, ce qui permet d'affirmer l'existence d'une réelle demande d'investissement dans le compartiment du titre de capital.

La lente progression et les difficultés de la privatisation sont dues principalement à l'inexistence ou la faiblesse du marché boursier car sur une liste de 1200 entreprises publiques à privatiser, juste trois d'entre elles ont été privatisées en faisant appel au marché financier :

- ✓ ERIAD Sétif 20% du capital cédé.
- ✓ Hôtel El Aurassi 20% du capital cédé.
- ✓ Saida 20% du capital cédé.

La décision du gouvernement de continuer la privatisation des entreprises publiques en **dehors** de la bourse à partir de 2003, a été fatale pour relancer et donner plus de confiance et de profondeur au marché financier, ce qui explique la situation embryonnaire que vit ce marché depuis sa création à ce jour.

Section 2: Les facteurs responsables de l'insuffisance de liquidité du marché boursier Algérien

Les contraintes liés au développement du marché boursier sont nombreuses , à noter l'absence de consensus et de visibilité quant à la place du marché financier Algérien dans l'environnement économique du pays, le processus de privatisation des entreprises qui se déroule en dehors de la bourse, le manque de liquidité structurelle caractérisant le marché secondaire, l'absence de professionnels au marché pour le dynamiser et le relancer, en plus de ce qui a été mentionné, on va identifier d'autres facteurs de blocage qui influent le plus sur la liquidité et entravent le développement du marché boursier en Algérie .

1. Relation entre la masse monétaire et le marché financier

En Algérie, la circulation fiduciaire a été toujours élevée et continue à représenter une part importante de la masse monétaire malgré une certaine réduction, En 1964, elle était de 54%, puis elle a chuté à 44% en 1979 ,puis elle s'est maintenue à un niveau élevé en 2013 et 2014 : 26,8% (soit 3204,3 milliards de Dinars en 2013 et 3658,9 Dinars en 2014). Elle s'est même accrue en 2015 et 2016 en atteignant respectivement 29 ,97%, 32,54% de la masse monétaire (soit 4108 milliards de Dinars et 4548,3 milliards de dinars), comparé à la monnaie fiduciaire en circulation en Tunisie, qui ne représente que 14,5% à fin 2012 et 14% en 2013.

La part de la monnaie fiduciaire dans la masse monétaire M2 a atteint 31,79 % fin 2017 , la baisse de la part de la monnaie fiduciaire dans M2 au cours du dernier trimestre 2017 traduit le recul des montants détenus par les opérateurs économiques, elle se traduit par l'encadrement du commerce extérieur quant à l'importation des biens pour la revente en état en imposant une provision de 120% .

Un tel volume de Dinars en circulation favorise , entre autre, la thésaurisation, l'expansion des activités informelles⁴⁰⁶, la spéculation, l'évasion fiscale, la fuite des capitaux, et cela plombe le développement des marchés de financement officiels notamment le marché financier⁴⁰⁷.

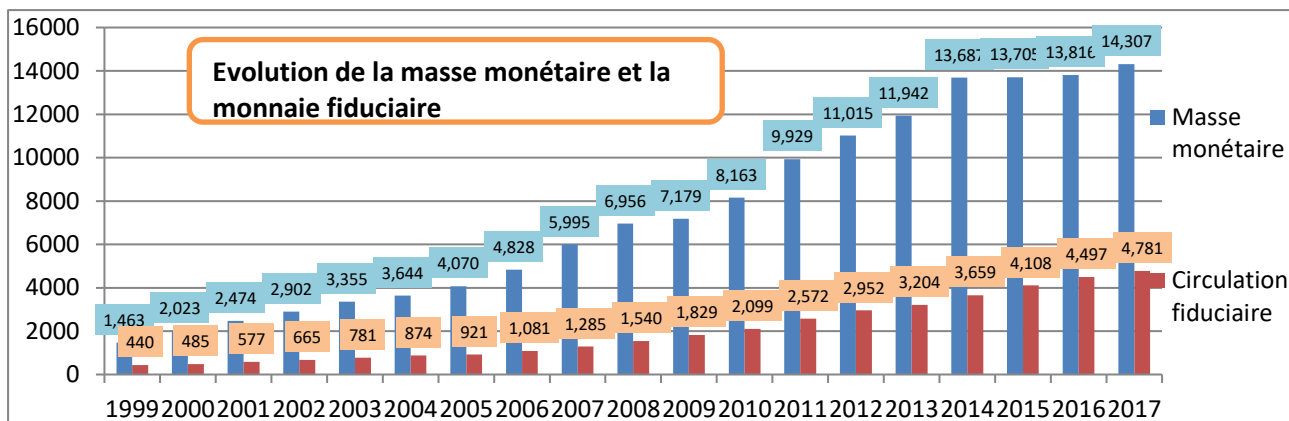
C'est le résultat d'absence d'efforts réels de la part notamment des banques pour attirer plus de clients en élargissant les réseaux bancaires (faible taux de bancarisation), développer la confiance ternie par la bureaucratie, l'opacité de gestion et prises de décisions en matière de

⁴⁰⁶ Article, BENKAMLA-Mohammed le système financier Algérien et les IDE : deux piliers pour la promotion des pôles industriels en Algérie, disponible sur le site, <http://univ-blida2.dz/fr/wp-content/uploads/sites/24/2018/11/BENKAMLA-Mohammed.pdf>, consulté le 15 décembre 2018.

⁴⁰⁷ Bader Eddine NOUIOUA, le Dinar Algérien passé et présent, aspect de la politique monétaire et financière de l'Algérie, CASBAH éditions, page 59.

distribution de crédit, le manque de produits financiers adaptés aux besoins du consommateur et entreprises Algériennes quelques soient leurs tailles. La réticence des pouvoirs politiques à imposer des moyens de paiement modernes est un autre facteur à l'origine de cette situation.

Figure 61: Evolution de la masse monétaire et la monnaie fiduciaire



Source : Elaboré par nos soins sur la base de données fournies les rapports annuels de la banque d'Algérie et le bulletin statistique trimestriel de la banque d'Algérie, juin 2017.

2. La prédominance du financement des entreprises par le secteur bancaire

Le tableau ci-dessous représente la répartition des crédits accordés à l'économie par maturité et le financement consenti aux entreprises par le biais du marché financier notamment les obligations corporatives émises dans le compartiment des titres de créances négociables.

Tableau 78: Les crédits accordés par le secteur bancaire et le marché financier à l'économie (milliard DA)

	Financement par le marché financier	Financement par le secteur bancaire			
	Emprunts obligataires émis	Crédits à court terme	Crédit à moyen terme	Crédit à long terme	Crédits à l'économie
2002	0	508,5	638	-	1266
2003	7,48	736,6	606	-	1380
2004	49,29	779,7	617,6	89,1	1535
2005	56,82	853,9	747,5	109	1780
2006	48,65		786,4	203,3	1950
2007*	7,8	1026,1	828	351	2205
2008*	36	1189,4	910	516,1	2615,5
2009*	14,3	1320,5	904	862	3086,5
2010*	0	1311	831	1126,1	3268,1

2011*	0	1363	847,9	1515,6	3726,5
2012	0	1361,7	978,1	1947,9	4287,6
2013	0	1423,4	1 228	2505	5156,3
2014	0	1608,7	1413,4	3482,4	6504,6
2015	4	1710,6	1641,8	3924,8	7277,2
2016	0	1914,2	1810,8	4184,8	7909,9
2017	7	2019,1	1962,5	4489,1	8470,7

Sources : Tableau construit à partir de :

-* données tirées du rapport sur la stabilité du système bancaire Algérien de 2001 à 2009, Edité par la banque d'Algérie, Juin 2013, page 168.

-Bulletin statistique trimestriel, Mars 2015, édité par la banque d'Algérie.

-Rapport de la banque d'Algérie, 2017

NB : Entre 2002 - 2003, les montants des crédits accordés à moyen terme (CMT) sont confondus avec les crédits à moyen et long terme (CMLT) suivant les rapports fournis par la banque d'Algérie.

Le financement des entreprises publiques et privées en Algérie, se fait de manière prédominante par les banques, qu'il s'agisse de crédits d'investissements ou d'exploitation (court, moyen et long terme).

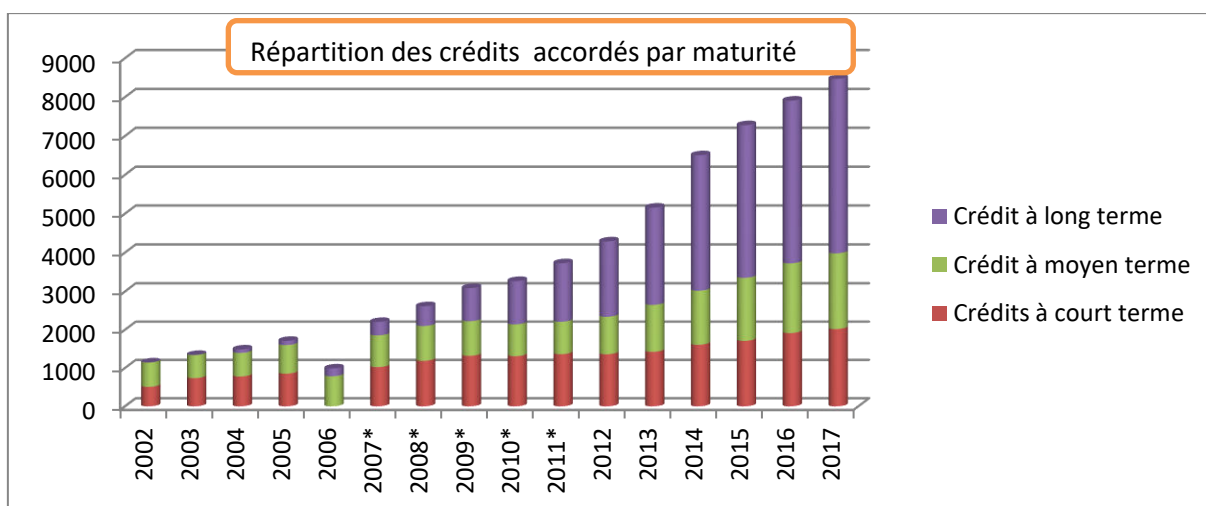
L'évolution de la structure des crédits par maturité, indique la prédominance des crédits à long terme, principalement des crédits accordés aux entreprises publiques du secteur de l'énergie.

L'analyse de la structure des crédits par maturité démontre qu'entre 2002 et 2006, les entreprises ont bénéficiés de 40 à 50% de crédit d'investissement à moyen terme, vu les grands chantiers ouverts par les pouvoirs publics dans tous les secteurs (BTP, santé, éducation, transport....).

Le crédit à moyen terme distribué par le système bancaire représente en moyenne 23% des crédits accordés à l'économie, ces crédits sont généralement d'une maturité de 5ans dont bénéficie les PME et PMI, pour soit la création d'entreprises soit l'extension de ses capacités de production par l'acquisition de nouveaux équipements.

Les crédits à moyen terme dont ont bénéficiées les entreprises n'ont cessé de progresser depuis 2002 jusqu'à 2017, le montant distribué a plus que triplé en passant de 617 milliards de dinars en 2013 à 1963 milliards de dinars en 2017, comme le montre le graph ci-dessous.

Figure 62: Répartition des crédits accordés par maturité



Source : Graph élaboré sur la base des données tirées du tableau n°78

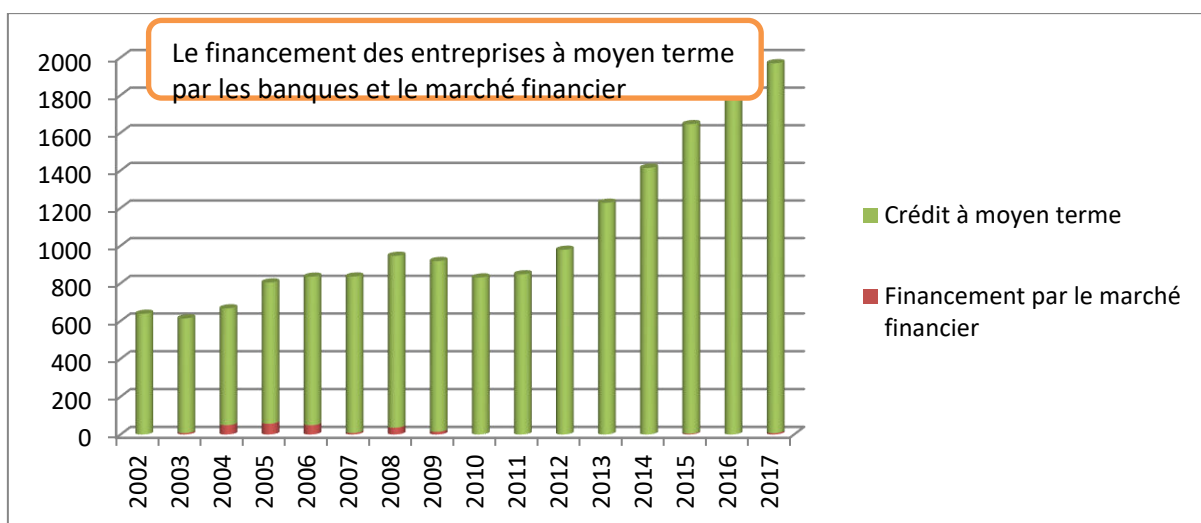
Le financement alternatif ou complémentaire des entreprises par le biais du marché financier est insignifiant comparé au total des crédits accordés à l'économie nationale où même les crédits dont à bénéficiés les entreprises à moyen terme (voir graph n°63).

L'engouement des entreprises Algériennes pour le financement bancaire contre celui offert par le marché financier s'explique notamment par : le manque de transparences des entreprises Algériennes quelques soit leurs tailles, le manque de culture boursières des différents agents économiques (établissement financier, entreprises, épargnants), la simplicité d'accès au marché bancaire par les micro entreprises, PME & PMI ...

Finalement, la participation de la bourse d'Alger au financement de l'économie est très faible⁴⁰⁸, voir inexistant depuis la rupture d'alimentation en titres.

⁴⁰⁸ Touil meriem, Quels enjeux pour le développement du système bancaire et financier algérien ? ,revue finance & marchés, volume 2, numéro 3 page 52

Figure 63: Le financement des entreprises à moyen terme par les banques et le marché financier



Source : Graph élaboré sur la base des données tirées du tableau n°78

3. Le caractère familial des entreprises privées :

La plus part des entreprises privées Algériennes sont familiales, elles réfutent la cession d'une partie du capital avec des personnes étrangères, de peur de perdre le contrôle de l'entreprise d'une part, et refusent de partager le fruit de leur réussite avec les investisseurs d'une autre part.

4. l'étroitesse du marché :

Depuis le début de l'activité de la bourse d'Alger, elle n'a accueillie que six titres de capital à sa cote officielle, dont un a été radié en 2006, ce qui réduit le choix des investisseurs en valeurs mobilières avec l'absence d'intervenant dans le marché des PME , malgré l'accent qui a été mis par les pouvoirs publics en matière de création et développement des PME qui doivent jouer un rôle important dans la croissance économique du pays.

5. Le manque de fluidité dans le circuit des titres :

La plus part des cours des titres de capital baissent à la fin du contrat de liquidité signé entre l'entreprise cotée et l'intermédiaire en opération de bourse chargé de l'animation du titre, ce qui entraine des pertes considérables en capital pour les investisseurs détenteurs des titres.

6. Transition inachevée vers l'économie de marché :

Le processus de libéralisation regroupe un ensemble d'action qui recourent à l'émergence d'une économie de marché , la construction d'une économie doit d'abord passer par l'assainissement

de l'environnement et ses composantes économiques, social technologique , culturel et institutionnel représente un déterminant du marché⁴⁰⁹ .

Les hésitations et l'indécision ont caractérisé la politique de l'Etat en matière de privatisation qui s'est faite en dehors de la bourse à l'exception de trois entreprises publiques.

Aussi , **l'expansion du marché informel** a contribué à limiter l'extension du marché financier, non combattu efficacement par les pouvoirs publics , ce marché domine l'économie Algérienne, il ne laisse pas le choix aux ménages et aux entreprises d'investir leurs épargnes dans les actifs financiers.

7. Un environnement des affaires bureaucratisé et complexe⁴¹⁰

8. Le rôle du FNI dans l'entrave au développement du marché financier Algérien :

La création du Fonds National d'Investissement⁴¹¹ est issue de la restructuration de la Banque Algérienne de Développement à l'effet de promouvoir de nouveaux instruments indispensables à l'intervention de l'Etat dans le financement du développement. Cette action entre dans le cadre du parachèvement du processus de réforme du secteur financier et bancaire engagé par l'Etat.

La loi de finances complémentaire de 2009 a consacré cette restructuration en modifiant l'appellation BAD en FNI tout en maintenant provisoirement les statuts de 1963 de la BAD et en dotant la nouvelle institution d'un capital de 150 milliards de DA.

8.1. Activités et missions de FNI

✚ Le financement des opérations du secteur économique :

- Financement de projets d'investissement économique.
- Partenariat avec les entreprises publiques et/ ou des investisseurs étrangers pour la réalisation de projets de développement.
- Financement des PME-PMI⁴¹²

⁴⁰⁹ Ahmed KOUJRI, le marché financier en Algérie : situation et perspectives, les cahiers du READ n°101-2012 page 05.

⁴¹⁰ Article , Amine MOKHEFI , Mohamed AMRANI, Accroître l'efficacité du marché financier algérien et révision de la politique financière, Revue DIRASSAT , n°27A, septembre 2016, page 71 .

⁴¹¹ Créé par la loi n°63-165 du 07/05/1963 modifiée par l'ordonnance n°71-47 du 30/06/1971, par l'ordonnance n°72-26 du 07/06/1972, par l'article 55 de l'ordonnance 09-01 du 22/07/2009 et par l'article n°37 de la loi n°11-11 du 18/07/2011 portant loi de finances complémentaires.

⁴¹² <https://www.fni.dz/fni/?q=fr/participations.html>, consulté le 25/03/2016 à 10H01.

- Octroi de garanties

L'intervention du FNI se fait sous forme de prêts à long terme à des conditions adaptées au type de projet financé, de cofinancement ou par biais de prise de participations.

- ✚ La gestion des programmes d'équipement public par la mobilisation de ressources budgétaires.
- ✚ En matière de ressources, en plus de ses capitaux propres, le fonds peut mobiliser des ressources additionnelles par des prêts et autres avances auprès du trésor public ou encore recourir au marché obligataire avec ou sans la garantie de l'état.

8.2.Constat :

En matière de financement, les grandes acteurs économiques représentés par les grandes entreprises ont recours aux lignes de crédits à **long terme** consenties par le fond national d'investissement communément appelé **FNI** avec des taux d'intérêts **bas** avoisinant le **1%** (sachant que le taux d'intérêt offert par les banques commerciales tourne au tour de 6,25%⁴¹³) pour financer leurs programmes de développement et d'investissement tel est le cas pour la société de gestion du métro d'Alger, ministères de l'éducation, de la formation professionnelle et de la santé d'un montant de 7040 Millions de DA, totalisant en 2014, 985 opérations avec une autorisation de programme de 7 213 milliards de DA⁴¹⁴.

Le groupe de cimenterie Algérien GICA a bénéficié d'un crédit auprès du FNI en 2014 d'un montant de 23 milliards de dinars avec un taux préférentiel de 3,5%, pour une durée de remboursement de 20 ans bénéficiant d'une période de différé de 7ans. Le FNI entrave et empêche le développement du marché financier Algérien.

Cette situation peut être considérée comme une concurrence déloyale et un frein au développement du financement par le biais du marché financier, car les deux offres des fonds à long terme, mais l'accès des grandes entreprises au marché financier est plus **contraignant, exigeant, et onéreux** que celui du FNI.

9. Les obstacles en matière d'évaluation d'entreprises auxquels sont confrontés les gestionnaires :

- L'absence d'un marché financier dynamique et le nombre très réduit des entreprises qui sont cotées, limitent le choix des méthodes applicables (celle des multiples de marché et

⁴¹³ Conditions générales de banques, lettre commune n°03/2007, édité par le crédit populaire d'Algérie, page 5

⁴¹⁴ Rapport annuel 2014, établi par le fonds national d'investissement, page 18.

comparables ne trouvent pas leur place, ainsi que la méthode des flux financiers « boursières » telles que les méthodes de Gordon-shapiro et de Bates).

- Le caractère familial des entreprises Algérienne n'a pas laissé place à bon nombre de transactions, d'où la difficulté de trouver un panier de transactions comparables.
- Le manque de prévisions et estimations d'indicateurs économiques de grande importance (le risque du marché, risque de chaque secteur d'activité...) empêche les entreprises d'avoir une meilleure visibilité quant à leur avenir et fausse souvent la crédibilité des business plan .
- L'absence de culture boursière auprès des principaux acteurs économiques (ménages, établissements bancaires, compagnies d'assurances, établissements financiers non bancaires...).

10. La faiblesse de l'appareil productif⁴¹⁵

11. L'absence de la Titrisation dans le modèle économique Algérien

11.1. Le refinancement hypothécaire via le processus de la titrisation en Algérie :

En Algérie le recours au financement à travers la technique de titrisation n'a été utilisé que dans le financement hypothécaire.

Le logement est l'un des volets importants qui caractérise le niveau du développement et la qualité de vie dans un pays. Le rôle prioritaire de refinancement hypothécaire est de procurer les ressources financières nécessaires (moyen et long terme) et les mettre à la disposition des intermédiaires financiers (les banques) pour le financement du logement. A ce titre, les banques n'auront plus de difficultés à s'occuper du problème de la disponibilité et de l'adéquation des ressources.

C'est dans cet esprit que la société de Refinancement Hypothécaire (SRH) a été créée , parmi les objectifs tracés figure la mobilisation des ressources sur le marché financier en émettant des titres financiers adossés à des créances hypothécaires de haute qualité. Le produit des émissions réalisées sera utilisé pour le refinancement des créances existantes au niveau des banques ou pour l'achat de ces créances (la titrisation)

Créée le 27 novembre 1997, la **Société de Refinancement Hypothécaire** est un établissement financier, ayant le statut d'une Entreprise Publique Economique, société par actions (SPA) dotée

⁴¹⁵ Azziza Bensmina , Tabani Meriem, le rôle de la régularité comptable et la transparence dans la dynamisation de la bourse d'Alger, revue études économiques et finance, université El Oued, n°9 /03 page 159.

d'un capital social initial de 3.290.000.000 DA, augmenté à 4.165.000.000 DA en 2003. Son capital est intégralement libéré et souscrit, composé de 833 actions d'une valeur de 5.000.000 DA⁴¹⁶

Les actions de la SRH sont réparties sur les neufs détenteurs suivants :

- Le Trésor Public : 254 actions, soit 1270 millions de DA.
- La BNA : 109 actions, soit 545 millions de DA.
- La BEA : 109 actions, soit 545 millions de DA.
- Le CPA : 109 actions, soit 545 millions de DA.
- La CNEP : 76 actions, soit 380 millions de DA.
- La BADR : 50 actions, soit 250 millions de DA.
- La CAAR : 50 actions, soit 250 millions de DA.
- La SAA : 50 actions, soit 250 millions de DA.
- La CAAT : 26 actions, soit 130 millions de DA.

11.2. Les objectifs de la SRH

La société de refinancement hypothécaire est un établissement financier agréé par la Banque d'Algérie, dont l'objectif principal est le refinancement des prêts aux logements consentis par les intermédiaires financiers agréés, elle a également pour objectifs :

- La promotion du système de financement de logement à moyen et long terme.
- L'encouragement à la concurrence entre les institutions financières pour l'octroi du crédit hypothécaire.
- Le prolongement de la maturité des taux octroyés par les banques.

11.3. Les ressources de la SRH :

Les ressources financières à moyen et à long terme de la SRH proviennent de :

- L'émission des bons sur le marché financier local .
- Les emprunts sur le marché financier international .
- Le recours au refinancement auprès de la banque d'Algérie .






⁴¹⁶<http://srh-dz.org/?p=presentation&lang=fr&var=1>, consulté le 05/02/2018 à 23H17.

11.4. La SRH a pour missions principales de :

- Développer l'intermédiation financière destinée au financement du logement afin de réduire la pression sur le budget de l'Etat .
- Participer au développement du marché financier et favoriser l'octroi du crédit hypothécaire, en permettant aux banques et établissements financiers d'exercer cette activité dans des conditions de liquidité et de garanties favorables et ce, dans un contexte concurrentiel.
- Emettre sur le marché financier des obligations ou autres valeurs mobilières aux caractéristiques similaires à celles des crédits à refinancer.
- Développer l'expertise en matière de structuration des émissions obligataires.
- Développer la standardisation des normes de souscription des prêts hypothécaires.

11.5. Les avantages du refinancement hypothécaire

Les avantages offerts par la SRH en matière de refinancement sont :

-  La disponibilité de la liquidité pour les banques et établissements financiers à travers le refinancement des crédits déjà octroyés aux ménages dont l'objectif est d'acheter, construire ou améliorer le logement .
-  Le crédit refinancé par la SRH aura les mêmes conditions que les crédits Interbancaires
-  Réduction des coûts des opérations d'intermédiation .
-  Baisse des taux à moyen et long terme .
-  Appui des banques par des liquidités (ressources à long terme).

11.6. Les limites du refinancement hypothécaire⁴¹⁷

La création de la SRH permet aux banques de se refinancer et d'éviter la transformation d'une épargne à court terme dans des emplois à long terme sur tout dans la situation où le système bancaire est confronté au problème de liquidité. Les conditions de refinancement auprès de cet organisme reposent sur la garantie hypothécaire de premier rang pour la couverture des crédits octroyés par les banques aux particuliers.

⁴¹⁷Les modalités de suivi des crédits hypothécaires & Evaluation du refinancement hypothécaire document fourni par la SRH.

La difficulté pour les acquéreurs de fournir des actes de propriété permettant aux banques de prendre des hypothèques limite la possibilité de se refinancer auprès de la SRH.

D'autre part, le coût de refinancement auprès de la SRH demeure assez élevé. Il réduit le taux de marge pour la banque ce qui n'est guère incitatif. Aussi, la demande de refinancement des banques n'est-elle pas importante.

Depuis 1999, un seul portefeuille hypothécaire (celui du CPA) a été refinancé à un taux de 8,5% pour une période de 05 ans. Cette réticence des banques s'explique par :

- Une insuffisance de l'activité d'octroi du crédit hypothécaire.
- Une situation de surliquidité des banques commerciales jusqu'à 2014.

La SRH a démarré son activité par le recours à deux emprunts extérieurs de longue durée en plus de son capital social, ce qui lui a permis de trouver une solution financière provisoire pour développer son activité durant 3 à 4 années.

Un crédit relais extérieur à long terme lui permet d'assurer une disponibilité de liquidités à des taux raisonnables. Toutefois et pour assurer à long terme la pérennité de la société, il y a lieu de développer le marché financier matériel (dont les structures sont encore embryonnaires) afin de lui permettre de se refinancer directement en dinars Algériens et d'éviter les pertes découlant des risques de change.

La réussite de la titrisation n'est possible que dans le cadre d'un marché financière sophistiqué, dans laquelle le développement du marché secondaire est conditionné préalablement par le développement du marché primaire, où les volumes de refinancement et l'efficacité des intervenants et les mécanismes du système financier permettent d'en faire un instrument rentable de financement concurrentiel sur le marché de gros.

Aussi la concurrence entre les prêteurs, la standardisation des normes de souscription des prêts et la gestion des impayés, la collecte des statistiques sur les emprunteurs permettent l'évaluation du risque par les investisseurs.

12. Les contraintes et limites du développement du marché obligataire Algérien

- L'absence de diversité des produits, le marché comprend principalement des obligations de 5 ans, ce qui n'offre pas beaucoup d'alternative de financement.
- Base limitée d'investisseurs faisant ressortir une proportion importante d'investisseurs bancaires, principaux intervenants sur le marché, notamment primaire. L'horizon de ces

investisseurs reste plutôt court compte tenu de la structure de leurs ressources en comparaison avec d'autres investisseurs institutionnels tels que les assurances.

- Absence d'un réservoir de ressources longues.
- Faiblesse de la concurrence. Toutefois, un certains nombre de mesures peuvent être entreprises afin d'encourager l'essor de ce marché tel que :
 - ✓ Encourager l'émergence de réflexes d'épargne et de placement à long terme chez les agents économiques en prenant des mesures concrètes pour combattre la préférence générale pour la liquidité et la thésaurisation. Dans ce cadre, il est nécessaire de restaurer leur confiance en proposant des produits réellement rémunérateurs, sécurisés et bien assimilés du grand public. Il s'agit également de moderniser les services bancaires pour une meilleure qualité de prestations.
 - ✓ Mettre en place un système régulier d'information et d'analyse des sociétés faisant un appel public à l'épargne.
 - ✓ Assainir et redresser les grandes entreprises afin qu'elles puissent redémarrer avec des structures financières leur permettant d'affronter la compétition et de consolider leur solvabilité, condition première pour leur intervention sur le marché financier dont le dynamisme dépend à son tour de leur présence.
 - ✓ Développer l'expertise auprès des banques en matière de montage et de conduite des grandes opérations financières.

On peut déduire que les fondements du marché obligataires sont là, mais il y a du chemin à faire encore vers un marché liquide et actif. Ceci dépendra sans doute du rôle à jouer par tous les intervenants : Régulateurs, émetteurs et investisseurs.

Section 03 : Les actions menées et perspectives de développement du marché financier Algérien

1. Les actions menées pour développer le marché financier Algérien :

Dans le cadre de la modernisation de système financier Algérien, le ministère des finances a signé pour le compte de la bourse d'Alger un contrat avec le consortium espagnol, BME InnoVA, portant l'acquisition et l'implémentation d'une plate forme numérique pour l'automatisation des systèmes d'information des institutions et intermédiaires du marché financier (réalisation d'un data center de la SGBV au cours de l'année 2019).

1.1. Sur le plan de la promotion du marché boursier :

La bourse d'Alger a lancé un plan de communication et de vulgarisation visant à renforcer la culture boursière auprès des opérateurs économiques et du grand public, ce programme de communication a été approuvé par le conseil d'administration de la SGBV le 30 décembre 2013, il a été concrétisé notamment par, l'organisation de séminaires, journées portes ouvertes aux étudiants et aux opérateurs économiques, formations et rencontres à travers l'organisation de nombreuses manifestations (workshps , conférence...)

Aussi, l'élargissement de la visibilité du marché sur les réseaux sociaux qui tendent à devenir un des canaux de communication les plus efficaces.

Des actions de formation et d'éducation financière ont été lancées par les dirigeants de la société de gestion des valeurs mobilières (SGBV) aux profils des étudiants universitaires, des journalistes, des chefs d'entreprises, des investisseurs .

L'adaptation par la société de gestion des valeurs et réaménagement des textes juridiques en faveur d'amélioration de ses services.

Augmenter la fréquence de cotation suite à l'amplification de la capitalisation boursière

1.2. La signature de plusieurs conventions avec plusieurs partenaires internationaux

Un plan de réforme ambitieux initié par le ministère de finances pour redynamiser le marché financier en Algérie, il s'agit d'alimenter le marché avec de nouvelles introductions, de réorganiser la cote par la création d'un marché dédié aux PME, la mise en place d'un nouveau système d'information et la formation des acteurs du marché ainsi que le renforcement de leurs aptitudes professionnelles, pour cela le gouvernement Algérien a signé plusieurs accords de coopération avec :

1.2.1. Accord de coopération entre la bourse d'Alger SGBV et EURONEXT Paris SA

Euronext est le principal opérateur de la zone Euro avec plus de 1300 émetteurs représentant une capitalisation boursière de plus de 3 274 milliards d'euros, dont plus de 20 valeurs phares composent l'indice de référence EURO STOXX 50® et une clientèle nationale et internationale solide et diversifiée.

Euronext gère des marchés au comptant et dérivés réglementés et transparents. son offre recouvre des produits variés tels que les actions, les ETFs (Exchange Traded Funds), les warrants et certificats, les obligations, les dérivés sur actions, les dérivés sur matières premières et les indices. Euronext met également à profit son expertise en fournissant des solutions technologiques et des services administrés à des tiers.

Euronext comprend ses marchés réglementés, Alternext, son marché libre et dispose d'EnterNext, sa filiale dédiée au financement des PME-ETI par les marchés de capitaux

Elle est une filiale détenue à 100% par intercontinental Exchange Group (ICE).

1.2.1.1. Les éléments statistiques d'Euronext :

Les statistiques d'Euronext au 31/12/2016, sont les suivants :

Tableau 79: Statistiques d'Euronext

Nombre d'entreprises	
Euronext	854 (dont 105 étrangères)
Alternext	197
Marché libre	246
Capitalisation boursière (Mds €)	
Euronext	3274,18
Alternext	13,05
Marché libre	9,12
Nombre de valeurs	
Obligations	5525 (dont 2 647 à Paris)
ETF	790 (dont 540 à Paris)

Source : Euronext, Factbook 2016.

Le 25 avril 2014, au siège de la bourse d'Alger, a eu la cérémonie de signature d'un protocole d'accord entre la Société de gestion de la bourse des valeurs SGBV bourse d'Alger avec Euronext Paris SA, l'une des principales places financières Européennes .

Ce protocole vise à renforcer les relations entre les deux places financières dans un esprit de coopération et de respect mutuel sur le thème qui confortent la convergence d'intérêt des deux places en général et de leurs marchés financiers respectifs en particuliers.

1.2.1.2. Les axes de coopérations portent essentiellement sur⁴¹⁸ :

a- L'animation de la place dans les différents métiers de la finance :

Les deux parties prévoient de coopérer pour l'animation de leurs places respectives dans les différents métiers de la finance, l'organisation de séminaires et de formations professionnelles, initiation et l'accompagnement des travaux de recherche et de réflexion.

b- La recherche et innovations financières :

Les deux parties conviennent de mener des initiatives communes en matière de recherche et innovation financière sur des thématiques d'intérêt commun, en particulier dans les domaines :

- Finance durable.
- Gouvernement d'entreprise.
- PME innovantes.

c- La promotion réciproque de développement international

Les deux parties développeront leur collaboration pour la promotion, en particulier au plan international, des places financières de Paris et d'Alger (préparation de tables rondes, conférences, séminaires et autres événement promotionnels afférents).

d- Soutien au développement du marché financier Algérien

Il se fait principalement par l'accompagnement des entreprises vers la cotation en bourse

1.3. Accord de coopération entre la bourse d'Alger SGBV et la bourse de Tunis BVMT

La bourse de Tunis, appelée officiellement la bourse de valeurs mobilières de Tunis BVMT depuis le 15 novembre 1995, elle est responsable de la gestion, de la sécurité et de la promotion du marché tunisien des valeurs mobilières , son principal indice boursier est le Tunindex.

Dans le but de développer le marché financier Algérien, Le 22 mai 1994 a eu lieu la signature d'un protocole d'accord de coopération à Tunis entre la bourse d'Alger et la bourse de Tunis, il porte essentiellement sur⁴¹⁹ :

1. L'échange d'information et d'expérience .
2. La formation et l'assistance technique.

⁴¹⁸ Communiqué de presse de la bourse d'Alger, protocole d'accord entre la SGBV et Euronext Paris SA page 01 .

⁴¹⁹ Communiqué de presse de la bourse d'alger, accord de coopération entre la SGBV et la BVMT, page 01.

3. La promotion de la culture boursière.
4. Le développement des doubles cotations.

Aussi Le rapprochement entre les deux bourses vise à dynamiser et faire progresser le rôle des marchés dans le développement des économies des deux pays pour booster la croissance des entreprises et leur assurer un rayonnement régional et une visibilité internationale.

La consolidation de la coopération entre les deux pays s'inscrit dans la volonté de favoriser à moyen terme la création d'un espace financier maghrébin homogène pouvant multiplier les opportunités d'investissements pour les opérateurs locaux et les investisseurs étrangers

Pour cela toutes les conditions doivent être réunies pour une meilleure intégration des deux marchés financier, et aplanir les obstacles pour que les acteurs de marché puissent soutenir les ambitions économiques des deux pays .

En plus de ces deux accords, la bourse d'Alger a signée plusieurs accords de coopération avec la bourse d'Egypte et de l'Arabie saoudite, en vue de développer les instruments et de dynamiser l'activité de la bourse d'Alger pour qu'elle puisse jouer son rôle dans le financement et le développement de l'économie nationale.

2. Plan de réforme du marché financier national par le PNUD

Un plan de réforme du marché financier national a été lancé en 2011, en partenariat avec le programme des nations unies pour le développement PNUD, ce plan est composé de deux principales phases dont la première est dédiée à l'évaluation de l'existant et à la conception d'un schéma directeur du marché des capitaux (à long et moyen terme) domestique et la seconde sera réservée à la mise en œuvre, par les acteurs du marché, des matrices d'actions retenues lors de la première étape.

Afin de garantir une organisation et un déroulement efficace des différentes phases de ce plan, une expertise nationale et internationale fut associée aux acteurs et professionnels du marché financier national à l'effet de les accompagner dans le processus de conception et de mise en œuvre des actions de développement et de modernisation du marché financier national.

3. Les objectifs du plan de réforme du marché financier national

Le plan de réforme du marché financier national, dont le lancement effectif a eu lieu en octobre 2011, vient répondre aux attentes des acteurs économiques et financiers dont la plus souhaitée est celle de doter l'économie nationale d'un marché de capitaux efficient et moderne permettant d'assurer une alternative de financement sain (non inflationniste) et de garantir une mobilisation et une affectation optimale de l'épargne nationale.

Les objectifs escomptés à travers la mise en œuvre du plan de réforme du marché financier national peuvent être résumés dans les axes suivants⁴²⁰ :

- L'alimentation qualitative et quantitative du marché financier national en valeurs mobilières et plus particulièrement en titres de capital (actions) à travers l'encouragement des grands groupes privés, des PME et des entreprises publiques économiques à ouvrir leur capital au grand public d'investisseurs .
- La professionnalisation des intermédiaires en opération de Bourse et le développement des métiers axés sur le marché financier (gestion de portefeuille, évaluation des actifs financiers, ingénierie financière....).
- La mise à niveau des systèmes d'informations et des plateformes de négociation, de règlement livraison et de surveillance et supervision.
- L'actualisation du cadre réglementaire régissant le marché financier et son adaptation aux standards internationaux et aux spécificités nationales.
- Le renforcement de la gouvernance des sociétés de marché (SGBV, Algérie clearing, COSOB) .
- La promotion du marché financier auprès des agents économiques et la vulgarisation de la culture et des pratiques boursières chez nos concitoyens.

L'ensemble des actions menées tendent à faire accéder le marché boursier, au rang de pourvoyeur financier majeur de l'économie nationale mais également, visent à participer à une inclusion financière globale, dans une conjoncture marquée par une raréfaction des ressources.

Tout est mis en œuvre en vue de faire adhérer l'ensemble des acteurs du marché pour arriver à créer l'écosystème nécessaire à l'émergence d'une véritable place financière Algérienne.

3.1. Le marché financier Algérien a raté trois occasions pour se développer :

- ✚ D'abord la privatisation des entreprises publiques qui s'est faite en dehors de la bourse
- ✚ Ensuite le manque de liquidité qu'a connu l'économie nationale en 2015 et sur tout le système bancaire Algérien.
- ✚ Puis, le report continu du programme d'ouverture du capital du lot des 50 entreprises publiques éligibles depuis les années 2000, après l'approbation du CPE conseil des

⁴²⁰ Amine MOKHEFI & Mohamed AMRANI , accroître l'efficacité du marché financier Algérien et révision de la politique financière : une option pour sortir de l'économie d'endettement, Revue DIRASSAT n°27A septembre 2016 université de Laghouat, page 68.

participations de l'Etat lors de sa réunion du jeudi 26 septembre 2013 à l'introduction en bourse du premier lot constitué de huit entreprises publiques (Cosider carrières, CPA, Mobilis, CAAR, Hydro aménagement et trois cimenteries du groupe public GICA⁴²¹ .

- ✚ La rupture d'alimentation du compartiment obligataire par l'émission de nouvelles obligations corporatives après les années 2008.

Adoption des principes de transparence et de bonne gouvernance en vue de remédier à l'héritage de l'économie centralisée ou tout était assumé par l'état, et l'image négative de l'administration publique (la bureaucratie) qui défavorise la perception des investisseurs privés et étrangers qui cherchent toujours la disponibilité des facteurs qui aident à un déroulement normal de création d'entreprises et des activités économiques.

L'instauration de la culture financière par la publicité, les médias et les écoles pour la sensibilisation et la transformation des pratiques socio-économiques et des mentalités reposant sur « le culte de la thésaurisation » et la préférence des circuits informels de l'épargne (achats de biens mobiliers, de terrains, de métaux précieux, de devises....) vers une culture managériale et de sens de la spéculation qui admet le sens d'investissement et le risque et d'opportunité financière dans le domaine boursier

3.2.Perspectives de développement du marché financier en Algérie

- ✚ Dynamiser le marché à fin de créer une certaine frénésie au niveau de la négociation en bourse.
- ✚ L'ouverture de capital des sociétés rachetées (totalement ou partiellement) par le fonds national d'investissement FNI, tel que la société Djezzy.
- ✚ La mise en place d'un climat favorisant la création, le développement de sociétés d'investissement dans le but de favoriser l'épargne collective à travers les sociétés d'investissement à capital variable OPCVM.
- ✚ Instituer de nouveaux produits financiers, actions à dividende prioritaire ADP, certificats d'investissements et titres participatifs dans le but de faciliter l'ouverture du capital des entreprises.
- ✚ Promouvoir le marché destiné aux PME en s'inspirant des expériences des places financières développées, ALTERNEXT en France et AIM en Angleterre pour :

⁴²¹ Rapport d'activité 2013, de la Société de gestion des valeurs Sgbv, page 02.

- ✓ Fournir un financement complémentaire au financement bancaire.
- ✓ Favoriser la restructuration des entreprises.
- ✓ Favoriser le financement de nouveaux projets.
- ✚ La mise sur le marché des Sukouk et des titres participatifs inspirés de la finance islamique, des actions conformes aux préceptes de l'Islam, afin d'attirer des clients qui tournent le dos à l'usure bancaire .
- ✚ L'ouverture du marché des valeurs mobilières aux Algériens non-résidents, une telle mesure permettra au pays un apport en devises et facilitera à la diaspora l'investissement en Algérie .

Pour ce faire , l'accent doit être mis pour le développement du marché financier sur les principes suivants :

- ✚ La transparence des transactions comptables, financières, passation de marchés...
- ✚ Les entreprises intéressées par la bourse doivent être préparées en amont afin qu'elles soient éligibles à l'introduction, un programme d'accompagnement doit être assuré par un groupe d'experts financiers, juristes, comptables et des spécialistes en communication et marketing.
- ✚ L'assistance des sociétés introduites dans leur parcours boursier par l'instauration de nouveaux métiers tels que le market maker et les promoteurs en bourse (listing sponsor pur Euronext) .
- ✚ Pérennisation des exigences de bonne gouvernance.
- ✚ Multiplier les rencontres avec le PME afin de vulgariser le fonctionnement du marché financier, car la plus part d'entre elles ne connaissent pas le canal de financement par le biais de la bourse.
- ✚ Sensibiliser les chefs d'entreprises aux avantages d'introduction en bourse.
- ✚ Promouvoir l'image du marché financier qui est une opportunité pour les opérateurs privée souvent familiale en assurant la pérennisation de l'entreprise et résous les problèmes de succession⁴²².
- ✚ L'augmentation de la part du financement de l'économie par le biais du marché financier.

⁴²² El watan économie du 14 au 20 mars 2011, dossier n°9.

- ✚ Le démembrement des obligations assimilables de trésor dont la valeur est actuellement fixée à un million de dinars pour que les investisseurs (épargnants) puissent les acheter facilement .
- ✚ La création d'un marché secondaire des OAT dédié aux particuliers, Euronext et l'agence France trésor qui est gestionnaire de la dette de France, ont concrétisé ce projet en 2006 avec le partenariat des SVT. qui animent et assurent la liquidité du marché en s'engageant à afficher en permanence les prix acheteurs et les prix vendeurs
- ✚ Ce marché secondaire permet aux investisseurs individuels d'avoir un accès direct à une large gamme d'OAT à taux fixe .
- ✚ La création d'une association de place, animée principalement par la bourse d'Alger qui doit être le moteur de développement du marché dans le but de conduire les réflexions et les soumettre aux pouvoirs publics, de regrouper les professionnels du marché des capitaux.
- ✚ Le développement des contrats de liquidité qui constitue un moyen très efficace pour dynamiser les échanges des valeurs mobilières .
- ✚ L'augmentation du nombre de cotation hebdomadaire .
- ✚ Adopter le système de cotation continue en remplacement du fixing.
- ✚ Développement des fonds d'épargne salariale.
- ✚ La création des fonds d'investissement cotés en bourse tel que ETF Exchange traded funds ou trackers qui sont négociables au continu . Sur Euronext , on recense 500 trackers à la fin d'année 2012⁴²³ .
- ✚ Développement de la titrisation qui est un montage financier permettant de rendre liquide un actif illiquide. Des créances sont transposés dans une structure spécifiquement créée pour les accueillir, cette structure s'appelle un fonds commun de titrisation qui émet des parts.

⁴²³ CATHERINE Karyotis, L'essentiel de la bourse et les marchés des capitaux, Extensio 6^e édition, page 44.

Conclusion du chapitre :

La liquidité des titres au niveau de la bourse et l'action des banques IOB jugée peu dynamique, particulièrement au niveau de leurs agences et ce, pour informer, orienter et prendre en charge les multitudes demandes d'achat et de vente des titres cotés en bourse. Ce constat est partagé aussi bien par les actionnaires participants que le management des sociétés cotées.

Pour mener à bien le projet de développement et la dynamisation du marché financier Algérien sous-alimenté, notamment le marché secondaire, un plan d'action ambitieux doit être mis en œuvre portant sur les axes suivants :

- L'encouragement de l'épargne en diversifiant l'offre en produits financiers en proposant des rémunérations attractives.
- Vu le poids important de l'Etat dans l'économie, une démarche volontariste des pouvoirs publics visant à introduire de nouvelles entreprises en bourse par l'ouverture du capital d'entreprises publiques éligibles à une privatisation partielle en Accélérant le plan d'ouverture de capital des 50 entreprises publiques ,validé par le conseil des participations de l'Etat CPE.
- Assurer une l'alimentation régulière du marché des valeurs mobilières et plus particulièrement en titres de capital par le recours à l'ouverture ou l'augmentation de capital de certaines entités économiques publiques.
- Encourager les entreprises privées à recourir au financement par le biais de la bourse afin d'assurer leur développement et leur croissance par l'octroi de certains avantages notamment fiscaux.
- Réserver l'exonération fiscale aux seules valeurs mobilières cotées en bourse.
- Favoriser les émissions destinées au grand public.
- Instaurer un système de notation des émetteurs de titres de créances.
- Encourager la mise en place des maisons de notations dont le rôle consistera à apprécier le risque des titres obligataires émis notamment le risque de contrepartie , de taux et de liquidité.
- Encourager la création des sociétés d'investissement de capital risque SICAR et favoriser les sorties des investisseurs par le biais de la bourse (cas de Africa invest/NCA ROUIBA).

- Encourager la création et le développement des OPCVM, plus particulièrement les SICAV obligataires et monétaires, dont le rôle consistera à assurer d'avantage de liquidité aux valeurs mobilières cotées en bourse ou négociées de gré à gré et permettra leur diffusion sur un large public d'investisseurs (atomicité du marché).
- Réhabiliter la société d'investissement à capital variable le SICAV CELIM.
- Veiller à la création et développement des fonds communs de placement FCP et FCPR.
- Renforcer le rôle des institutions de marché et l'amélioration de leurs images respectives.
- Assouplir les conditions d'admission en bourse des titres obligataires notamment , le nombre minimal obligataires (détenteurs de titres), et l'encours minimal.
- Moderniser le système de cotation et de négociation des titres sur le marché organisé et prévoir un cadre réglementaire régissant le marché secondaire de gré à gré .
- Encourager la formation des professionnels dans les métiers des titres et assoir une bonne stratégie en matière de gestion plus optimale des portefeuilles obligataires
- Renforcer et rehausser les niveaux des agents intervenant dans les différents métiers relatifs aux titres financiers : la gestion de portefeuille, la tenue de comptes titres, l'intermédiation boursière, la notation financière, la gestion des risques de marché financier, les produits dérivés...
- Réorganiser et professionnaliser l'activité d'intermédiation en opérations de bourse.
- L'infructueuse offre publique de vente OPV de la cimenterie d'Ain El Kebira est révélatrice d'une sensibilité du marché et d'une nécessaire professionnalisation des acteurs, le schéma qui semble le plus approprié est le passage de l'entreprise qui souhaite s'introduire en bourse par l'étape d'un fond d'investissement pour une préparation tant interne qu'externe pour améliorer la gouvernance et l'organisation interne
- Rattraper le retard et le virage raté, pris à la fin des années 90 et le début des années 2000, compte à la privatisation qui devait se faire par le marché financier.
- La mise en place d'un fonds de soutien au profit des PME candidates à une introduction en bourse dont la vocation serait de couvrir une grande partie des coûts induits par cette opération particulièrement les frais d'évaluation, d'établissement de la notice d'information, les commissions et frais d'admission en bourse, les frais liés aux honoraires du promoteur en bourse (listing sponsor) qui devra accompagner les émetteurs .

- Initier une réflexion sur les conditions d'admission et de cotation de sukuk
- Mise en place des guichets de bourse au niveau des agences principales des banques IOB, ainsi que des écrans diffusant des informations et des messages publicitaires relatifs à la bourse. pour répondre à la préoccupation et le manque d'interlocuteurs dédiés aux métiers de la bourse au sein des IOB, permettant ainsi de prendre en charge correctement les doléances des petits actionnaires et les investisseurs en général.
- Le faible taux de dématérialisation des titres de SAIDAL et EGH Aurassi , 38,97 % et 48,65% respectivement jusqu'au 31/12/2017, nous amène à se poser des questions sur l'efficacité de la stratégie de dématérialisation *volontaire* adoptée jusque là, et penser sérieusement à rendre obligatoire la dématérialisation avec une loi telle que pratiquée par de nombreux pays.
- Le FNI peut être un acteur majeur dans le développement de la profondeur du marché financier Algérien par l'ouverture de capital en bourse des sociétés rachetées (totalement ou partiellement) par le fonds national d'investissement, tel que l'opérateur téléphonique Djazzy.
- La réactivation de la titrisation hypothécaire par le biais de la SRH, société de refinancement hypothécaire pour dynamiser le marché financier et palier le problème de liquidité des établissements bancaires.
- L'amélioration du climat des affaires
- Multiplier les actions de communication, promotion et vulgarisation de la culture boursière par :
 - ✓ La multiplication des actions de formation auprès des : Lycées, universités, ESB, Ecole de commerce...
 - ✓ L'organisation de conférences, ateliers et manifestations.
 - ✓ La sensibilisation des sociétés cotées à la communication financière.
 - ✓ L'intensification des actions de prospection des entreprises cotables.
 - ✓ La mise en œuvre d'une stratégie de communication ambitieuse, avec des campagnes de communication massives.
 - ✓ Dans le cadre de la promotion de l'éducation financière, le lancement d'une plateforme d'apprentissage en ligne , basée sur le concepts d'E-learning devient

indispensable, l'utilisateur bénéficiera d'un accès à toute heure à des sessions de formation sur les principes de base du marché financier.

- Le développement des services technologiques par l'élaboration d'un schéma directeur informatique , visant à moderniser les outils de négociation et à fournir les fonctionnalités attendues pour le lancement de nouveaux produits financiers et L'installation des brokers.
- La participation des investisseurs étrangers à la dynamisation du marché financier Algérien, qu'ils soient souscripteurs ou émetteurs (via des sociétés de droit Algérien où ils seraient actionnaires) de valeurs mobilières. Et l'ouverture de la bourse algérienne à l'international.
- Développer des instruments financiers qui s'adaptent aux valeurs religieuses des épargnants comme les sukuk , qui est un produit obligataire islamique. Il a une échéance fixée d'avance et est adossé à un actif permettant de rémunérer le placement en contournant le principe de l'intérêt. Sans surprise, les Sukuk sont structurés de telle sorte que leurs détenteurs courent un risque de crédit et reçoivent une part de profit .
- Le développement de l'épargne des investisseurs individuels par la création et la promotion du *compte épargne en titres* bénéficiant d'exonération de l'impôt sur les plus-values.
- La collecte et le routage électronique des ordres par le courtage en ligne pour les investisseurs et le routage électronique des ordres depuis les agences.
- Le développement de l'actionnariat salarié

Conclusion générale

Dans une conjoncture économique difficile, la bourse d'Alger doit relever le défi et réaffirmer son rôle de source de financement efficace de l'économie, en multipliant ses actions de promotion du marché en renforçant ses efforts en matière d'amélioration des services rendus aux différents intervenants du marché

Un marché financier, ne s'improvise pas, il se construit graduellement dans la mesure où les dispositions à prendre sont menées d'une manière judicieuse de façon à croître les transactions tout en les rendant attractives aussi bien pour ceux qui font l'offre que pour ceux qui font la demande. En devenant actif le marché financier fournira de nouveaux instruments financiers susceptibles de drainer vers les entreprises, l'Etat, les institutions publiques de substantielles ressources.

Celles-ci, alors qu'elles étaient inutilisées ou mal utilisées, vont ainsi servir à développer les activités au profit de l'économie nationale.

A travers l'analyse de la structure et l'activité du marché financier en Algérie jusqu'à 2017, nous confirmons les trois hypothèses énoncées pour répondre à la question centrale, à savoir que le marché financier Algérien est embryonnaire, inactif quant au financement de l'économie nationale, car le trésor public et le système bancaire financent l'investissement, cette situation est due principalement à la marginalisation d'un financement complémentaire et alternatif au financement bancaire et au manque de profondeur et liquidité du marché secondaire.

La bourse d'Alger a enregistré des résultats largement insuffisants, La capitalisation boursière reste très faible et marginale, elle n'est pas représentative et ne reflète pas la réalité de l'économie Algérienne, avec une très faible contribution dans le financement de l'économie nationale représentant que 0,22 % du PIB, alors que le Maroc est à 40%.

Cette valorisation n'est pas représentative, car sur les trois millions de sociétés actives en Algérie, sept cent mille sont des petites et moyennes entreprises, alors que la bourse d'Alger ne compte que cinq entreprises cotées, atteignant un pic de 45,78 milliards de dinars en 2016, Après 19 ans d'existence.

En conséquence, la bourse d'Alger n'arrive pas à drainer un nombre suffisant d'entreprises pour dégager un niveau de représentativité de l'économie nationale.

Le marché financier Algérien et le compartiment boursier ont pris beaucoup de retard par rapport aux pays voisins (Tunisie, Maroc), tant en nombre de sociétés cotées (05 en Algérie, 74 au Maroc , 81 en Tunisie pour l'année 2017) , qu'en capitalisation boursière et le nombre d'OPCVM (une seule en Algérie, 238 au Maroc et 57 pour la Tunisie).

Un immense retard a été accusé et enregistré par le développement du marché financier Algérien par rapport à la dynamique des bourses régionales et internationale, ce retard est très significatif, dans l'hypothèse de coter un titre par mois, soit une dizaine par an, il nous faut dix ans pour atteindre une centaine de titres, un challenge dont on n'est pas en mesure d'atteindre dans l'immédiat.

La dynamique n'a pas pu se maintenir en raison de l'absence d'alimentation du marché secondaire en nouvelles valeurs mobilières. Cette rupture des introductions des titres de capital au niveau de la cote officielle de la bourse d'Alger a été la conséquence de plusieurs facteurs, notamment la nature familiale des sociétés privées Algériennes.

La réticence de faire appel au marché financier, réside dans le fait que ce type de marché est sensible aux mouvements de conjonctures (changement de réglementation, instabilité économique, politique...) .

L'instabilité politique a confirmée la fragilité des acteurs économiques Algériens, notamment les grands groupes privés à caractère familiale en matière de transparence et de management.

La surliquidité financière enregistrée pendant les années deux milles a favorisé l'investissement et le développement du marché parallèle et la thésaurisation.

-Le désintéressement des entreprises privées par la bourse s'explique par le fait qu'elles grandissaient sur un marché insuffisamment concurrentiels, elles réalisaient des profits largement suffisants pour solliciter uniquement les financements bancaires, d'une part et la part du hors bilan dans l'activités, beaucoup d'entreprises sous-déclarent leur volume d'activités qui n'est pas compatible avec la transparence qui est un élément clé d'accès au marché boursier et de son succès .

-Le marché financier Algérien souffre d'un manque de profondeur et de liquidité dû principalement à la rareté de l'offre en titres d'un côté, et du faible nombre d'émetteur de valeur mobilière d'un autre côté.

Aussi le programme de privatisation des entreprises publiques qui s'est fait en dehors de la bourse a été fatal pour le développement du marché financier et l'inclusion financière, l'expérience mondiale a montré que pratiquement l'activité de tous les marchés financiers ont été boosté par la privatisation que ça soit en France en 1983, en Chine, ou en Russie.

L'accès au financement par le biais du marché financier est plus onéreux que le financement bancaire, il génère un coût considérable pour l'entreprise émettrice, il représente une moyenne de 10% du montant de l'émission pour les titres de capital et un coût 1,11% du montant de l'emprunt obligataire levé.

Le rôle primordial d'intermédiation des banques est déterminant en tant qu'organisme de teneur de compte et de pourvoyeur de liquidité. la mutation du système bancaire apparaît indispensable dans l'optique du développement de marché des titres de valeurs mobilières, les IOB doivent s'inscrire dans une réelle dynamique du marché en se dotant de nouveaux systèmes d'information et la formation des ressources humaines qui doit être professionnelle capable de gérer des portefeuilles⁴²⁴

La liquidité des titres au niveau de la bourse et l'action des banques IOB est jugée peu dynamique, un constat partagé aussi bien par les actionnaires participants que le management des sociétés cotées.

La liquidité réduite du marché secondaire est un phénomène qui caractérise les marchés peu profonds, particulièrement observée à l'issue de l'expiration des contrats de liquidités signés avec les IOB chef de fil.⁴²⁵

Globalement l'analyse de l'offre et de la demande sur le plan du volume nous indique que le marché a un caractère de demandeur.

On observe un déséquilibre entre le volume de titre exprimé d'un côté, et le volume transigé d'un autre côté correspondant à un taux d'exécution moyen de 10,58%.

⁴²⁴ Ahmed KOUDRI, le marché financier en Algérie : situation et perspectives, le agiers du CREAD n°101-2012, page 16

⁴²⁵ Rapport annuel 2016, édité par la COSOB, page 39.

La faiblesse et le manque de profondeur du marché boursier Algérien, est due principalement à la marginalisation de l'activité de marché qui n'a pas été suffisamment développée dans les banques publiques disposant d'un réseau historique très bien étoffé, le nombre de transaction par IOB reste insignifiant, sachant que la bourse d'Alger est détenue par les banques publiques qui ont le statut d'IOB.

Depuis 2015, L'activité sur le marché est dominée par une seule banque privée BNP Paris bas totalisant plus de 97% de transactions, ce qui renseigne sur l'inefficacité de l'activité de l'intermédiation en bourse et la nécessité de repenser le modèle d'exercice de l'intermédiation en bourse par les banques publiques, en leur donnant plus d'autonomie, de dynamisme et de volontarisme aux structures chargées de l'activité d'IOB au lieu d'une approche purement administrative et procédurale.

Les produits des organismes de placement collectif en valeurs mobilières peinent à se développer sur la place d'Alger, et ce pour des raisons imputables à la profondeur et la liquidité actuelles du marché, aussi, le contexte d'opportunité de placement qui reste très limité, actuellement, on déplore l'existence d'une seule SICAV inactive sur le marché c'est Charikat El Istithmar El-Mali (Célim) .

Le fond national d'investissement a noyer le développement du marché financier, il s'est accaparé une part très importante du financement de grand projet d'investissement, en octroyant des crédits à moyen et long terme aux entreprises, avec des taux d'intérêt bas, et des conditions non contraignantes.

L'échec de la privatisation qui s'est fait en dehors du marché financier, un virage raté par le gouvernement a anéanti l'opportunité du développement de la bourse en Algérie.

Le système bancaire joue un rôle très important pour drainer l'épargne et la transformer en investissement à travers le financement des entreprises quelque soit leurs tailles et nature, privées ou publiques, sa désorganisation, son faible taux de bancarisation, fin 2016 et Selon le président du directoire de Société Générale Algérie, 33% seulement de la population Algérienne sont bancarisés⁴²⁶ (5,3 agences bancaires pour 100.000 habitants), en Tunisie 47% de la

⁴²⁶ <https://www.liberte-algerie.com/actualite/societe-generale-affiche-des-taux-de-croissance-a-deux-chiffres-273698>, Par [Rabhi Meziane](#) le 17-07-2017

population est bancarisé, Le Maroc affiche un taux de bancarisation de plus de 70%, soit le taux le plus élevé dans le monde arabe⁴²⁷.

Donc, la faiblesse de la bourse d'Alger réside dans la faiblesse des politiques et des principaux acteurs constituant son paysage : Entreprises, banques, absence de culture boursière et de professionnalisme.

L'économie Algérienne a besoin d'un marché financier actif et organisé, ainsi que d'un marché bancaire fiable et crédible . le marché financier demeure marginalisé et déconnecté des places financières régionales et internationale, contrairement aux places financières des pays voisins le Maroc et la Tunisie⁴²⁸, pour remédier à cet état de fait :

La situation d'appauvrissement des ressources du trésor public combiné au manque de liquidité du système bancaire Algérien depuis 2015, peut être une opportunité du développement et vulgarisation du financement boursier, car la plus part des entreprises ayant bénéficiées de ce mode de financement complémentaire et alternatif, l'ont fait par fatalité, comme dernier recours à la survie de leur entreprise et non pas par choix .

L'externalisation de la bourse d'Alger à travers le processus d'ouverture peut être une solution pour redynamiser la bourse d'Alger en attirant plus d'investisseurs, rapatrient plus de capitaux.

Vu l'importance et le poids de l'Etat dans l'économie, la privatisation partielle ou totale de certaines entreprises publiques éligibles, rentables et bénéficiaires constitue une condition sine qua non et pourraient résolument stimuler et relancer l'activité de la bourse , améliorer sa profondeur et sa représentativité dans l'économie.

Une telle opération si elle se limite à la cession de 30% par exemple du capital de ces entreprises, ne changerait pas leur caractère étatique, par contre, elle améliorerait la gouvernance, la transparence et produirait de nouvelles ressources au trésor , ressources qu'il pourrait utiliser pour financer de nouveaux investissements , par conséquent soulagerait le budget de l'Etat, contribuerait à mobiliser les ressources financières disponibles suffisantes et à redynamiser la bourse⁴²⁹.

⁴²⁷ Forum mondial sur "l'inclusion financière", jeudi 14 septembre 2017 en Egypte.
<http://www.maghrebemergent.info/finances/banque/78875-le-maroc-affiche-un-taux-de-bancarisation-de-70-le-plus-eleve-dans-la-region-arabe.html>

⁴²⁹ Bader Eddine NOUIOUA, le Dinar Algérien passé et présent, aspect de la politique monétaire et financière de l'Algérie, CASBAH éditions, page 72

L'infirmité de l'offre publique de vente OPV de la cimenterie d'Ain El Kebira , première des huit entreprises publiques identifiées éligibles à l'introduction en bourse, est révélatrice d'une sensibilité du marché et d'une nécessaire professionnalisation des acteurs. Le schéma qui semble le plus approprié est le passage de l'entreprise qui souhaite s'introduire en bourse par l'étape d'un fonds d'investissement pour une préparation tant interne qu'externe pour améliorer la gouvernance et l'organisation interne⁴³⁰.

Les investisseurs institutionnels sont indispensables au bon fonctionnement des marchés de capitaux et contribuent à son dynamisme puisqu'ils gèrent des ressources financières très importantes sur le moyen et long terme.

Le trésor public doit jouer un rôle très important en instruisant les investisseurs intentionnels pour jouer un rôle de locomotive et ouvrir la voie à l'épargne des particulier qui n'a jamais été aussi important . Pour le directeur Humilis finance, les banques et les compagnies d'assurances publiques mais également les caisses de retraite ou d'assurance chômage ont un rôle essentiel à jouer dans l'animation du marché financier pour lequel elles n'allouent aujourd'hui aucun montant, leurs excédents de trésorerie étant placés en totalité en obligations assimilables de trésor .

Les marchés financiers doivent d'abord avoir une assise nationale avant de s'internationaliser

Toutefois, les investisseurs institutionnels ont besoin d'avoir des émetteurs crédibles et sûrs, toute une gamme de produits financiers adaptés à leur besoin et des marchés liquides.

Pour que les investisseurs acceptent d'investir dans un pays il faut que les facteurs fondamentaux et environnementaux soient sains, ce qui signifie :

- ✚ Une bonne politique macroéconomique et macro financière qui encourage l'épargne, l'investissement et la production et donc favorise la croissance endogène.
- ✚ Un environnement sain caractérisé par :
 - La qualité de la gouvernance publique et privée
 - La qualité des infrastructures, de l'environnement juridique , réglementaire, social, financier et politique.
 - L'investissement dans le capital humain.

Et une attractivité de la place financière dont les facteurs déterminants sont :

⁴³⁰ Rapport annuel 2006 établi par la COSOB, page 06.

- Un gisement de compétences financières, comptables, juridiques et informatiques ainsi qu'un savoir faire.
- Un environnement réglementaire de qualité qui assure la protection des investisseurs
- L'aptitude à générer des économies externes pour améliorer les rendements à l'échelle
- L'aptitude à intégrer de nouvelles technologies et à investir dans ce domaine
- La taille, la renommée et la crédibilité internationales des institutions
- La profondeur ou la liquidité des marchés d'actifs.

La bourse d'Alger a une image d'un marché fermé voir inexistant et très peu liquide, il est difficile pour les investisseurs d'avoir des stratégies diversifiées vu que les acteurs de marché sont au nombre de cinq et l'unique OPCVM est désactivée .

Pour les titres cotés, les cours ne reflètent pas la valeur réelle de l'action (inefficience du marché), car ils peuvent être impactés de manière sensible par les faibles volumes.

Le constat qui ressort de l'état des lieux du marché financier Algérien, est que sa taille réduite et son illiquidité constituent le principal frein au développement d'un véritable marché des capitaux Algérien.

Le marché est trop petit pour être attractif et créer une dynamique de développement, il est trop étroit et très peu liquide pour être rentable pour ses acteurs, l'accroissement de la taille du marché est donc, de façon évidente la priorité dans les actions de développement du marché.

Pour cela, La dynamisation du marché financier a été inscrite comme axe prioritaire de développement par les pouvoirs publics , un plan stratégique a été élaboré couvrant la période 2016-2020. L'objectif de ce plan est de faire du marché financier Algérien une place financière attractive et sécurisée pour un financement durable de l'économie.

Le marché financier en Algérie doit servir en premier lieu l'Economie, développer la culture de la transparence des acteurs et encourager la bonne gouvernance et la mise à niveau des entreprises.

En fin la dynamique du marché financier reste tributaire, des entreprises toutes tailles confondue, le marché ne pourra répondre à leurs besoins en matière de financement que si elles adoptent une attitude résolument ouverte, transparente en matière de gouvernance .⁴³¹

⁴³¹ Ahmed Koudri, le marché financier en Algérie : situation et perspectives, le agiers du CREAD n°101-2012, page 16

Bibliographie

Ouvrages :

- ✚ Albert MINGUET, La microstructure des marchés d’actions –approche empirique-, Edition Economica 2003.
- ✚ Alain CHOINEL et Gérard ROUYER, Le marché financier structures et acteurs, huitième édition, CFCB, collection banque ITB.
- ✚ A.CHOINEL et G.ROUYER, « Le marché financier structures et acteurs », revue banque, 5^{ème} édition, revue banque, Paris, 2002.
- ✚ AID Hanane : «La bourse en Algérie» DSEB, ESB, 2008
- ✚ Ali EL MIR et Monia BEN KHALIFA, Les annonces de résultat et les composantes de la fourchette de prix Application à la bourse de Tunis, publication Université de la Manouba 2005 .
- ✚ Arthur charpentier, mesures de risque, université Rennes A, travaux présentés pour la journée d’étude statistique, novembre 2010.
- ✚ Anis JARBOUI, Ahmed ABDELMOULA, Opportunisme Managérial, Valorisation Boursière et modes de comptabilisation Des Dépenses immatérielles Dans Les Pays émergents, Publication, Université de Sfax, Septembre 2010 .
- ✚ Abdelkader BELTAS, le développement du marché des capitaux et la structure des taux d’intérêt, fondements théoriques et pratiques, éditions El Borhane, 2002.
- ✚ ANDREF.w, Réformes libéralisation, privatisation en Algérie, point de vue d’un outsider en 1988-1994, Confluences Méditerranée, 2009/4n°71, P41-62.DOI : 10.3917 /come.071.0041
- ✚ A.TEBANI, privatisation des entreprises publiques économiques en Algérie, 2011,
- ✚ Bader Eddine NOUIOUA, le Dinar Algérien passé et présent, aspect de la politique monétaire et financière de l’Algérie, CASBAH éditions .
- ✚ BARREAU Jean, DELAHAYE Jacqueline Florence , gestion financière, 14^{ème} édition , Dunod Paris ,2015 .

- ✚ BOUYACOUB Ahmed, le PME en Algérie : dynamisme et limites institutionnelles, in ,de la gouvernance des pme-pmi : regards croisés France –Algérie, l’Harmattan, 2006.
- ✚ Broquet C, Cobbaut R, Vanderberg A, gestion de portefeuille, Ed Deboeck université, Bruxelles, 1997 .
- ✚ BERTRAND Jacquillat, SOLNIK Brunoet PERIGNON Christoph , marchés financiers, Dunod, Paris 2014.
- ✚ Bruno biais, microstructure des marchés financiers, éditions Puf, mai 1997
- ✚ BRADLEY Xavier, DESCAMPS Christian, monnaie, banque, financement, Puf, Paris, 2005.
- ✚ Bodie, Meston , Thibierge, Finance , pearson education, Paris 2001.
- ✚ Corynne Jaffeux, Bourse et financement des entreprises ,éditions Dalloz,1994, page
- ✚ CAUDAMINE et MONTIER, « Banque et marchés financiers », economica édition, 1998, Paris.
- ✚ Cherkaoui abil amina, dynamique des marchés financier, université Moulay Ismail,
- ✚ Carole GRESSE, Fragmentation des marchés d’actions et concurrence entre systèmes d’échange, Edition Economica 2001.
- ✚ CHERIF Mondher , techniques modernes d’évaluation des entreprises, Ellipse, Paris, 2015
- ✚ Caroline FOURNIER-EMONET, l’indentification de facteurs communs de la liquidité sur le marché parisien des actions, Cahier de recherche n° 2004-01, CEREG, Université Paris-Dauphine.
- ✚ C.Godlewski, M.Merli, gestion des risques et institutions financières, Pearson, 2007
- ✚ Christine Lambert, techniques des marchés financiers, édition Eclipse, Bruxelles 2009.
- ✚ Didier Marteau, gestion des risques sur opérations de marché, éditions ESKA,1997.
- ✚ Denis Morissette, valeurs mobilières et gestion de portefeuille , 3^{ème} édition, les éditions SMG, Canada, 1993.

- ✚ Daniel SZPIRO, L'anomalie du week-end à la Bourse de Paris , l'effet de la reprise des cotations, Université Lille 1.
- ✚ Dov orgien, « pratique des marchés financier », Dunod édition, Paris, 2005.
- ✚ Eric CHARDOILLET, Marc SALVAT, Henri TOURNYOL DU CLOS, L'essentiel des marchés financiers, Edition d'Organisation 2010.
- ✚ Euronext, Les valeurs mobilières et la bourse, aperçu historique, Décembre 2000.
- ✚ E.Fama, THE behaviour of stock market prices, journal of business, 1965.
- ✚ Eric PICHET, guide pratique de la bourse, 3^{ème} édition Séfi 2008.
- ✚ Erwan .LE SAOUT, introduction aux marchés financiers, 2^{ème} édition, Ed Economica, 2008.
- ✚ Faouzi Rassi, Guy Hérouard, Guy Mercier, marché et gestion obligataires, éditions ESKA, 1990,
- ✚ F.HERBIN, C.BAILLEUL, O .JOKUNG ,P .N'GAHANE ,Finance & placement, édition Armand Colin, 1998, Paris .
- ✚ FERERES Mair, RIVIERE Gérard, l'introduction en bourse, mode d'emploi, Organisation ,Paris, 2000.
- ✚ Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, Edition PEARSON ,9^{ième} édition 2010.
- ✚ Frédéric CHERBONNIER & Séverine VANDELANOITE, L'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés financiers. Revue de la stabilité financière, numéro 11.
- ✚ Fond Monétaire International, indicateurs de solidité financière, International Monetary Fund, 2007.
- ✚ Frédéric Teulon, « Les marchés de capitaux », édition seuil, paris, 1997.
- ✚ Florin Aftalion, Patrice Poncet, Roland Portait, la théorie moderne du portefeuille, édition Puf,1998.

- ✚ Guide de la privatisation, ministère des participations et de la promotion des investissements, 2002.
- ✚ Gérard Marie HENRY, Les marchés financiers, édition Armand Colin.
- ✚ Gitman L, Joehnk M, *Investissement et marchés financiers*, 9^{ème} édition, Pearson Éducation, Paris, 2005 .
- ✚ Gunther CAPELLE-BLANCARD, Cours sur les innovations financières , université Paris 1.
- ✚ Giles Morisson, le rôle des investisseurs institutionnels dans le développement des marchés financiers, institut bancaire et financier international ibfi.
- ✚ Guide de la bourse et des opérations boursière, la bourse d'Alger 1998 .
- ✚ GOYEAU Daniel, TARAZI Amie, la bourse, la découverte, Paris 2001.
- ✚ Hervé JUVIN, Les marchés financiers: voyage au cœur de la finance mondiale, Édition d'Organisation 2003 .
- ✚ H. JUVIN, les marchés financiers, voyage au cœur de la finance mondiale, Ed D'organisation, paris 2004 .
- ✚ H. DE LA BRUSLERIE, gestion obligataire , tome 1, marchés, taux d'intérêt et actifs financiers, Ed Economica, Paris, septembre .
- ✚ Joseph Antoine, Marie-claire capiau-huart, « titres et bourse », tome 1, 2^{ème} édition, Bruxelles .
- ✚ Joseph ANTOINE, Marie-Claire Capiiau-Huart, Dictionnaire des marchés financier, Edition de Boeck 2008 .
- ✚ Joseph antoine, Marie-claire capiau-huart, titres et bourse ,2ème édition, tome 2, Bruxelles 1998.
- ✚ Juliette Pilverdier, Joanne Hamet, le marché financier français, 4^{ème} édition 2001, Economica.
- ✚ Jacques HAMON, fourchette et frais de transaction à la Bourse de Paris , CEREG 1996 , Université Paris-Dauphine .

- ✚ Jacques HAMON, microstructure des marchés, ENCYCLOPEDIE DES MARCHES FINANCIERS, Édition Yves SINON 1997 .
- ✚ Jacquillat B., Solnik B. , *Marché financier : Gestion de portefeuille et des risques*, 3^{ème} édition, Dunod, Paris, 1998 .
- ✚ Jean-pierre Deschanel, la bourse en claire, 2^{ème} édition, ellipses, 2007 .
- ✚ J. Berk – P. DeMarzo, finance d'entreprise, pearson education, paris 2008 .
- ✚ J. Kumssa, « L'économie politique de la privatisation en Afrique subsaharienne », Problèmes économiques, n° 2480, 24 juillet 1996 .
- ✚ J-B Tournier, J-Claude Tournier, que vaut une entreprise ?, 4^{ème} édition Eyrolles, 2009
- ✚ Jérémy Morvan, marchés et instruments financiers, 2^{ème} édition, Dunod ,2014 .
- ✚ CATHERINE Karyotis, L'essentiel de la bourse et les marchés des capitaux, Extenso 6^e éditions 2017 2018.
- ✚ Luc BERNET-ROLLANDE, principes de technique bancaire, 24^{ème} édition, dunod, 2006
- ✚ La bourse et ses back-offices, economica, 2001 , 3^{ème} édition .
- ✚ Laib abdelhafid , le rôle des marchés financiers dans le financement des entreprises, ESB.
- ✚ Le marché des capitaux, marché des valeurs du trésor et marché financier, édité par la société interbancaire de formation, SIBF .
- ✚ La relation bancaire avec les particuliers, formation chargé de clientèle, intra CPA, dispensée par la SIBF.
- ✚ L.ABDELADIM, privatisation des entreprises publiques dans les pays du Maghreb, éditions internationales .
- ✚ Mansour MANSOURI, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, législation, jurisprudence, commentaires, édition distribution Houma,2002.

- ✚ Mabrouk HOCINE, Code des banques, recueil de textes législatifs, réglementaires et d'applications sur les banques et la bourse, textes annotés et commentés, BERTI Editions, Alger, 2016 .
- ✚ M.Freres & G.Rivière , L'introduction en bourse : mode d'emploi , ED d'Organisation, 2000.
- ✚ Michel FLEURIET et Yves SIMON Bourses & marchés financiers, 2^{ème} édition economica, Paris 2003 .
- ✚ Marc MONTOUSSE, Gilles RENOUARD, Jean-Luc RETTEL, 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, 5^{ème} édition, Bréal 2012.
- ✚ Mirana RABARISOA, Josephine AKIMANIZANYE, Exposé sur Euronext-Paris, Université de Cergy-Pontoise Master1 Finance .
- ✚ MEBTOUL. A, processus de privatisation en Algérie les dessous des cartes, Algérie News décalage du 14/12/2013 .
- ✚ N.SADI, la privatisation des entreprises publiques en Algérie, l'Harmattan , Paris 2005,
- ✚ N.SADI, la privatisation des entreprises publiques, 2^{ème} éditions 2006.
- ✚ Paul-Jacques LEHMANN, Economie des marchés financiers , groupe De Boeck, Paris 2011
- ✚ Paul-Jacques LEHMANN, L'histoire toujours recommencée des Bourses, Edition la vie financière 2004.
- ✚ Paul-Jacques LEHMANN, La bourse de Paris, Édition Dunod, 1993.
- ✚ Paul-Jacques Lehmann, Bourse et marché financiers, dunod 2002.
- ✚ Pierre RAMAGE, Finance de marché , éditions d'organisation, 2002.
- ✚ Philippe GILLET, L'efficiencia des marchés financiers, éditions Economica, 1999,
- ✚ Patrick Navatte, instruments et marchés financiers, édition management, 1992.
- ✚ P.SAMUEL, privatisation et secteur public, finances et développement, vol 22, n°04 , décembre 1985 .

- ✚ Prêt P , Herzberg V, liquidité de marché et liquidité bancaire : interdépendance, vulnérabilités et communication financière, banque de France, revue de la stabilité financière, numéro spécial liquidité n°11, février 2008.
- ✚ Paul-jacques Lehamann, bourse et marchés financiers, édition Dunod 2002.
- ✚ P .Alphonse. G. Desmuliers. P. Grandin.M.Levasseur. « Gestion de portefeuille et marchés financiers », Pearson édition, Paris, 2010.
- ✚ Pascal Grandin, la gestion du portefeuille d’actions, cahiers 128, me cycle CAPET AGREG, Nathan université .
- ✚ Pierre CHOLLET, les bons de souscription d’actions, Ed economica, 1995 .
- ✚ Philippe Spieser, informations économiques et marchés financiers, Economica,Paris 2000 .
- ✚ Philippe Spieser, la bourse, Vuivert 2^{ème} édition, 2004.
- ✚ Stéphane DUBREUILLE ,Liquidité et Formation des prix sur le MATIF,Economia 2000.
- ✚ Stacey ANDERSON et Stéphane LAVOIE, L’évolution de la liquidité du marché des obligations du gouvernement canadien, revue de la banque du canada –été 2004.
- ✚ Simon Parienté, Analyse financière et évaluation d’entreprise, Pearson Education, 2^{ème} édition 2009.
- ✚ Sébastien BOSSU, Philippe HENROTTE, finance des marchés, éditions Dunod, 2008
- ✚ Teulié et Topscalien, « Finance », 2^{ème} édition, édition vuibert, Paris, 1997 .
- ✚ Zahia Zarfa, Le marché des capitaux, marché des valeurs du trésor et marché financier, SIBF.

Articles scientifiques :

- ✚ Amroun Seddik, RAHMANI Amina, les facteurs déterminants des petites et moyennes entreprises exportatrices en Algérie : le cas de PME de la wilaya d’Oran, , revue Algérienne d’économie & gestion, université d’Oran°13-2015 /2016.

- ✚ Andrew CROCKETT, La liquidité de marché et stabilité financière, La Revue de la Stabilité Financière, Numéro 11, Février 2008.

- ✚ BEKADA mohammed, Le marché financier en Algérie , état des lieux et perspectives de son développement, revue Algérienne d'économie & gestion, université d'Oran Volume 10, Numéro 3.

- ✚ BENKAMLA Mohammed le système financier Algérien et les IDE : deux piliers pour la promotion des pôles industriels en Algérie, disponible sur le site, <http://univ-blida2.dz/fr/wp-content/uploads/sites/24/2018/11/BENKAMLA-Mohammed.pdf>.

- ✚ BENSMINA Azziza , TABANI Meriem, le rôle de la régularité comptable et la transparence dans la dynamisation de la bourse d'Alger, revue études économiques et finance, université El Ouad, n°9 /03.

- ✚ Chabha BOUZAR, les contraintes de développement du marché financier Algérien, revue Compus n°18.

- ✚ Gadi BENSATLA Ibtissem, Les privatisations en Algérie : un processus inachevé ?, revue économie & gestion n°09/01^{er} trimestre 2014.

- ✚ Gana Brahim, L'impact Du Marché Boursier Sur Le Développement Financier En Algérie : Analyses Et Perspectives, Revue Finance & marchés Volume 4, Numéro 2.

- ✚ HAMAMDA Mohamed Tahar, privatisation des entreprises publiques en Algérie, éditions choiseul « Géoéconomie »,2011/1 n°56 .

- ✚ KOUDRI Ahmed, le marché financier en Algérie : situation et perspectives, le cahiers du CREAD n°101-2012.

- ✚ MOKHEFI Amine & AMRANI Mohamed , accroître l'efficacité du marché financier Algérien et révision de la politique financière : une option pour sortir de l'économie d'endettement, Revue DIRASSAT n°27A septembre 2016 université de Laghouat .

- ✚ Pierre-Cyrille HAUTCOEUR, Marché et liquidité : Le cas du marché financier, *Congrès de l'Association française d'histoire économique*, article publié le 21 octobre 2010 .
- ✚ SAHNOUNE Okba, la structure économique de l'Algérie au cours de la dernière décennie, 11 avril 2017, université Emir Abdelkader des sciences islamiques.
- ✚ TOUIL Meriem, Quels enjeux pour le développement du système bancaire et financier algérien? revue finance& marchés, volume 2, numéro 3 .

Sites internet :

- ✚ <https://www.fni.dz/fni/?q=fr/participations.html>, .
- ✚ <http://srh-dz.org/?p=presentation&lang=fr&var=1> .
- ✚ www.guide-finance.ch .
- ✚ http://www.boursereflex.com/lexique/cotation_au_fixing
- ✚ http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/publications-guide_fonct_bourse.pdf,
- ✚ <http://www.sgbv.dz/?page=rubrique&mod=40&lang=fr>
- ✚ <http://www.septimanie-export.com/fr/fiches-pays/maroc/indicateurs-economiques>
- ✚ <http://www.dzentreprise.net/bourse-dalger-premiere-cotation-de-laction-biopharm/> .
- ✚ <http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/12/les-emetteurs-notice-entp-decembre-2007.pdf> .
- ✚ <https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/12/les-emetteurs-notice-dahli.pdf> .
- ✚ <http://srh-dz.org/?p=presentation&lang=fr&var=1> .
- ✚ <https://www.sgbv.dz/commons/fr/document/document1545728039.pdf>
- ✚ http://www.eldjazaircom.dz/index.php?id_rubrique=291&id_article=2789L'❖volution de l'activité❖ de la Bourse d'Alger❖ .
- ✚ <http://www.ons.dz/-Les-Personnes-Morales-.html>

Thèses de doctorat :

- ✚ ABBAR Mohammed, la privatisation des entreprises publiques par la création de sociétés de salaries, Thèse de doctorat 2016 .
- ✚ A.GLIZ, valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché, thèse de doctorat, 2001.
- ✚ Alexis GUYOT, structure de propriété et liquidité : un arbitrage entre coûts de contrôle et coûts du service d'immédiateté, thèse de doctorat 2007, Université Lumière Lyon 2.
- ✚ BENKAMLA Mohammed Abdelaziz, Thèse de doctorat, développement financier : instruments et politiques, analyse comparative entre les pays maghrébins , Université Oran 2, 2014.
- ✚ Erwan le SAOUT, Liquidité- De la microstructure à la gestion du risque de liquidité, thèse de doctorat 2000, Université de Rennes 1.
- ✚ Fabian MUNIESA, des marchés comme algorithmes : sociologie de cotation électronique à la Bourse de Paris, thèse de doctorat, École Nationale Supérieure des Mines de Paris, mai 2003.
- ✚ Gadi ibissem, processus de la privatisation des entreprises publiques dans le cadre de la transition de l'économie Algérienne, Thèse de doctorat, 2014-2015 .
- ✚ Julien DERVEEUW, Simulation multi-agents de marchés financiers, thèse de doctorat, Université des Sciences et Technologies de Lille, 2008.
- ✚ Latifa ZIADI, la liquidité des marchés boursiers, thèse de doctorat 2000, Université Lumière-Lyon 2.
- ✚ Walid ABDMOULAH, « Microstructure des marchés financiers, motifs d'échange et comportement à court terme des prix et des volumes », thèse de doctorat, Université Paris XII Val-de-Marne, 2003.

Mémoires

- ✚ David LEBRUN, La Bourse d'Amsterdam aux XVIIème et XVIIIème siècles: les actions, Mémoire de master, Université Libre de Bruxelles, 2010 .
- ✚ Kais TISSAOUI, Etude de la causalité volume - volatilité sur le marché boursier tunisien : Enseignements de la microstructure (Tunisie), Mémoire de mastère, Université de Jendouba, Juin 2007.
- ✚ Cherkaoui abil amina, dynamique des marchés financier, université Moulay Ismail, Meknèse, mémoire de mastère en économie et stratégie des institutions financières .
- ✚ Babbrian ILDIKO, Les enjeux de l'apparition des MTF pour les marchés réglementés, École supérieure des Études Économiques de Budapest, Mémoire de master 2008.
- ✚ O.BOURI, l'entreprise publique Algérienne dans la transition vers l'économie de marché, mémoire de DEA, faculté de droit, des sciences économiques et de gestion, Université de Nice Sofia-Antipolis.
- ✚ Sobhi BOUISSI, Microstructure et Performance des Marches Financiers, Maitrise en Actuariat et Finance, Institut des Hautes Études Commerciales de Sousse Tunisie, 2007.

Séminaires et colloques

- ✚ Séminaire, évaluation d'entreprises dans le cadre d'une introduction en bourse, Hadj Ali Samir, le 25 avril 2013, Alger.
- ✚ Séminaire, les avantages et les bénéfices d'une introduction en bourse, Duco wildeboer, Farah Achouri, Nyse euronext, le 25 avril 2013, Alger.
- ✚ Séminaire sur : Le passage d'un ordre de bourse, sa comptabilisation et la gestion des conflits d'intérêts, Astou Diop NIANG, CGF Bourse, novembre 2006.
- ✚ Séminaire de haut niveau BCEAO-BEAC, investissement directs étrangers, croissance et politique d'attractivité, synthèse des interventions et des ateliers Gilles Morisson, Duala 24 – 28 septembre 2007.

- ✚ Séminaire formation mondiale CSI Inc, « introduction au commerce des valeurs mobilières », 2004.
- ✚ Séminaire, l'emprunt obligataire d'air Algérie le 27 septembre 2004 , Hotel Aurassi, Alger.
- ✚ Aymen AJINA, Danielle SOUGNE, Faten LAKHAL, la communication financière et la liquidité du marché français, 5ème Colloque International Finance et Stratégies de Développement, mars 2010 .

Codes et textes réglementaire

- ✚ Code de l'investissement, recueil de textes législatifs et réglementaires, BERTI Editions , 2010-2011.
- ✚ Code civil, nouvelle édition revue et corrigée 2010-2011.
- ✚ Code boursier algérien, Mabrouk HOCINE, Rouma ,Alger 2006
- ✚ Code des banques, recueil de texte, réglementaires et d'applications sur les banques et la bourse, textes annotés et commentés, Mabrouk HOCINE, Berti éditions, Alger 2016 ,
- ✚ Code de commerce Algérien, Berti édition, 2011-2012

Rapports d'activités

- ✚ Rapport annuel de la COSOB 2017.
- ✚ Rapport d'activité 2016 édité par la COSOB.
- ✚ Rapport d'activité annuel 2010 , édité par la COSOB.
- ✚ Rapport d'activité 2007, édité par la COSOB .
- ✚ Rapport d'activité annuel 2006 édité par la COSOB.
- ✚ Rapport annuel de la Société de gestion des valeurs mobilière SGBV 2017 .
- ✚ Rapport d'activité 2015 de la société de gestion des valeurs.
- ✚ Rapport annuel 2013 de la Société de gestion des valeurs mobilières SGBV.

- ✚ Rapport annuel 2015 de la société de gestion des valeurs.
- ✚ Rapport d'activité 2014 de la SGVM de la bourse d'alger.
- ✚ Rapport d'activité 2013, de la Société de gestion des valeurs Sgbv.
- ✚ Bilan d'activité de la société de gestion de la bourse des valeurs 2014, publié janvier 2015.
- ✚ Rapport annuel de la banque d'Algérie année 2017
- ✚ Rapport sur la stabilité du système bancaire Algérien 2009-2011 émis par la banque d'Algérie, Juin 2013.
- ✚ Rapport d'activité, 2013,2016, délivré par MLA,
- ✚ Les modalités de suivi des crédits hypothécaires & Evaluation du refinancement hypothécaire document fourni par la SRH.
- ✚ Rapport annuel 2014, établi par le fonds national d'investissement.
- ✚ Rapport annuel de la bourse de Casablanca 2007.
- ✚ Rapport de la direction des études économiques, profil économique et financier de la cote de la bourse de Casablanca, la Caisse de Dépôts et de Gestion, Janvier 2010.

Revues

- ✚ Andrew CROCKETT, La liquidité de marché et stabilité financière, La Revue de la Stabilité Financière, Numéro 11, Février 2008.
- ✚ Christophe MAJOIS, transparence et microstructure des marché : une revue de littérature , *Revue de l'association française de finance*, vol. 29, n° 2/2008.
- ✚ Frédéric CHERBONNIER & Séverine VANDELANOITE, L'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés financiers. Revue de la stabilité financière, numéro 11.
- ✚ Islame ATIG, Eriad-Sétif : l'aventure en Bourse s'achève pour de vrai , Revue Strategica N° 24-Septembre 2006.
- ✚ Revue de la chambre de commerce & d'industrie de l'Oranie, n°81-4^{ème} trimestre 2013.

- ✚ Stéphane DUBREUILLE, L'impact sur la liquidité de la mise en place d'une cotation électronique des contrats MATIF, Revue Banque & Marché n°42- septembre-octobre 1999.
- ✚ Revue Strategica business & finance , n°38 – décembre 2007.
- ✚ Revue mensuelle Strategica, Business & finance n° 7, avril 2005.

Guides et Notices d'information

- ✚ Guide d'introduction en bourse , édité par la SGBV, édition 2015.
- ✚ Guide de fonctionnement de la bourse, fascicule fourni par la COSOB.
- ✚ Guide investir en bourse, édité par la COSOB.
- ✚ Guide les valeurs mobilières, émis par la bourse d'Alger .
- ✚ Guide d'information sur les OPCVM, COSOB.
- ✚ Guide investir en Algérie 2006.
- ✚ Guide du marché PME, édité par la bourse d'Alger.
- ✚ Guide de la bourse et des opérations boursière, la bourse d'Alger 1998.
- ✚ Guide des intervenants du marché, document fourni par la COSOB.
- ✚ Guide Introduction en bourse, fourni par la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse COSOB.
- ✚ Notice d'information de l'offre publique de vente de EGH El-Aurassi.
- ✚ Notice d'information de l'offre publique de vente de SPA SAIDAL.
- ✚ Notice d'information d'augmentation de capital d'ERIAD Sétif par appel public à l'épargne .
- ✚ Notice d'information relative à l'émission obligataire du groupe ETRHB Haddad SPA.
- ✚ Notice d'information relative à l'émission obligataire de Cevital SPA.
- ✚ Notice d'information DAHLI pour l'émission obligataire grand public.
- ✚ Notice d'information, emprunt obligataire de EEPAD TISP, fournie par la COSOB.

- ✚ Notice d'information d'augmentation de capital de la société Alliance assurance par appel public à l'épargne.
- ✚ Notice d'information NCA-Rouiba SPA.
- ✚ Notice d'information d'offre publique de vente des actions de Biopharm SPA.
- ✚ Notice d'information de la société des ciments de Ain El kebira SCAEK.
- ✚ Notice d'information pour émission obligataire de 05 milliards de DA par L' ENTP .
- ✚ Notice d'information pour émission obligataire de 08 milliards de DA par l'ENTP .
- ✚ Notice d'information d'emprunt obligataire ENAFOR.
- ✚ Notice d'information pour l'émission obligataire d'Algérie télécom .
- ✚ Notice d'information, emprunt obligataire de 20 milliards de DA émis par Algérie télécom.
- ✚ Notice d'information , emprunt obligataire de la SRH.
- ✚ Notice d'information pour l'émission obligataire SRH emprunt obligataire de 5 milliards de dinars.
- ✚ Notice d'information pour émission obligataire, Société nationale de leasing SNL SPA.
- ✚ Notice d'information, Emprunt obligataire grand public de Sonelgaz 2008.

Bulletins d'information

- ✚ Bulletin d'information statistique n°30, ministère de l'industrie et des mines, direction générale de la veille stratégique, des études et des systèmes d'information , édition mai 2017.
- ✚ Bulletin n°4, émis par la COSOB, relatif à la constitution du dépositaire central des titres, juillet 2003 .
- ✚ Bulletin d'information n° 17 du décembre –janvier 2006, édité par la direction de marketing et communication du Crédit populaire d'Algérie CPA.

- ✚ Bulletin d'information n° 27/mars 2015, édité par la direction de marketing et communication du Crédit populaire d'Algérie CPA.

Fascicules

- ✚ Dépliant émis par la bourse d'alger, Imp Anep Rouiba, 2005
- ✚ Dépliant conçu par la SAEK, validé par la COSOB
- ✚ Journal officiel de la république Algérienne n°77 du 15 décembre 2001.
- ✚ Dépliant, les ordres de bourse, fourni par la SGBV, Imp Anep Rouiba 2015 .
- ✚ Dépliant confectionné par NCA Rouiba SPA, visé par la COSOB, visa n° 2013/01 du 06 février 2013.

Décrets et Ordonnances

- ✚ Décret 96-134 du 13 avril 1996 relatif aux conditions et modalités d'acquisition par le public des valeurs mobilières des entreprises à privatiser JORA n°23 du 14 avril 1996 .
- ✚ Décret exécutif n°98-195 du 07 juin 1998, fixant le premier lot d'entreprises publiques a privatiser.
- ✚ Décret présidentiel n° 02-195 du 1^{er} juin 2002 portant transformation l'EPIC SONELGAZ en holding de sociétés par actions dénommé SONELGAZ.Spa
- ✚ Décret exécutif 95-344 du 30/10/1995 relatif au capital minimum des sociétés d'assurances.
- ✚ Décret exécutif n°94-08 du 26/04/1994 portant la loi de finances complémentaire pour l'année 1994.
- ✚ Ordonnance n°95-25 relative à la gestion des capitaux marchands de l'Etat.
- ✚ Ordonnance 96.08 du 10 janvier 1996 relative à la mise en place des OPCVM en Algérie sous forme de SICAV et FCP

Articles et lois

- ✚ Article 715 bis 103 du Code de commerce ,
- ✚ Article 515 bis 114 (décret législatif n°03-08 du 26 avril 1993) relatif aux obligations convertibles en actions, section autres valeurs mobilières du code de commerce algérien.
- ✚ Article 882, livre 5 des droits réels accessoires ou suretés réelles, Code civil , nouvelle édition revue et corrigée 2010-2011.
- ✚ Article 948, Livre 5 des droits réels accessoires ou suretés réelles, code civil , nouvelle édition revue et corrigée 2010-2011.
- ✚ Article 715 bis 37 du code de commerce Algérien, Berti édition, 2011-2012 .
- ✚ Article. 32 de la loi n°09-09 du 13 Moharram 1431 correspondant au 30 décembre 2009 portant loi de finances pour 2010.
- ✚ Article 66 de la loi n°13-08 du 27 Safar 1435 correspondant au 30 décembre 2013 portant loi de finances pour 2014.
- ✚ Article 70, section 5 , condition d'admission des valeurs mobilières aux négociations de bourse, règlement COSOB 97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières modifiés par le règlement COSOB n°03-01 du 18 mars 2003.
- ✚ Article 4 , loi n°01-18 du 12 décembre 2001 portant sur l'orientation et la promotion de la PME.
- ✚ Loi n°63-165 du 07/05/1963 modifiée par l'ordonnance n°71-47 du 30/06/1971, par l'ordonnance n°72-26 du 07/06/1972, par l'article 55 de l'ordonnance 09-01 du 22/07/2009 et par l'article n°37 de la loi n°11-11 du 18/07/2011 portant loi de finances complémentaires.
- ✚ Règlement COSOB n° 15-01 du 25 Joumada thania 1436 correspondant au 25 avril 2015 relatif aux conditions d'agrément, aux obligations et au contrôle des intermédiaires en opérations de Bourse

Communiqués

- ✚ Conditions générales de banques, lettre commune n°03/2007, édité par le crédit populaire d'Algérie
- ✚ Communiqué de presse de la bourse d'Alger, protocole d'accord entre la SGBV et Euronext Paris SA .
- ✚ Communiqué de presse de la bourse d'alger, accord de coopération entre la SGBV et la BVMT.
- ✚ Communiqué de presse de la SGBV d'inscription en qualité de promoteur en bourse.
- ✚ El watan économie du 14 au 20 mars 2011, dossier n°9.
- ✚ Communiqué de la Société de gestion de la Bourse des valeurs SGBV.
- ✚ Communiqué de la 1ère séance de cotation des actions Biopharm, édité par la SGBV.
- ✚ Décision de la banque d'Algérie n°98-01 du 01/09/1998.
- ✚ Décision de la banque d'Algérie n°02-2002 du 20 février 2002.
- ✚ Décision n°02-06 du 11/03/2006 délivré par la banque d'Algérie
- ✚ Autorisation de la banque d'Algérie du 24/03/2011 portant n° 196/CAB/SG.CMC/2011.
- ✚ Avis N°20/2017, portant codification de l'obligation MLA par Algérie clearing

Liste des tableaux :

Tableau 1: Principales différences entre le marché primaire et le marché secondaire	23
Tableau 2: Comparaison entre les marchés continus et les marchés de fixing	37
Tableau 3: Les mécanismes d'échanges sur les principaux marchés d'actions	42
Tableau 4: comparaison entre les marchés dirigés par les prix et les marchés dirigés par les ordres	42
Tableau 5: comparaison entre les marchés centralisés et les marchés fragmentés	45
Tableau 6: Les principaux déterminants de la fourchette de prix selon le paradigme de la position d'inventaire	51
Tableau 7: Les mesures les plus importantes de la liquidité de marché	74
Tableau 8: balance des paiements; France et Zone Euro	85
Tableau 9: Balance des paiements : Etats-Unis et Grande Bretagne.....	85
Tableau 10: les Avantages et les inconvénients des actions ordinaires	97
Tableau 11: les avantages et les inconvénients des actions privilégiées.....	99
Tableau 12: échelle de notation des obligations attribuées par deux agences de notation	117
Tableau 13: les avantages et les inconvénients des obligations.....	119
Tableau 14: tableau comparatif actions/obligations	119
Tableau 15: Les paramètres qui influencent l'émission obligataire.....	156
Tableau 16: Facteurs influençant le niveau de la prime	169
Tableau 17: Dématérialisation du titre Saidal	189
Tableau 18: Dématérialisation du titre EGH El Aurassi	190
Tableau 19: Conditions spécifiques d'admission en bourse	198
Tableau 20: Evolution de la capitalisation boursière en Algérie en DA	219
Tableau 21: Evolution de la capitalisation boursière par rapport au PIB.....	222
Tableau 22: Evolution de la capitalisation boursière dans les pays du Maghreb	223
Tableau 23: Evolution du ratio capitalisation boursière /PIB des trois bourses maghrébines	225
Tableau 24: Evolution du nombre de sociétés cotés en bourse	227
Tableau 25: Evolution du ratio de liquidité de la bourse d'Alger, Tunis et Casablanca	228
Tableau 26: Evolution du nombre d'OPCVM au Maghreb	231
Tableau 27: Evolution du Volume d'actifs gérés par les OPCVM Algériennes, Tunisiennes et Marocaines en monnaie nationale (milliard DA).....	231
Tableau 28: Evolution du volume de titres présenté sur le marché secondaire.....	234
Tableau 29: Augmentation de capital social d'Alliance Assurance par appel public à l'épargne	245
Tableau 30: Répartition d'offre et demande du titre Alliance assurance.....	246
Tableau 31: Les souscriptions du titre de la Société Alliance assurances par segment.....	247
Tableau 32: Segmentation de l'offre du titre de la SCAEK.....	257
Tableau 33: Seuil de souscription	257
Tableau 34: Récapitulatif des caractéristiques d'actions émises sur le marché financier Algérien	258
Tableau 35: Résultats de l'enchère	265
Tableau 36: Répartition par tranche du premier emprunt obligataire d'Algérie télécom	270
Tableau 37: Répartition par tranche du premier emprunt obligataire d'air Algérie	273
Tableau 38: Répartition par tranche de la 2ème tranche du 2ème emprunt obligataire d'air Algérie	274
Tableau 39: Spécificité de l'emprunt obligataire de Cevital	283
Tableau 40: résultat de la séance d'adjudication Cevital.....	284
Tableau 41: résultats d'adjudication du titre du groupe ETRHB HADDAD	287

Tableau 42: Caractéristiques techniques de l’emprunt obligataire de la SRH.....	292
Tableau 43: Résultat de la séance d’adjudication de la SRH (première tranche)	294
Tableau 44: Résultat de la séance d’adjudication de la SRH (Deuxième tranche).....	295
Tableau 45: Taux d'intérêt des obligations	297
Tableau 46: Répartition par tranche de la première émission obligataire de ALC	299
Tableau 47: Caractéristiques de l’emprunt obligataire.....	300
Tableau 48: Obligation à remboursement Fractionné.....	301
Tableau 49: Les caractéristiques de l’emprunt	302
Tableau 50: Les émissions obligataires en Algérie de 1998 à 2017	307
Tableau 51: Evolution des emprunts obligataires émis par type d’épargnant en Milliards DA	309
Tableau 52: Répartition des émissions obligataires par secteur d’activité.....	310
Tableau 53: Segmentation des émissions obligataires de 1998 à 2017 en milliards de dinars	312
Tableau 54: Trace l’évolution des indicateurs d’activité sur les compartiments du marché secondaire des valeurs mobilières	314
Tableau 55: Caractéristiques des séances de cotations du marché secondaire	319
Tableau 56: Evolution du titre Eriad Setif auprès de la bourse d’Alger	322
Tableau 57: Ventilation de l’OPR du titre matérialisés Eriad Sétif	325
Tableau 58: Ventilation de l’OPR du titre dématérialisés Eriad Sétif.....	325
Tableau 59: Evolution du titre Saidal auprès de la bourse d’Alger	326
Tableau 60: Evolution du titre Egh El Aurassi auprès de la bourse d’Alger	329
Tableau 61: Evolution du titre Alliance assurances auprès de la bourse d’Alger	332
Tableau 62: Evolution du titre Nca Rouiba auprès de la bourse d’Alger	335
Tableau 63: Evolution du titre Biopharm auprès de la bourse d’Alger.....	337
Tableau 64: Nombre de séance fructueuse par titre et fréquence de cotation	339
Tableau 65: Evolution de l’activité du marché obligataire Algérien (marché secondaire)	342
Tableau 66: Les principaux événements ayant influencés l’évolution du marché secondaire des obligations.....	345
Tableau 67: Evolution des cotations sur le compartiment obligataire	348
Tableau 68: Evolution de l’activité du marché des OAT	350
Tableau 69: Activité des intermédiaires en opération de bourse IOB en Algérie.....	357
Tableau 70: Activité des spécialistes en valeurs du trésor en Algérie	359
Tableau 71: Evolution des distributions des dividendes (DA).....	361
Tableau 72: Tableau récapitulatif des conditions d’introduction au marché des titres de capital	368
Tableau 73: Tableau de répartition de création d’entreprise en Algérie suivant le statut juridique	372
Tableau 74: Répartition des personnes morales par forme juridique au 30 / 06 / 2016.....	372
Tableau 75: Typologie des PME en Algérie	373
Tableau 76: Bilan des privatisations en Algérie entre 2003 et 2007.....	380
Tableau 77: Répartition des produits de cession par type de privatisation de 2001 à 2007 (million dinars Algérien)	380
Tableau 78: Les crédits accordés par le secteur bancaire et le marché financier à l’économie (milliard DA)	387
Tableau 79: Statistiques d'Euronext.....	399

Liste des figures :

Figure 1: La relation entre le marché primaire et le marché secondaire	23
Figure 2: Traitement des ordres introduits sur un marché de fixing	35
Figure 3: Le déroulement d'une séance de cotation en continu	36
Figure 4: Les figures de la liquidité de marché.....	64
Figure 5: le déplacement de la fourchette pendant deux transactions successives.....	69
Figure 6: Influence du volume et de la liquidité sur le cours	73
Figure 7: Les obligations.....	102
Figure 8: représentation des obligations à taux fixe.....	112
Figure 9: Les trois formes de la théorie d'efficience	132
Figure 10: risque d'une action.....	141
Figure 11: la relation entre P et i.....	160
Figure 12: écart entre approximation du prix par la sensibilité et le prix exact	162
Figure 13: les déterminants de l'évaluation d'une option	167
Figure 14: Le système algérien mis en place pour l'organisation du marché boursier.....	178
Figure 15: Evolution du nombre d'actions du titre Saidal dématérialisé.....	190
Figure 16: Evolution du nombre d'actions du titre EGH El Aurassi Dématérialisés	191
Figure 17: Organisation de la Bourse d'Alger.....	197
Figure 18: Acheminement des ordres.....	211
Figure 19: Déroulement d'une séance de cotation.....	213
Figure 20: Acquisition/Vente de titres à travers la bourse	214
Figure 21: Evolution de la capitalisation boursière en Algérie en Dinar Algérien	221
Figure 22: Evolution de la capitalisation boursière des places maghrébines.....	225
Figure 23: Nombre de sociétés cotées à la bourse d'Alger, Tunis et Casablanca.....	228
Figure 24: Evolution du ratio de liquidité dans les pays du Maghreb.....	229
Figure 25: Evolution du ratio de liquidité.....	230
Figure 26 : Evolution du volume et valeur de transaction	232
Figure 27: Offre et demande du titre Alliance assurance par segment.....	247
Figure 28: Souscription du titre Alliance assurances ventilée par segment.....	248
Figure 29 : Les emprunts obligataires émis en Algérie	310
Figure 30: Répartition des émissions obligataires par secteur d'activité	311
Figure 31: Segmentation et répartition des obligations	313
Figure 32: Evolution du volume transigé sur le marché global des titres.....	318
Figure 33: Evolution des valeurs transigées sur le marché global des titres	318
Figure 34: Pourcentage des cotations fructueuses et non fructueuses du marché de titres de capital ..	320
Figure 35: Evolution du volume transigé du titre Eriad Sétif	323
Figure 36: Evolution du volume transigé du titre Eriad Sétif	324
Figure 37: Evolution de la valeur transigée du titre Saidal	328
Figure 38: Evolution du volume transigé du titre Saidal	329
Figure 39: Evolution de la valeur transigée du titre Egh El Aurassi.....	332
Figure 40: Evolution du volume transigé du titre Egh El Aurassi	332
Figure 41: Evolution de la valeur transigée du titre Alliance assurances.....	335
Figure 42: Evolution du volume transigé du titre Alliance assurances	335
Figure 43: Evolution de la valeur transigée du titre Nca Rouiba.....	337

Figure 44: Evolution du volume transigé du titre Nca Rouiba	337
Figure 45: Valeur transigée du titre de Biopharm.....	338
Figure 46: Volume transigé du titre de Biopharm.....	338
Figure 47: Fréquence de cotation des titres de capital.....	341
Figure 48: Evolution de la valeur transigée des obligations cotées en bourse (DA).....	346
Figure 49: Répartition des parts des titres obligataires cotés en bourse	346
Figure 50: Evolution de la part du titre Dahli	347
Figure 51: Nature des opérations	347
Figure 52: Nombre de cotations fructueuses et infructueuses	350
Figure 53: Valeur transigée des OAT en milliards DA.....	354
Figure 54: Volume transigé des OAT	355
Figure 55: Evolution de l'encours des OAT en milliards de dinars	355
Le graph ci-dessous illustre l'évolution des dividendes distribués par les sociétés cotées.	
Figure 56: Evolution des dividendes distribués par les sociétés cotées	363
Figure 57: organisation de la bourse des valeurs mobilières.....	367
Figure 58: L'introduction en bourse	370
Figure 59: Typologie des PME en Algérie.....	374
Figure 60: Acteurs du processus de privatisation	378
Figure 61: Evolution de la masse monétaire et la monnaie fiduciaire.....	387
Figure 62: Répartition des crédits accordés par maturité.....	389
Figure 63: Le financement des entreprises à moyen terme par les banques et le marché financier.....	390

Liste des annexes

Annexe n°1 : Titre de l'ENCE tranche 03 ans	191
Annexe n°2 : Titre de l'ENCE tranche 03 ans	192
Annexe 3 : Ordre d'achat ou vente de titre en bourse	210
Annexe n° 04 : Etat Récapitulatif des charges liées à l'accès des sociétés émettrices au marché financier algérien	216
Annexe n° 05 : Evolution du ratio de liquidité des trois places boursière maghrébines en %	228
Annexe n°6 : Titre de l'EGH El-Aurassi	239
Annexe n°7 : Action SAIDAL	240
Annexe n° 8 : Relevé des avoirs de titres Alliance assurances.....	246
Annexe n° 9 : Bulletin de souscription du titre Alliance assurances.....	246
Annexe n°10 : Titre obligataire de Sonatrach	260
Annexe 11 : Bulletin de souscription de l'emprunt obligataire grand public émis par Air Algérie.....	274
Annexe n° 12 : Synthèse des emprunts obligataires émis par Air Algérie.....	275
Annexe n°13 : Bulletin de souscription de l'emprunt obligataire de DAHLI.....	289
Annexe n°14 : Nombre de séance de cotation fructueuse et non fructueuse sur le marché principal.....	339

Annexe n° 1: Titre de l'ENCE tranche 03 ans



Annexe n° 2: Titre de l'ENCE tranche 05 ans



Annexe n°3 : Ordre d'achat ou vente de titre en bourse

CRÉDIT POPULAIRE D'ALGÉRIE
T.C.C. - agrément COSOB n° 04 / 2004 du 26 février 2004
I.O.B. - agrément COSOB n° 15 / 2004 du 03 octobre 2004
Adresse: Résidence Chaabani Bloc A/3 Val d'Hydra, Alger
Tel. / Fax : (021) 48.35.69 / (021) 69.44.33

Agence :
Code :
N° d'ordre :

ORDRE D'ACHAT / VENTE (1)

N° du Compte Titres :

Je soussigné (e) nom et prénom :

CIN / PCN° : délivré le à :

Adresse :

Agissant pour le compte de M.

Donne par le présent Ordre d'Acheter / de Vendre (2)

Valeur	Quantité	Numéro de Certificat	Cours limités

Validité de l'ordre :

1 - Jour :

2 - Du : au : (maximum 30 jours)

Mode de livraison des titres :

- à conserver auprès de mon Teneur de Comptes Conservateur de Titres

Montant du versement :

Mode de paiement :

Mode d'incasement :

Esèces - virement bancaire, débit de compte (3)

Esèces - virement bancaire (4)

Numéro du repère attestant la constitution de la provision espèces pour l'achat :

Fait à le

Signature du Client :

Signature et Cachet de l'Agence :

Signature et Cachet du Teneur de Comptes Conservateur de Titres :

Annexe n° 04 : Etat Récapitulatif des charges liées à l'accès des sociétés émettrices au marché financier algérien

Etat récapitulatif du coût d'accès au marché obligataire Algérien						
	Emprunt obligataire MLA	Emprunt obligataire MLA	Emprunt obligataire SNL	EEPADTSP	ALC algérie leasing corporation 1	ALC algérie leasing corporation 2
Date d'émission	26-sept-2017	29-mars-2015	06-oct-2015	30/05/2007	19/07/2006	11/01/2007
Montant d'émission en milliards de DA	2	2	2	0,5	3,65	3,3
Montant d'émission en DA	2 000 000 000	2 000 000 000	2 000 000 000	500 000 000	3 650 000 000	3 300 000 000
Durée de l'imprunt	5	5	5	ANS (0,3 et 0,2 Mill	5 ET 6 ANS	5
Investisseur ciblé	Institutionnel	Institutionnel	Institutionnel	Institutionnel	Institutionnel	Institutionnel
Charges relatives à l'opération endA	29 655 000	29 655 000	7 500 000	7 068 600	40 078 875	32 567 220
Redevance COSOB	0,075 % = 1 500 000 DA	0,075 % = 1 500 000 DA	0,075 % = 1 500 000 DA	0,075 % = 375 000 DA	0,075 % = 2 737 500 DA	0,075 % = 2 475 000 DA
Rémunération Algérie clearing	884 000	1 600 000	2 000 000	193 600	1 409 675	979 000
Commission SGBV	0	0	0	0	0	0
Commission de courtage du chef de file	0,15% = 3 000 000 DA	0,15% = 3 000 000 DA	0,2 % = 4 000 000 DA	0,3% = 1 500 000 DA	0,3% = 10 931 700 DA	9 863 220
Comision de placement	0,25% = 5 000 000 DA	0,25% = 5 000 000 DA	0	0	0	0
Commission d'agent de sûretés	0,25% du montant de l'engagement majoré de 20% = 18 852 000 DA	0,25% du montant de l'engagement majoré de 20% = 18 555 000 DA	0	0	0	0
Rémunération du bureau de conseil strategica	0	0	0	5 000 000	25 000 000	19 250 000
Frais de publicité et campagnes de communication	0	0	0	0	0	0
d'affectation spéciale 1/1000 du montant de souscription moins	0	0	0	0	0	0
Produit net de l'émission = produit brut- charges de l'opération	1 970 345 000	1 970 345 000	1 992 500 000	492 931 400	3 603 821 125	3 255 172 780
Charges relatives à l'opération % du montant total de l'opération	1,48275	1,48275	0,375	1,41372	1,09805137	0,986885455
Chef de fil	BNP	BNP	BDL et co- chef de fil BADR	CNEP	CNEP	

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base des charges communiquées dans les notices d'informations des sociétés émetrice.

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base des charges communiquées dans les notices d'informations des sociétés émettrice.

Annexe 4 (suite) : Etat récapitulatif du coût d'accès au marché obligataire Algérien

Etat récapitulatif du coût d'accès au marché obligataire Algérien									
	Emprunt obligataire Algérie Telecom	Emprunt obligataire Algérie Telecom	ENTP	ENTP	ENTP	ENAFOR	ENAFOR		
Date d'émission	13/11/2005	17/10/2006	18/07/2005	12-juin-2006	04-déc-2007	08/12/2005	03/04/2008		
Montant d'émission en milliards de DA	6,5	20	5	8	4	8	6		
Montant d'émission en DA	6 500 000 000	20 000 000 000	5 000 000 000	8 000 000 000	4 000 000 000	8 000 000 000	6 000 000 000		
Durée de l'emprunt	5	5	5	5 et 6 ans	5	5 et 6 ans	5		
Investisseur ciblé	Institutionnel	Grand public	Institutionnel	Institutionnel	Institutionnel	Institutionnel	Institutionnel		
Charges relatives à l'opération en DA	58 143 545	436 750 000	45 684 524	68 825 625	33 649 065	69 025 956	53 397 455		
Redevance COSOB	0,075 % = 4 875 000	5 000 000	0,075 % = 3 750 000 DA	0,075 % = 5 000 000 DA	0,075 % = 3 000 000	0,075 % = 5 000 000	0,075 % = 4 500 000 DA		
Rémunération Algérie clearing	1 300 000	1 200 000	1 600 000	2 500 000	600 000	2 500 000	800 000		
Commission SGBV	0	2 050 000	0	0	0	0	0		
Commission de courtage du chef de file	0,3% = 19 468 545	40 000 000	0,3% = 15 334 524 DA	0,3% = 23 825 625 DA	0,3% = 12 049 065	0,3% = 24 025 956 DA	0,3% = 18 097 455 DA		
Commission de placement		200 000 000	0	0	0	0	0		
Commission d'agent de sûretés		100 000 000	0	0	0	0	0		
Rémunération du bureau de conseil stratégique	32 500 000	47 500 000	25 000 000	37 500 000	18 000 000	37 500 000	30 000 000		
Frais de publicité et campagnes de communication	0	0	0	0	0	0	0		
d'affectation spéciale 1/1000 du montant de souscription moins	0	0	0	0	0	0	0		
Produit net de l'émission = produit brut - charges de l'opération	6 431 371 455	19 563 250 000	5 065 823 476	7 873 049 375	3 982 705 935	7 939 626 044	5 979 087 545		
Charges relatives à l'opération % du montant total de l'opération	0,894516077	2,18375	0,91369048	0,860320313	0,841226625	0,86282445	0,889957583		
Chef de fil	BNA	BNA	BEA	BEA	BEA	BEA	BEA		

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base des charges communiquées dans les notices d'informations des sociétés émettrice.

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base des charges communiquées dans les notices d'informations des sociétés émettrices.

Annexe 4 (suite) : Etat récapitulatif du coût d'accès au marché obligataire Algérien

Etat récapitulatif du coût d'accès au marché obligataire Algérien									
	CEVITAL	HADDAD ETRHB	DAHLI	SRH 2	SRH 1	SOMATRACH	SOMATRACH		
Date d'émission	18/01/2006	10/12/2009	11/01/2009	06/12/2017	13/07/2003	09/12/2003	01/07/1998		
Montant d'émission en milliards de DA	5	6	8,3	5	2,48	5	12		
Montant d'émission en DA	5 000 000 000	6 000 000 000	8 300 000 000	5 000 000 000	2 480 000 000	5 000 000 000	12 000 000 000		
Durée de l'emprunt	5,5	5	7	5	3 et 5 ans	5	5		
Investisseur ciblé	Institutionnel	Institutionnel	Grand public	Institutionnel	Institutionnel	Institutionnel	Grand public		
Charges relatives à l'opération en DA	46 544 719	54 106 105	234 944 516	15 777 500		21 000 000	239 000 000		
Redevance COSOB	0,075 % = 3 750 000 DA	0,075 % = 4 500 000	5 000 000	3 750 000		3 750 000	5 000 000		
Rémunération Algérie clearing	2 700 000	1 600 000	2 200 000	2 027 500		0	0		
Commission SGBV	0	0	2 250 000			10 000 000	24 000 000		
Commission de courtage du chef de file	0,3% = 15 094 719 DA	0,3% = 18 006 105	3% = 7 080 420 DA	0,2% = 10 000 000 DA		12 500 000	30 000 000		
Commission de placement	0	0	23 601 400			75 000 000	180 000 000		
Comission d'agent de sûretés	0	0							
Rémunération du bureau de conseil strategica	25 000 000	30 000 000	1% = 23 601 400 DA						
Frais de publicité et campagnes de communication	0	0	161 737 876			1 380 000			
d'affectation spéciale 111000 du montant de souscription moins	0	0	2 315 958						
Produit net de l'émission = produit brut- charges de l'opération	4 985 028 281	5 947 928 895	2 086 195 056	4 984 222 500		4 979 000 000	11 761 000 000		
Charges relatives à l'opération % du montant total de l'opération	0,33089438	0,301788417	2,830856814	0,31555		0,42	1,391666667		
Chef de fil	CPA	CPA	BEA	CPA	CPA	BEA			
Source : Tableau confectonné par nos soins sur la base 24654665.12									
						4 897 370 000			

Annexe 4 (suite) : Etat récapitulatif du coût d'accès au marché obligataire Algérien

Etat récapitulatif du coût d'accès au marché obligataire Algérien									
	SONELGAZ	SONELGAZ	SONELGAZ	SONELGAZ	AIR ALGERIE	AIR ALGERIE	AIR ALGERIE		
Date d'émission	23/12/2004	29/03/2005	22/06/2005	30/06/2008	29 et 30/03/2004	11/05/2005	09/11/2004	19/12/2004	
Montant d'émission en milliards de DA	20	10	15	30	4,4	12,32	24,89		
Montant d'émission en DA	20 000 000 000	10 000 000 000	15 000 000 000	30 000 000 000	4 400 000 000	12 320 000 000	14,18	10,71	
Durée de l'impunt	5-6 et 7 ans	7-9-11 ans	6	6	4 et 5 ans	6	6 ans	4 et 5 ans	
Investisseur ciblé	Institutionnel	Institutionnel	Grand public	Grand public	Institutionnel	Institutionnel	Grand public	Institutionnel	
Charges relatives à l'opération en DA	123 600 000	60 225 000	5 000 000	510 299 988	102 630 000	69 257 130	386 000 000		
Redevance COSOB	5 000 000	5 000 000		5 000 000	330 000	0,075 % = 5 000 000 DA			
Rémunération Algérie clearing		2 100 000				2 700 000			
Commission SGBV		0		0	10 000 000	0			
Comisison de courtage du chef de file		29 125 000		30 000 000	110 000 000	0,3% = 36 557 130 DA			
Comisison de placement					660 000 000	0			
Comission d'agent de sûretés		24 000 000		289 681 832		0			
Rémunération du bureau de conseil strategica				185 618 155		25 000 000			
Frais de publicité et compagnes de communication		0		0	1 380 000	0			
d'affectation spéciale 1/1000 du montant de souscription moins		0		0		0			
Produit net de l'émission = produit brut - charges de l'opération	19 876 400 000	11 580 386 750		29 403 799 014	4 897 370 000	12 116 452 870	24 504 000 000		
Charges relatives à l'opération % du montant total de l'opération	0,618	0,60225		1,7009396	2,3325	0,562152029	1,550823624		
Chef de fil	BNA	BNA	BNA	BNA	BNA	BNA	BNA		

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base des charges communiquées dans les notices d'informations des sociétés émetrice.

Source : Tableau confectionné par nos soins sur la base des charges communiquées dans les notices d'informations des sociétés émettrices.

Annexe 4 (suite) : Etat récapitulatif du coût d'accès au marché des actions en Algérie

	ERIAD-SETIF	SAIDAL	EL AURASSI	ALLIANCE ASSURANCE	ROUBA	BIOPHARME	GICA
Période de souscription	du 2 novembre au 15 décembre 1998	du 15 février au 15 mars 1999	du 15 juin au 15 juillet 1999	du 02 novembre au 01 décembre 2010	du 07 avril 25 avril 2013	13 mars au 07 avril 2016	du 15 mai au 13 juin 2016
Date d'intégration à la négociation	13-sept-99	20-sept-99	14-févr-00	07-mars-11	26-sept-2013	20-avr-16	-
Montant d'émission en DA	1 000 000 000	1 600 000 000	480 000 000	1 433 787 970	849 195 200	6 252 859 375	18 953 600 000
Nombre d'actions émises	1 000 000	2 000 000	1 200 000	1 804 511	2 122 988	5 104 905	11 846 000
Valeur de l'émission en DA	2 300	800	400	830	400	1 225	1 600
PER du prix d'introduction	9	20	11	15		8	
Charges relatives à l'opération en DA	148 085 000	78 000 000	52 370 000	174 153 983	61 839 686	399 701 454	231 227 700
Redevances réglementaires et assimilées	24 725 000	10 000 000	1 850 000	3 825 341	17 139 686	6 833 313	211 477 500
Redevance COSOB en DA (0,075%)	1 725 000	1 200 000	360 000	1 075 341	636 856,40	4 702 875	5 000 000
Rémunération Algérie clearing	0	0	0	250 000	84 920	200 000	4 100 000
Commissions de la SGBV	1 300 000	1 300 000	240 000	2 500 000	2 406 149	1 930 438	200 000
Commission IOB (chef de fil et syndicat de pl)	23 000 000	7 500 000	1 250 000		14 011 721		202 177 500
Rémunérations de commissions et honoraires conventionnés	68 000 000	50 520 000	148 821 823	44 700 000	392 868 141	19 750 200	
Commissions et honoraires d'accompagnement, de placement, de conseil financier et juridique	860 000	18 000 000	14 000 000	68 821 823	4 700 000		9 750 200
Publicité et communication	115 000 000	50 000 000	36 520 000	80 000 000	40 000 000		10 000 000
Chef de fil	BADR	SOGEFI	ERRACHED EL MAU	CPA	BNP Paribas El Djazair	BEA	BEA
Autres frais (modification statutaires enregistrement 1,5%)	7 500 000	0	0	21 506 820	-	-	-
Produit net de l'émission = produit brut-charges de l'opération	2 151 915 000	1 522 000 000	427 630 000	1 259 633 987	787 355 514	5 870 797 921	-
Charges relatives à l'opération % du montant tot	14,8085	4,875	10,91041667	12,14642518	7,282152101	6,392298787	1,219967183

Annexe n°5 : Evolution du ratio de liquidité

	Algérie			Maroc			Tunisie		
	Volume transigé sur le marché d'action Algérien en milliards de DA (1)	Capitalisation boursière -Alger- en Milliards de DINARS (2)	Taux de rotation (1) / (2)	Volume transigé sur le marché d'action Marocain en milliards de MDA (1)	Capitalisation boursière - CASABLANCA- en Milliards de DIRAHM	Taux de rotation (1) / (2)	Capitalisation boursière -TUNIS- en Milliards de DINARS	Volume transactions en milliards de MDA	RATIO DE LIQUIDITE Tunis
1999	0	19,53	0,22%	24,84	138	18,00%	3,33	0,55	16,52%
2000	0,35	21,49	1,63%	11,73	115	10,20%	3,89	0,91	23,39%
2001	0,25	14,72	1,71%	11,03	105	10,50%	3,27	0,49	14,98%
2002	0,04	10,99	0,33%	6,44	87	7,40%	2,84	0,33	11,62%
2003	0,02	10,36	0,17%	6,54	115,5	5,66%	2,97	0,21	7,07%
2004	0,01	10,1	0,08%	15,21	206,5	7,37%	3,08	0,28	9,09%
2005	0,00	10,4	0,04%	37,52	298	12,59%	3,84	0,62	16,15%
2006	0,02	6,71	0,35%	117,38	417	28,15%	5,491	0,71	12,93%
2007	0,01	6,46	0,22%	211,98	586,33	36,15%	6,53	0,84	12,86%
2008	0,02	6,5	0,33%	156,67	531,75	29,46%	8,3	1,91	23,01%
2009	0,01	6,55	0,21%	35,94	509	7,06%	12,23	1,72	14,06%
2010	0,01	7,9	0,15%	51,99	579	8,98%	15,28	2,63	17,21%
2011	0,19	14,97	1,24%	35,2	516	6,82%	14	2	10,87%
2012	0,04	13,03	0,28%	29,73	445	6,68%	13,78	1,94	14,08%
2013	0,05	13,82	0,36%	26,45	451	5,86%	14,09	1,46	10,36%
2014	0,04	14,79	0,28%	27,59	484,45	5,70%	17,32	1,65	9,53%
2015	1,25	15,43	8,11%	28,76	453,32	6,34%	17,83	1,99	11,16%
2016	0,81	45,78	1,76%	32,08	583	5,50%	19,3	1,65	8,55%
2017	0,30	40,59	0,74%	39,49	627	6,30%	21,85	2,24	10,25%

Annexe n° 6: Action Egh El Aurassi

الأوراسي

رقم الشهادة : 09635

شهادة أسظم
القيمة الاسمية للسهم مائتان وخمسون ديناراً جزائرياً

يشهد الرئيس المدير العام لمؤسسة تسيير نزل الأوراسي بأن ...

الجنسية العنوان

المسجل في دفتر المساهمين تحت رقم 9635 يملك 100 Actions

أسظم مفرقة كلية ومرفقة من 5 816 066 إلى 5 816 165


إتينا لذلك نسلم هذه الشهادة التي تنول لحاجتها حق التمتع الكامل بها وفقاً للقانون.

الرئيس المدير العام

عضو مجلس الإدارة

مؤسسة تسيير نزل الأوراسي
مطبعة ذات أسظم رأس مال قدره 1 500 000 000 د.ج.

Annexe n°7 : Recto du titre Saidal




 رقم الشهادة
0019018

شهادة أسطم
 القيمة الاسمية للسطم : ما تان و اعمون دينار جزائري.

اسم المساهم :
 الجنسية : Algérienne
 العنوان : Oran
 يملك أسطم عددها :
 بالأرقام : 3 ورقمة من 9 737 084 إلى 9 737 086
 بالأحرف : Trois Actions
 مدفوعة بتاريخ : 15/02/99

و كل سطم من هذه الأسطم يحمل رقما مبيتا على هذه الشهادة التي تقول له حق التمتع الكامل بها وفقا للقانون.

الرئيس المدير العام
 عضو مجلس الإدارة






مجمع شيدال شيطلة ومساهمة برأس مال قدره 2.000.000.000 دج رقم التسجيل في السجل التجاري 84 0 000 2
 المقر الاجتماعي طريق الولاية رقم 1، الدار البيضاء، منطقة الزمام السطرم.

Annexe n°7 : Verso du titre Saidal

[illegible]

Annexe n° 8: Alliances assurances

	<h1>Crédit Populaire d'Algérie</h1> <p>TENEUR DE COMPTES - CONSERVATEUR DE TITRES HABILITATION COSOB N° 04/004 DU 26 FÉVRIER 2004</p> <h2>RELEVÉ DES AVOIRS TITRES</h2> <p>Destinataire : Adresse :</p> <p>Nous avons l'honneur de porter à votre connaissance que la situation de vos Avoirs en Titres détenus chez le Teneur de Comptes- Conservateur de titres de la Banque (TCC/CPA) au 12 juin 2011 se présente comme suit :</p> <table><tr><td>Agence Domiciliaire</td><td>: Agence Khemisti Code (416)</td></tr><tr><td>Désignation de la Valeur</td><td>: Action Alliance Assurances</td></tr><tr><td>Catégorie d'avoirs</td><td>: Avoir clientèle</td></tr><tr><td>Solde</td><td>: 100 actions.</td></tr></table> <div><p>Fait à Alger, le 12 juin 2011 Moufides Le Directeur B. BENKRAOUCHE</p></div>	Agence Domiciliaire	: Agence Khemisti Code (416)	Désignation de la Valeur	: Action Alliance Assurances	Catégorie d'avoirs	: Avoir clientèle	Solde	: 100 actions.
Agence Domiciliaire	: Agence Khemisti Code (416)								
Désignation de la Valeur	: Action Alliance Assurances								
Catégorie d'avoirs	: Avoir clientèle								
Solde	: 100 actions.								

Annexe n° 9: Bulletin de souscription du titre Alliance assurances

Plus qu'une assurance,
une ALLIANCE

ALLIANCE
ASSURANCES

Banque : CREDIT POPULAIRE D'ALGERIE
Agence : Khenisja Code : 416

BULLETIN DE SOUSCRIPTION⁽¹⁾
n° 41 /2010

Spa Alliance Assurances au Capital Social : 800 000 000 DA,
n° de RC : 05 B 0971442-16/00 du 04/09/2005

Adresse : Centre des Affaires El Qods, Porte 14, 7^{ème} étage, Chéraga Alger.

Augmentation de Capital de 800 millions DA à 2,2 milliards DA par Appel Public à l'Épargne
par l'émission de 1 804 511 actions à un prix de 830 dinars l'action
- Visa COSOB N° 2010/02 du 08/08/2010

- | | |
|--|---|
| <input checked="" type="checkbox"/> Segment A ⁽²⁾ : Personnes Physiques de nationalité algérienne | (souscription de 5 à 50 000 actions) |
| <input type="checkbox"/> Segment B ⁽²⁾ : Investisseurs Institutionnels | (souscription de 1 000 à 250 000 actions) |
| <input type="checkbox"/> Segment C ⁽²⁾ : Personnes Morales de droit algérien | (souscription de 1 000 à 250 000 actions) |
| <input type="checkbox"/> Segment D ^{(2), (4)} : Agents Généraux Alliance Assurances | (souscription de 20 à 1 400 actions) |
| <input type="checkbox"/> Segment E ^{(2), (4)} : Salariés d'Alliance Assurances et ses filiales | (souscription de 20 à 140 actions) |

Souscripteur :

A renseigner en caractère capital

Sexe⁽¹⁾ MC Nom : AL KHANOUSSI
Prénom : ABDEL
N° CNI / PC : 123456789 Date de naissance : 15/05/1980
Adresse : 10, rue de la Liberté
Wilaya : ORAN

Bénéficiaire :

Agissant pour le compte⁽¹⁾ : Propre ☐ , Mandataire ☐ , Conjoint ☐ , Enfant ☐

Nom ou Raison sociale : _____
Prénom : _____
N° CNI / PC / RC : _____ Date de naissance : _____
Adresse : _____
Wilaya : _____

Déclare souscrire dans le cadre de l'Augmentation de capital par Appel Public à l'épargne d'Alliance Assurances

En lettres : cent Actions

En chiffres : 100 Actions d'une valeur unitaire de 830 DA (Huit cent trente dinars algériens)

Contre paiement de la somme de :

En lettres : quatre cent trente mille Dinars Dinars Algériens

En Chiffres : 83000 DA DA

Par⁽²⁾ : Versement d'espèces ☒ , Chèque ☐ , Virement ☐

Je reconnais avoir reçu une copie du prospectus d'émission et pris connaissance de son contenu et je déclare qu'un double sur papier libre du présent bulletin m'a été remis.

Fait en trois (03) exemplaires à : ORAN le : 01/12/2010

Signature du Souscripteur

Signature et Cachet de la Banque

(1) La souscription peut être réalisée totalement, partiellement ou non satisfaites.
(2) Cocher la mention utile.



Annexe n°11 : Bulletin de souscription de l'emprunt obligataire grand public émis par Air Algérie



Société par Actions au capital de DA 14000.000.000,00
Siège social : 1, Place Maurice AUDIN - Alger

APPEL PUBLIC A L'EPARGNE

Par Emission d'Emprunt Obligatoire
Visa COSOB N° 04/02 du 27/10/2004

BULLETIN DE SOUSCRIPTION

N°.../2004

Banque : C.P.A.
Agence : KHECHTI
Code : 416

Personnes physiques ☐

Nom : <u>MC</u>	
Nom de jeune fille :	
Prénom (s) :	
Nationalité : <u>ALGERIENNE</u>	Date de Naissance : <u>26/04/1954</u>
Lieu de naissance : <u>ORAN</u>	Ville : <u>ORAN</u>
Adresse :	
N° CIN/PC :	délivré(e) à : <u>ORAN</u> le :
Agissant pour le compte de :	
en qualité de :	
Nationalité :	Date et lieu de naissance :
N° CIN/PC :	délivré(e) à : le :

Personnes morales ☐

Forme juridique :	
Nationalité :	
Capital social :	
Raison sociale :	
Gérant et/ou représentant :	
Mr/Mme :	Né(e) le : à :
N° CIN/PC :	délivré(e) à : le :

Déclare souscrire,

A titre irréductible et irrévocable, dans le cadre de l'appel public à l'épargne d'Air Algérie : Obligations*
d'une valeur nominale unitaire de 10 000 DA, d'une durée de 05 ans, au taux nominal moyen de 4.75% l'an, contre
paiement de (somme en chiffre) : 5.000.000,00 D.A. Dinars Algériens.

Je reconnais avoir reçu une copie du prospectus d'émission et pris connaissance de son contenu.

Modalité de paiement :

en espèce ☐ chèque N° Tiré sur : ☒ Virement ☒

la somme de (en lettres) : Cinq millions de dinars Algériens

Fait en trois (03) exemplaires à : ORAN le : 05.12.2004

Signatures habilitées :



* Quantité minimale à la souscription est de cinq (05) obligations.

Feuille 1 : destinée au client - Feuille 2 : destinée au TCC - Feuille 3 : destinée à l'Agence

Imprimé BNA

Synthèse des trois emprunts obligataires d’Air Algérie

Ligne n°	Objet de L'emprunt	Date d'émission	Montant de L'emprunt oblig	Tranches	Durée	Type d'émission
-Ligne d'Emprunt n°1	6 ATR	Mars 2004	4,4 milliards de DA	Tranche 1 : 1,8 Milliards DA Tranche 2 : 2,6 Milliards DA	4ans 5ans	Institutionnel Institutionnel
-Ligne d'Emprunt n°2	4 A330 et moteurs	4ème TR 2004	24,89 milliards DA	Tranche 1 : 14,18 milliards DA Tranche 2 : 10,71 milliards DA <div style="margin-left: 40px;"> <div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="border-left: 1px solid black; width: 100px; height: 15px; margin-right: 5px;"></div> <div style="display: flex; flex-direction: column; align-items: center;"> <div style="margin-bottom: 2px;">↔</div> <div style="margin-bottom: 2px;">↔</div> <div style="margin-bottom: 2px;">↔</div> </div> </div> </div>	6ans	Grand public
-Ligne d'Emprunt n°3	1 A330 et 3 B737	Mai 2005	12,32 milliards de DA	Tranche 12,32 Milliards DA	6ans	Institutionnel



SPA DAHLI
Capital social : 20 852 040 000 DA
R.C. 08 9 013023 du 30 Mars 2008
Adresse : Tour Algerian Business Center
P.O. Box 10000, El Mouradia

BULLETIN DE SOUSCRIPTION

Document Obligatoire
Per appel public à l'épargne

N° 03580 n° 36-03 Du 15/11/2008
et d'insertion au BOML 73 du 13 décembre 2008

n° 01 / 2009

Personne physique ☐

Nom : REMI Prénom(s) : REMI
Né(e) le 17/11/1978 à ALGER
Nationalité : ALGERIENNE n° Tit : 0123456789
n° CN/PC : 9876543210 Délivré(e) à : 0123456789 Le 17/11/1978
Agissant pour le compte de :
Nationalité : ALGERIENNE Date et lieu de naissance : 17/11/1978 ALGER

Personne morale ☐

La personne morale est-elle une banque, un établissement financier, une compagnie d'assurance, un OPCVM, un fond, une caisse, une mutuelle ?

OUI ☐

NON ☐

Forme juridique : SA Raison sociale : SA DAHLI
Adresse : 10000 ALGER
n° Inscription au Registre de Commerce (RC) : 08 9 013023
Gérant et/ou représentant : REMI n° de Tit : 0123456789
n° CN/PC : 9876543210 Délivré(e) à : 0123456789 Le 17/11/1978

Déclare souscrire,

A titre irrévocable et irrévocable, dans le cadre de l'appel public à l'épargne de SPA DAHLI

1400 Obligations d'une valeur nominale unitaire de 10 000,00 DA,
contre paiement de :

En lettres : quatorze Mille quatre cents Dinars Algériens Dinars Algériens

En chiffres : 14 000 000,00 DA

Par : ☒ Versement d'espèces ☐ Chèque ☐ Virement ☐

Je reconnais avoir reçu une copie du prospectus d'émission et pris connaissance de son contenu.

Fait en trois (03) exemplaires à :

Le : 05.02.2009

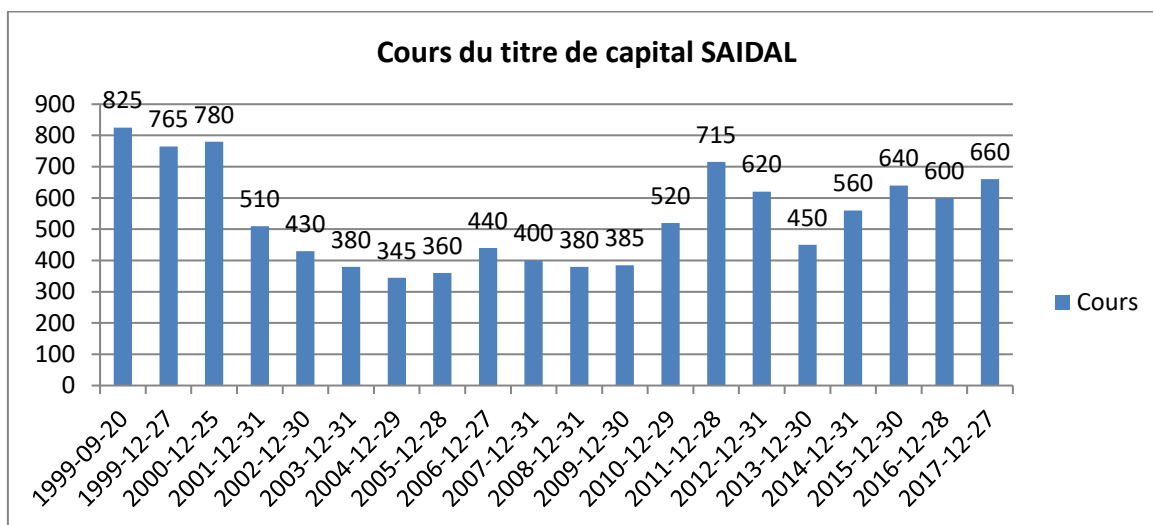
Assaf
Signature du Souscripteur

REMI
Signature de la Banque

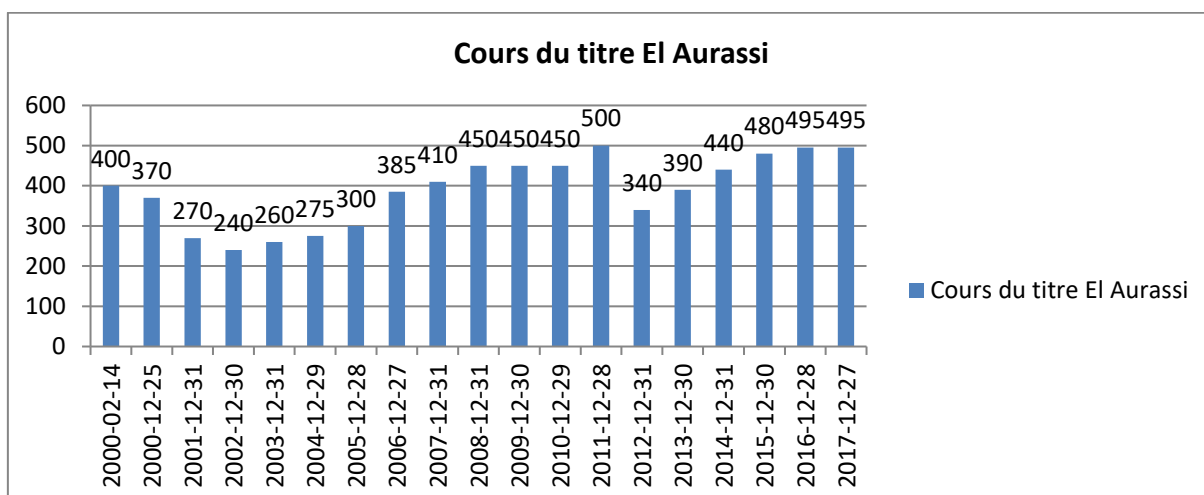
ANNEE	Nbre de cotation	Nbre de cotation fructueuse	% Cotation fructueuse	Nbre de cotation Non fructueuse	% de cotation Non fructueuse	Volume transigé
1999	16	16	100	0	0	34 752
2000	52	52	100	0	0	320 063
2001	53	52	98,11	1	1,89	358 935
2002	90	72	80,00	18	20,00	79 432
2003	105	43	40,95	62	59,05	39 693
2004	104	42	40,38	62	59,62	22 183
2005	104	25	24,04	79	75,96	13 487
2006	104	46	44,23	58	55,77	63 561
2007	105	48	45,71	57	54,29	35 794
2008	102	70	68,63	32	31,37	52 103
2009	104	52	50,00	52	50,00	34 700
2010	103	59	57,28	44	42,72	27 420
2011	102	94	92,16	8	7,84	231997
2012	105	44	41,90	61	58,10	49471
2013	103	51	49,51	52	50,49	120681
2014	104	79	75,96	25	24,04	90111
2015	104	73	70,19	31	29,81	2213143
2016	102	82	80,39	20	19,61	788860
2017	103	90	87,38	13	12,62	468 145
Total	1765	1090	65,62%	675	34,37%	5 044 531

Annexe n° 15 : Représentant l'évolution des cours des titres de capital des sociétés cotés en bourse en Dinar Algérien.

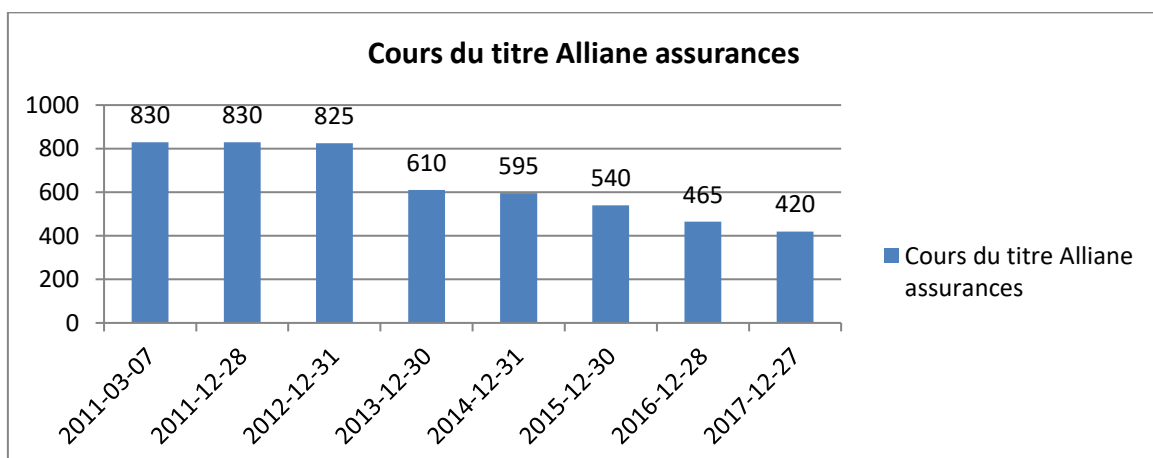
a- Cours du titre SAIDAL



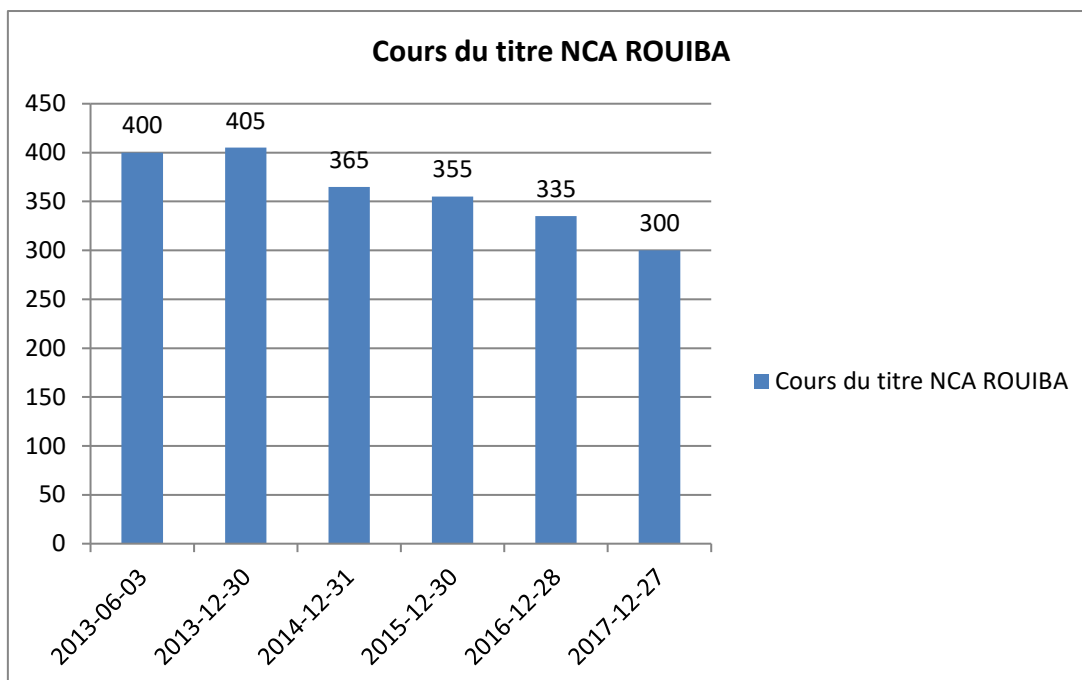
b- Cours du titre El Aurassi



c- Cours du titre Alliance assurances



d- Cours du titre NCA ROUIBA



e- Cours du titre de la société Biopharm

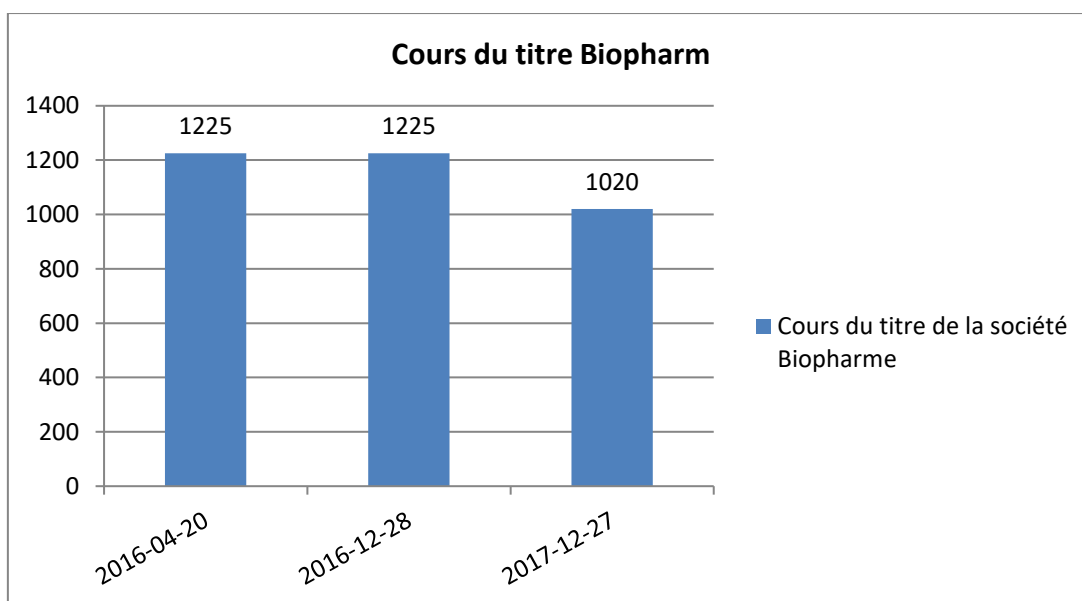


Table des matières

Remerciements	
Dédicaces	
Sommaire	
Liste des abréviations	
Introduction générale.....	1
Chapitre 01 : Genèse et évolution des marchés financiers.....	9
Section 1 : Evolution des marchés financiers.....	9
1. Les racines historiques de la finance de marché	9
1.1. L'apparition de la bourse d'Anvers	10
1.2. L'émergence des grandes places financières européennes	11
2. Le rôle des marchés financiers.	13
3. Les fonctions économiques du marché financier	14
3.1. Un circuit de financement de l'économie nationale.....	14
3.2. Moyen d'organiser la liquidité de l'épargne investi à long terme.....	15
3.3. Instrument de mesure de la valeur des actifs	16
3.4. Outil concourant à la mutation des structures industrielles et commerciales	16
3.5. Un lieu de négociation de risque	17
3.6. Baromètre de l'économie	17
4. Les avantages et les inconvénients d'un Financement boursier	18
4.1. Motivations et avantages	18
4.2. Réticences et inconvénients	19
5. Segmentation des marchés financiers	20
5.1. Le marché primaire	21
5.2. Le marché secondaire	22
6. Théorie de la microstructure des marchés financiers	27
6.1. Les acteurs et les intervenants sur le marché financier	27
6.2. Les intervenants sur les marchés financiers	29
6.3. Le fonctionnement du marché financier	32
7. Typologie des organisations de marché.	32
7.1. Typologie des organisations des marchés financiers (les modes de cotation)	33
7.2. Marchés dirigés par les ordres / Marchés dirigés par les prix	37

7.3. Marchés centralisés / Marchés fragmentés	44
8. Evolutions des marchés	46
8.1. Les MTF Multilateral Trade Facilities	46
8.2. internalisations systématiques	48
9. Processus de formation de prix d'équilibre sur les marchés boursiers.....	49
9.1. Formation des prix sur le marché Walrasien	49
9.2. La formation des prix sur un marché dirigé par les prix	50
9.3. La formation des prix sur un marché dirigé par les ordres	53
Section 2 : Les fondements théoriques de la liquidité du marché.....	57
1. Définition et caractéristiques de la liquidité du marché	57
1.1. Définition du concept de liquidité	57
1.2. Les caractéristiques de la notion de liquidité	58
1.2.1. La profondeur du marché	58
1.2.3. La résilience	60
1.2.4. L'immédiateté	61
1.3. Les différents niveaux de la liquidité	62
2. Les différentes mesures de la liquidité de marché.....	66
2.1. Les mesures de la liquidité	66
2.1.1. Les mesures unidimensionnelles	66
2.1.1.1. La profondeur	66
2.1.1.2. Les mesures temporelles de la liquidité du marché	67
2.1.1.3. Les mesures en termes de coût de la liquidité	68
2.1.1.4. Les mesures en termes de résilience	70
2.1.1.5. Le ratio de la variation des taux de rendements journaliers	70
2.1.1.6. Le ratio de liquidité	71
2.1.2. Les mesures multidimensionnelles	71
2.1.2.1. Les mesures relatives au volume échangé et le temps	71
2.1.2.2. La mesure de liquidité combinant la fourchette et la profondeur de marché	72
2.1.2.3. La mesure de liquidité combinant la résilience et la profondeur de marché	73
Section 3 : Les facteurs déterminants la liquidité du marché.....	76
1. Les modes d'organisation du marché	76
1.1. Le flottant	77
1.2. La transparence	78

1.3.	L'anonymat	79
1.4.	L'échelon de cotation « EC »	79
1.5.	L'asymétrie d'information	80
1.6.	Le volume de transaction	81
1.7.	La volatilité des prix	81
1.8.	La rentabilité du marché	82
1.9.	La taille de la firme	82
2.	Le rôle des investisseurs institutionnels dans le développement des marchés financiers	84
2.1.	Les investisseurs institutionnels	84
2.2.	Les investisseurs étrangers	85
2.3.	Les investissements de portefeuille entrant	87
3.	L'attractivité financière	88
	Conclusion.....	90
	Chapitre 2 : Les valeurs mobilières et leur évaluation.....	91
	Section 1 : Généralité sur les valeurs mobilières.....	92
1.	Les différents types de valeurs mobilières	92
1.1.	Les actions.....	92
1.1.3.	Les différents types d'actions	94
1.2.	Les obligations	102
1.2.2.	Les caractéristiques de l'obligation	103
1.2.3.	Terminologie caractérisant la vie d'une obligation	105
1.2.4.	Les différentes formes des obligations	105
1.2.5.	Les modalités de remboursement (amortissement) des obligations	106
1.2.6.	Le cout d'un emprunt obligataire	108
1.2.7.	Les rendements financiers des obligations	108
1.2.8.	Les modes d'émission des obligations	110
1.2.9.	La typologie des obligations	111
1.2.10.	Classement des obligations en fonction de la nature des titres	113
1.2.11.	Les risques associés aux obligations	115
1.2.12.	Les mesures des risques liés aux placements obligataires	116
1.2.13.	Avantages et inconvénients des obligations	119
1.2.14.	Comparaison entre les actions et les obligations	119
1.3.	Les autres valeurs mobilières	120

1.3.2.	Les titres hybrides	123
1.3.2.1.	Les certificats d'investissement	123
1.3.2.2.	Les titres participatifs	123
1.4.	Les produits dérivés	123
1.4.1.	Les options	124
1.4.2.	Les contrats à terme	125
1.4.3.	Les SWAPS de taux d'intérêt	125
2.	Les principaux risques inhérents au choix d'une valeur mobilière	125
2.1.	Le risque de change	126
2.2.	Le risque d'inflation	126
2.3.	Le risque des marchés	126
2.4.	Le risque de l'entreprise	126
2.5.	Le risque de liquidité	127
2.6.	Le risque politique	127
3.	Les garanties liées au placement obligataire	128
3.1.	Les suretés réelles.....	128
3.1.1.	Hypothèque	128
3.1.2.	Nantissement	128
3.1.3.	Les suretés personnelles	128
4.	L'efficacité du marché des valeurs mobilières	129
4.2.	Les critères utilisés pour l'apprécier l'efficacité d'un marché des capitaux	132
4.3.	Les conséquences de l'efficacité des marchés financiers	133
Section 2 : Evaluation des valeurs mobilières -Action-		135
1.	Evaluation des actions	135
1.1.	Les facteurs qui influencent le cours des actions	136
1.1.1.	Les facteurs micro-économiques	136
1.1.2.	Les facteurs macro-économiques	136
1.1.3.	Les facteurs psychologiques.....	136
1.2.	Evaluation des actions ordinaires	136
1.2.1.	Les paramètres nécessaires pour l'évaluation des actions ordinaires	136
a-	Le rendement	137
b-	la méthode du Price Earning Ratio (PER)	137
c-	Le taux de rentabilité exigé	139

d- Le MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers)	139
1.2.2. Les modèles actuariels d'évaluation des actions ordinaires	142
a- Les modèles d'évaluation actuariels basés sur les flux de dividendes	142
b- Le modèle à croissance nulle (ADP)	143
c- Le modèle à taux de croissance constant (modèle de Gordon-Shapiro).....	143
d- le modèle à taux de croissance variable	146
e- Les alternatives au modèle d'évaluation des dividendes	147
f- Les autres procédures d'évaluation	148
f.1. Le multiple du flux de trésorerie (Price-to-Cash Flow PCF).....	149
f.2. Le multiple du chiffre d'affaires (Price-to-Sales Ratio PS)	149
f.3. Le ratio Valeur marchande du capital-actions/valeur comptable du capital-actions ...	149
1.3. Evaluation des actions privilégiées (actions de préférence).....	150
1.3.1. Les paramètres nécessaires pour évaluer une action de préférence	150
1.3.2. La méthode d'évaluation	151
Section 3 : Evaluation des obligations et des produits dérivés.....	153
1. Les facteurs influents sur le prix d'une obligation	153
1.1. La valeur d'une obligation	154
1.1.1. La valeur d'une obligation à une date d'intérêt (principe d'actualisation).....	154
1.1.2. La valeur d'une obligation entre deux dates d'intérêt	157
1.2. La duration d'une obligation	157
1.2.1. Propriétés de la duration	158
1.2.2. La duration d'un portefeuille d'obligations	159
1.3. La sensibilité d'une obligation.....	159
1.4. La convexité	161
2. La gestion d'un portefeuille obligataire	163
2.1. Le choix des objectifs	163
2.2. Les décisions stratégiques	163
2.2.1. La stratégie de gestion active	163
2.2.2. La stratégie de gestion passive	165
3. Evaluation des produits dérivés.....	167
3.1. Evaluation des contrats d'options	167
3.1.1. Les deux composantes de la valeur de l'option	167
3.1.2. Le modèle d'évaluation de Black et Scholes.....	170

3.2. Le pricing des futurs	171
Conclusion	173
Chapitre 03 : Structure et organisation du marché financier Algérien.....	174
Introduction.....	174
Section 1 : Chronique de la mise en place de la bourse d'Alger.....	175
1. Création d'une Société de Valeurs Mobilières (SVM).....	175
2. Promulgation du décret législatif instituant la bourse des valeurs mobilières	176
3. Les étapes de la mise en place du marché des capitaux Algériens	177
3.1. Phase de démarrage	177
3.2. Phase de développement	177
3.3. Phase d'émergence	177
4. Structure et organisation de La Bourse des valeurs mobilières en Algérie	178
5. Les acteurs et intervenants dans la bourse des valeurs mobilière d'Alger	178
5.1. La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse COSOB	179
5.2. La société de gestion de la bourse des valeurs SGBV	181
5.3. Intermédiaire en Opération de Bourse IOB	182
5.4. Le dépositaire central	185
6. Les promoteurs en bourse.....	192
6.1. Le rôle du promoteur en bourse	192
6.1.1. Les promoteurs en bourse inscrits auprès de la COSOB	193
Section 2 : Introduction des valeurs mobilières à la bourse d'Alger.....	194
1. Processus d'introduction en bourse	195
2. L'Appel Public à l'Epargne (APE).....	195
2.1. Les acteurs d'une introduction en bourse par l'APE	196
2.2. L'introduction en bourse, par appel public à l'épargne	197
3. Conditions d'admission en bourse.....	197
4. Processus d'introduction en Bourse	199
4.1. Phase de pré-introduction.....	199
4.2. Phase d'introduction.....	204
4.3. Phase post-introduction	207
5. Fonctionnement du contrat de liquidité.....	208
6. Les avantages fiscaux liés à l'opération d'introduction et la négociation des titres en bourse.....	208

7. Négociation et cotation des titres.....	210
8. Les Frais liés à l'opération de bourse en Algérie	215
Section 3 : Degré de développement du marché financier Algérien.....	218
1. Mesures du degré de développement du marché financier.....	218
1.1. Evolution de l'indice boursier DZAIRINDEX	218
1.2. La capitalisation boursière	218
1.3. Evolution de la capitalisation boursière en Algérie	219
1.4. Evolution de la capitalisation boursière par rapport au PIB.....	221
2. Comparaison de la capitalisation boursière de la Bourse d'Alger avec les bourses maghrébines	223
2.1. Evolution du ratio capitalisation boursière /PIB	225
2.2. Evolution du nombre de sociétés cotées en bourse	226
3. Evolution du ratio de liquidité des trois places boursière maghrébines en %	228
4. Etat des lieux du marché des organismes de placement collectif en valeurs mobilières dans les trois pays du Maghreb	230
4.1. Evolution du nombre d'OPCVM en Algérie, Tunisie et le Maroc	231
4.2. Volume d'actifs gérés par les OPCVM Algériennes, Tunisiennes et Marocaines en monnaie nationale unité milliards	231
5. La liquidité du marché boursier Algérien.....	232
6. Les actions a mener pour améliorer la liquidité du marché boursier	236
Conclusion du chapitre.....	237
Chapitre 4 : Les émetteurs de valeurs mobilières sur le marché financier Algérien.....	238
Introduction.....	238
Section 1 : Les entreprises émettrices des actions sur le marché financier Algérien.....	239
1. L'offre publique de vente l'EGH El-Aurassi	239
1.1. Décision à l'origine L'offre publique de vente l'EGH El-Aurassi	239
1.2. But de l'offre	239
1.3. Caractéristiques de l'OPV	239
1.4. Contrat de liquidité	240
2. Ouverture du capital du groupe pharmaceutique SAIDAL par OPV (annexe n°7)	240
2.1. But de l'offre	241
2.2. Caractéristiques de l'offre	241
3. Augmentation de capital social en numéraire d'ERIAD Sétif Spa	243
3.1. Décision à l'origine de l'opération.....	243

3.2.	But de l'émission.....	243
3.3.	Caractéristiques de l'émission	243
4.	L'augmentation du capital social de SPA Alliance assurance	244
4.1.	But de l'émission	245
4.2.	Caractéristiques de l'émission	245
4.3.	Segmentation de l'offre	246
4.4.	Négociation des titres	248
5.	l'offre publique de vente des actions de NCA-Rouiba	249
5.1.	Caractéristiques essentielles de l'activité.....	249
5.1.1.	Décisions à l'origine de l'opération.....	250
5.1.2.	Objectifs d'introduction en bourse	250
6.	Ouverture de capital de BIOPHARM SPA	252
6.1.	But de l'opération.....	253
6.2.	Etablissements domiciliaires	253
6.3.	Conditions de délivrance des actions	253
6.4.	Contrat de liquidité.....	254
7.	Augmentation de capital de la cimenterie de Ain El Kebira SCAEK	254
7.2.	Décisions qui sont à l'origine de l'opération	256
7.3.	Montant de l'émission.....	256
7.4.	Forme et catégorie des titres.....	256
7.5.	Etablissements domiciliaires	256
8.	Les principales caractéristiques d'émission d'actions en bourse en Algérie.....	258
	Conclusion	259
	Section 2 : Les émetteurs des titres obligataires sur le marché financier Algérien	260
1.	Les emprunts obligataires émis par les entreprises publiques.....	260
1.1.	L'emprunt obligataire de la Sonatrach (annexe n° 10)	260
1.2.	Emprunt obligataire de l'entreprise nationale des travaux aux puits ENTP	261
1.2.1.	Première émission obligataire	262
	Caractéristique de l'emprunt obligataire	262
1.2.2.	Deuxième émission obligataire	263
	Caractéristiques de l'emprunt obligataire	263
1.2.3.	Troisième émission obligataire de L' ENTP	264
	Caractéristiques du troisième emprunt obligataire.....	264

1.3.	L'emprunt obligataire de l'entreprise nationale de forage ENAFOR	266
1.3.1.	Caractéristiques du premier emprunt obligataire	267
1.3.2.	Caractéristiques du Deuxième emprunt obligataire.....	268
1.4.	L'Emprunt Obligataire d'Algérie Télécom	269
1.4.1.	Premier Emprunt Obligataire d'Algérie Télécom	269
1.4.2.	Deuxième emprunt d'Algérie télécom	270
1.5.	L'emprunt obligataire d'AIR ALGERIE	272
1.5.1.	Le premier emprunt obligataire d'Air Algérie	272
	Caractéristiques de l'emprunt.....	273
1.5.2.	Deuxième emprunt obligataire	274
1.5.3.	Troisième emprunt obligataire.....	275
1.6.	L'emprunt obligataire de Sonelgaz	277
2.	Les emprunts obligataires émis par les entreprises privées	279
2.1.	L'emprunt obligataire de EEPAD TISP	279
2.1.2.	Caractéristiques de cet emprunt	280
2.2.	L'emprunt obligataire de Cevital SPA.....	282
2.2.1.	Spécificités de l'emprunt obligataire de Cevital	282
2.2.1.1.	Caractéristiques des obligations	283
2.3.	L'emprunt obligataire de ETRHB-Haddad.....	285
2.3.2.	Caractéristiques de l'emprunt obligataire.....	286
2.4.	L'emprunt obligataire de la SPA DAHLI	288
2.4.1.	caractéristiques de l'emprunts obligataire	289
	Section 3 : Les emprunts obligataires émis par les sociétés financières	292
1.	Le premier emprunt obligataire de la société de refinancement hypothécaire S.R.H	292
1.1.	Les caractéristiques techniques de l'emprunt obligataire de la SRH	292
1.2.	Déroulement de l'opération (séance d'adjudication)	293
2.	Le deuxième emprunt obligataire de la SRH	295
2.1.	Caractéristiques de l'emprunt	296
2.2.	Mode de souscription	297
2.3.	Négociation des titres	297
3.	Les emprunts obligataires émis par les sociétés de leasing	297
3.1.	Emprunt obligataire Arab leasing corpotation ALC.....	298
3.1.1.	La première émission obligataire de ALC.....	298

3.1.1.2.	Caractéristique de l’emprunt	299
3.1.2.	Deuxième émission obligataire de ALC	300
3.1.2.1.	Caractéristiques de l’emprunt obligataire	300
3.1.3.	L’emprunt obligataire de la société nationale de leasing SNL	300
3.1.4.	L’emprunt obligataire de MLA	302
4.1.	La négociation des OAT en bourse.	304
4.1.1.	Les intervenants sur le marché	304
4.1.2.	Les SVT ont pour missions de.....	305
	Conclusion	306
Chapitre 05 : Evaluation de l’activité du marché global.....		307
Section 01 : Analyse de l’activité du marché primaire et du marché secondaire.....		307
1.	Analyse des émissions obligataires en Algérie de 1998 à 2017 (marché primaire)	307
1.1.	Les émissions d’emprunts obligataires sur le marché corporatif Algérien de 1998 à 2017	308
1.2.	Répartition des émissions obligataires par secteur d'activité	310
1.3.	Segmentation des émissions obligataires de 1998 à 2017 en milliards de dinars ...	312
2.	Analyse du marché global (marché secondaire).....	313
3.	Analyse des cotations auprès du marché secondaire	319
	Conclusion.....	321
Section 2 : Evolution de l’activité du marché de titre de capital.....		322
1.	Evolution du marché principal par titre coté en bourse	322
1.1.	Evaluation du titre Eriad Setif.....	322
1.2.	Evaluation du titre Saidal	326
1.3.	Evolution du titre Egh El Aurassi	329
1.4.	Evolution du titre Alliance assurances	332
15.	Evolution du titre Nca Rouiba.....	335
1.2.	Evolution du titre Biopharm.....	337
2.	Fréquence de cotation par titre	339
3.	Activité du marché PME	341
Section 03 : Evolution du marché secondaire obligataire.....		342
1.	Evolution de l’activité du compartiment obligataire	342
1.1.	Analyse de l’activité boursière du titre Dahli	346
1.2.	Bilan des cotations des titres obligataires	348
2.	Activité sur le marché de bloc des OAT.....	350

3.	Activité des intermédiaires en opération de bourse IOB et les SVT	356
3.1.	Activité des intermédiaires en opération de bourse IOB.....	356
3.2.	Activité des spécialistes en valeurs du trésor SVT	358
	Résultat	360
4.	Evolution des dividendes versés par les sociétés cotées	361
	Conclusion	364
Chapitre 6 : Perspectives de développement du marché financier Algérien.....		365
Section 1 : Les PME et le rôle de la privatisation dans le développement du marché financier.....		365
1.	Le marché des petites et moyennes entreprises PME	365
1.1.	Définition de la PME /PMI	365
1.2.	Avantage d'un marché boursier dédié aux PME	366
1.3.	Organisation de la cote officielle	366
1.3.1.	Conditions d'admission sur le marché PME par la bourse d'Alger	367
1.3.2.	La relation entre la PME et le promoteur en bourse	368
1.3.3.	Procédure d'introduction en bourse.....	369
1.3.4.	Les obligations de la PME	370
1.4.	Mutation des PME vers le marché principal	371
1.5.	Topographie de la création d'entreprises en Algérie	371
1.6.	Population des PME en Algérie	373
	Conclusion	374
2.	Le rôle de la privatisation dans le développement du marché financier	375
2.1.	Définition de la privatisation.....	376
2.2.	Objectifs de la privatisation.....	376
2.3.	Les acteurs du processus de privatisation en Algérie.....	377
2.4.	Processus de privatisation	379
2.5.	Modes de privatisation	379
2.6.	Le cadre global du processus de privatisation en Algérie	379
2.7.	Bilan de la privatisation en Algérie.....	380
2.7.1.	Les modalités et les techniques de privatisation par le marché financier	381
2.7.2.	Les conditions de succès d'une privatisation par le marché financier	381
2.7.3.	Les difficultés d'application dans les pays en développement particulièrement l'Algérie	382
2.8.	Bilan de la privatisation par le marché financier en Algérie.....	382
2.9.	Mesures de la relance de la privatisation par le marché financier	383

Conclusion.....	385
Section 2 : Les facteurs responsables de l'insuffisance de liquidité du marché boursier Algérien.....	386
1. Relation entre la masse monétaire et le marché financier	386
2. La prédominance du financement des entreprises par le secteur bancaire	387
3. Le caractère familial des entreprises privées	390
4. l'étroitesse du marché	390
5. Le manque de fluidité dans le circuit des titres	390
6. Transition inachevée vers l'économie de marché	390
7. Un environnement des affaires bureaucratisé et complexe	391
8. Le rôle du FNI dans l'entrave au développement du marché financier Algérien	391
9. Les obstacles en matière d'évaluation d'entreprises auxquels sont confrontés les gestionnaires	392
11. Titrisation dans le modèle économique Algérien	393
12. Les contraintes et limites du développement du marché obligataire Algérien	396
Section 03 : Les actions menées et perspectives de développement du marché financier Algérien.....	398
1. Les actions menées pour développer le marché financier Algérien	398
1.1. Sur le plan de la promotion du marché boursier	398
1.2.1. Accords de coopération entre la bourse d'Alger SGBV et EURONEXT Paris SA, la bourse de Tunis BVMT.....	399
2. Plan de réforme du marché financier national par le PNUD.....	401
3. Les objectifs du plan de réforme du marché financier national	401
3.2. Perspectives de développement du marché financier en Algérie.....	403
Conclusion du chapitre.....	406
Conclusion générale.....	409
Bibliographie.....	416
Liste des tableaux.....	434
Liste des graphiques	436
Liste des annexes.....	438
Table des matières.....	460